



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 5 / 2016



Sommaire

Évolutions économiques et monétaires récentes

Synthèse	2
1 Environnement extérieur	5
2 Évolutions financières	8
3 Activité économique	10
4 Prix et coûts	14
5 Monnaie et crédit	16

Encadrés

1 Évolutions récentes des flux de capitaux à destination des économies de marché émergentes	19
2 Le marché des obligations d'entreprises et le programme d'achats de titres du secteur des entreprises de la BCE	23
3 Le lancement de la collecte statistique relative aux marchés monétaires	29
4 Évolutions récentes de la construction dans la zone euro	32
5 Évolutions de la structure de financement externe des sociétés non financières de la zone euro	35
6 Les recommandations par pays pour 2016	39

Articles

1 Les différentes strates du filet de sécurité financière mondial : état des lieux	43
2 Nouvelles données sur l'ajustement des salaires en Europe au cours de la période 2010-2013	63
3 Renforcement de la résilience et de la croissance à long terme : l'importance d'institutions et de structures économiques solides pour les pays de la zone euro et l'UEM	91

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

Évolutions économiques et monétaires récentes

Synthèse

La volatilité qui a affecté les marchés financiers à la suite du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE a été de courte durée. Toutefois, l'incertitude relative aux perspectives mondiales s'est accrue et les données disponibles pour le deuxième trimestre vont dans le sens d'une atonie de l'activité et des échanges commerciaux au niveau mondial. Dans le même temps, l'inflation mondiale totale s'est maintenue à des niveaux faibles, reflétant principalement le recul antérieur des prix de l'énergie. Les risques entourant les perspectives d'évolution de l'activité mondiale, en particulier pour les économies de marché émergentes, demeurent orientés à la baisse et sont principalement liés à l'incertitude politique et à la volatilité financière.

Les marchés financiers de la zone euro ont résisté de façon encourageante à la recrudescence des incertitudes et de la volatilité à la suite du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'Union européenne. En conséquence, les conditions de financement globales demeurent extrêmement favorables. En particulier, tandis que la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est déplacée vers le bas, notamment sur les horizons à plus long terme, reflétant peut-être les anticipations à la fois d'un ralentissement de la croissance et de nouvelles mesures de politique monétaire, suivie par les rendements des obligations souveraines peu risquées, les écarts de rendements souverains vis-à-vis des emprunts publics allemands à dix ans se sont réduits et ceux des obligations du secteur privé ont continué de se resserrer. Dans le même temps, les cours des actions des banques de la zone euro se sont de nouveau inscrits en recul.

La reprise économique se poursuit dans la zone euro, soutenue par la demande intérieure, tandis que la croissance des exportations demeure modeste. Dans les mois à venir, la reprise économique devrait se poursuivre à un rythme modéré. La demande intérieure est encore soutenue par les effets des mesures de politique monétaire de la BCE sur l'économie réelle. Les conditions de financement favorables et l'amélioration de la rentabilité des entreprises continuent de favoriser une reprise de l'investissement. La poursuite des créations d'emplois, à la faveur également des réformes structurelles antérieures, et les cours toujours relativement bas du pétrole apportent un soutien supplémentaire au revenu disponible réel des ménages et, donc, à la consommation privée. De plus, l'orientation budgétaire dans la zone euro devrait être légèrement expansionniste en 2016 avant de devenir globalement neutre en 2017 et 2018. Cela étant, des facteurs défavorables pèsent sur la reprise économique dans la zone euro, comme le résultat du référendum organisé au Royaume-Uni et d'autres incertitudes géopolitiques, les perspectives moroses de croissance dans les économies de marché émergentes, le nécessaire ajustement des bilans dans plusieurs secteurs et la lenteur dans la mise en œuvre

des réformes structurelles. Dans ce contexte, les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse.

L'inflation totale dans la zone euro est demeurée à des niveaux proches de zéro au cours des derniers mois. Les mesures de l'inflation sous-jacente n'ont pas encore fait ressortir, dans l'ensemble, de signes clairs d'une tendance à la hausse, tandis que les tensions en amont de la chaîne des prix sont restées modérées. Les mesures des anticipations d'inflation à long terme extraites des instruments de marché se sont de nouveau inscrites en recul et demeurent nettement inférieures aux mesures tirées d'enquêtes. Au cours des prochains mois, sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux d'inflation devraient demeurer très faibles avant de commencer à se redresser plus tard dans l'année, surtout en raison d'effets de base concernant le rythme annuel de variation des prix de l'énergie. Confortés par les mesures de politique monétaire de la BCE et la reprise économique attendue, les taux d'inflation devraient continuer de s'accélérer en 2017 et 2018.

Les mesures de politique monétaire en place depuis juin 2014, notamment le vaste ensemble de nouvelles mesures de politique monétaire adoptées en mars 2016, ont allégé de manière significative les conditions d'emprunt pour les entreprises et les ménages, et ont sensiblement favorisé les flux de crédits dans la zone euro, soutenant ainsi la reprise économique. En particulier, le bas niveau des taux d'intérêt ainsi que les effets des opérations de refinancement à plus long terme ciblées et du programme étendu d'achats d'actifs de la BCE continuent de soutenir la croissance robuste de la monnaie et la reprise progressive de la dynamique du crédit. Les banques ont répercuté leurs conditions de financement favorables en abaissant leurs taux débiteurs, et l'amélioration des conditions de distribution des crédits favorise un redressement de la croissance des prêts. En effet, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro pour le deuxième trimestre 2016 a fait état d'une poursuite de l'amélioration des conditions de l'offre de crédit en faveur des entreprises et des ménages et d'une nouvelle hausse de la demande pour l'ensemble des catégories de prêts. Il est essentiel, au vu des incertitudes actuelles, que le canal du crédit bancaire continue de bien fonctionner.

Lors de sa réunion du 21 juillet 2016, au terme de l'examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir que les taux directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs. En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé que les achats mensuels d'actifs à hauteur de 80 milliards d'euros devraient être réalisés jusque fin mars 2017 ou au-delà si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif.

Compte tenu des incertitudes actuelles, le Conseil des gouverneurs continuera de suivre très attentivement les évolutions économiques et des marchés financiers et de protéger les effets de sa politique monétaire accommodante sur l'économie réelle. Au cours des prochains mois, lorsque davantage d'informations seront

disponibles, y compris de nouvelles projections macroéconomiques, le Conseil des gouverneurs sera mieux en mesure de réévaluer les conditions macroéconomiques sous-jacentes, les trajectoires les plus probables de l'inflation et de la croissance et la distribution des risques autour de celles-ci. Le cas échéant, pour atteindre son objectif, le Conseil des gouverneurs agira en utilisant tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat.

Le Conseil des gouverneurs a confirmé la nécessité de maintenir une orientation accommodante appropriée de la politique monétaire afin de garantir le retour, sans tarder, des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %.

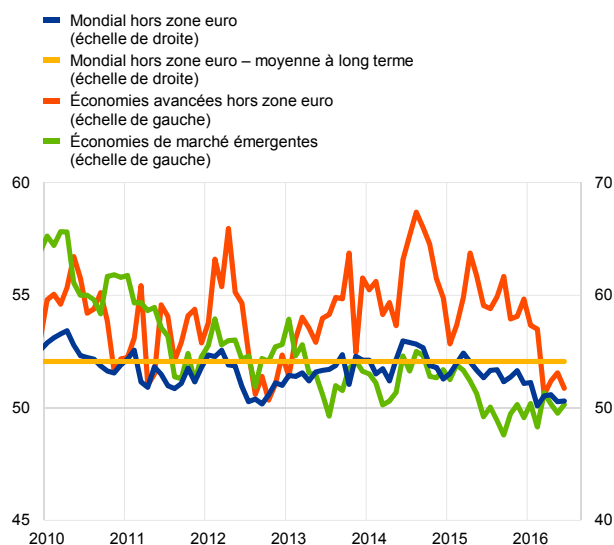
Le vote au Royaume-Uni en faveur de la sortie de l'Union européenne a entraîné une certaine volatilité sur les marchés financiers et une incertitude accrue concernant les perspectives mondiales. Le résultat du référendum a pris les marchés financiers par surprise et les prix se sont ajustés rapidement, immédiatement après le vote. Depuis le 23 juin, la livre sterling s'est fortement dépréciée. Toutefois, l'incidence a été de courte durée sur la plupart des marchés mondiaux, même si les cours des actions bancaires ont fléchi, en particulier dans la zone euro. L'incertitude relative aux perspectives mondiales s'est accrue depuis le référendum. À court terme, c'est l'économie britannique qui en a le plus pâti, l'incertitude liée aux relations futures en matière d'échanges commerciaux et d'investissement entre le Royaume-Uni et l'UE pesant sur la demande. Les autres économies européennes n'appartenant pas à la zone euro, notamment celles ayant des liens commerciaux étroits avec le Royaume-Uni, peuvent également être affectées. En dehors de l'Europe, l'incidence devrait être plus limitée, mais l'incertitude politique s'est accrue dans les économies avancées, ce qui pourrait freiner la confiance et l'investissement. Les prévisions du secteur privé pour les grandes économies ont été légèrement révisées à la baisse.

Dans un contexte d'incertitude accrue, les marchés financiers anticipent une orientation plus accommodante de la politique monétaire dans les grandes économies avancées. La Banque d'Angleterre a laissé son taux directeur inchangé lors de sa réunion de juillet, signalant toutefois une action possible dans un proche avenir. Aux États-Unis, les anticipations de marché relatives à des hausses de taux d'intérêt en 2016 se sont atténuées. Selon la courbe des contrats à terme sur les fonds fédéraux, les marchés intègrent pleinement un relèvement de 25 points de base vers la fin 2017 seulement. Les marchés financiers s'attendent aussi à un nouvel assouplissement de la part de la Banque du Japon.

Graphique 1

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

(indice de diffusion ; 50 = aucune variation)



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

Les indicateurs mondiaux pour le deuxième trimestre 2016 signalent une atonie de l'activité économique et des échanges commerciaux.

L'indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale a enregistré un nouveau recul au deuxième trimestre, revenant à 51,3, son niveau le plus bas depuis fin 2012 (cf. graphique 1). La croissance des échanges mondiaux s'est encore contractée. Le volume des importations mondiales de biens a diminué de 0,6 % en glissement trimestriel en avril 2016. La croissance des échanges commerciaux s'est améliorée dans les économies avancées, mais s'est encore détériorée dans les économies de marché émergentes (EME), notamment en Asie. Les perspectives d'évolution à court terme du commerce mondial sont

modérées, l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation demeurant inférieur au seuil de 50 en juin.

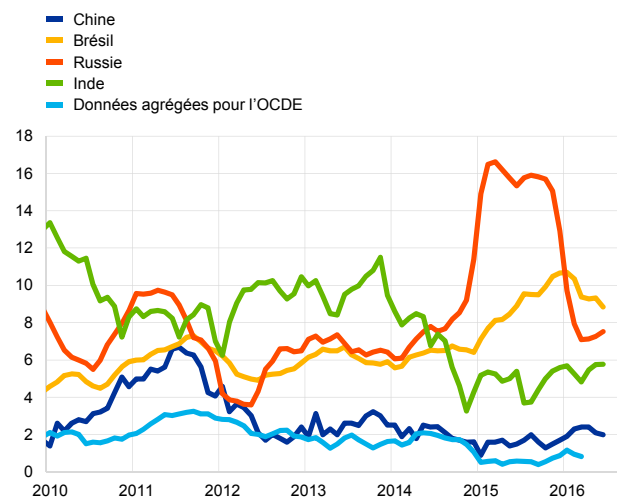
À l'échelle mondiale, l'inflation totale s'est maintenue à des niveaux faibles.

Dans les pays de l'OCDE, la hausse annuelle de l'IPC est ressortie à 0,8 % en mai, sans changement par rapport aux deux mois précédents. La composante énergie a continué de peser sur l'inflation. L'inflation hors produits alimentaires et énergie dans les pays de l'OCDE s'est inscrite à 1,9 % en mai (cf. graphique 2). Dans les grandes EME, l'inflation a diminué en Chine et au Brésil, et est restée inchangée en Inde. Après une forte baisse l'année dernière, l'inflation est ressortie en hausse en Russie.

Graphique 2

Hausse des prix à la consommation

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : OCDE et sources nationales.

Note : La dernière observation se rapporte à juin 2016 pour les différents pays et à mai 2016 pour l'ensemble de l'OCDE.

Les cours du Brent ont légèrement fléchi depuis début juin.

La production de l'OPEP a augmenté en juin, essentiellement sous l'effet de hausses de l'offre en Iran, en Arabie Saoudite et au Nigéria. L'offre hors OPEP a également progressé en juin, soutenue par un redressement partiel de la production de pétrole au Canada. Du côté de la demande, l'Agence internationale de l'énergie a revu à la hausse ses prévisions de croissance de la demande mondiale de pétrole pour 2016. Les cours des matières premières hors pétrole ont légèrement augmenté depuis début juin.

Aux États-Unis, l'activité a rebondi après la phase de morosité du début de l'année.

Le rythme de l'activité économique a fléchi, revenant à 0,3 %, en glissement trimestriel, au premier trimestre de l'année (1,1 % en termes annualisés), en raison de la faiblesse des dépenses des ménages et d'un recul de l'investissement non résidentiel. Toutefois, les données

récentes font état d'un rebond de la croissance du PIB au deuxième trimestre. La hausse des dépenses de consommation des ménages s'est accentuée, reflétant l'accroissement du revenu disponible réel et du patrimoine net des ménages sous l'effet de l'amélioration de la situation sur le marché de l'immobilier résidentiel. En avril et en mai, les ventes au détail ont progressé à un rythme régulier et les ventes de véhicules ont rebondi après le creux observé en mars. En outre, le marché du travail continue de faire preuve de résistance. L'emploi salarié non agricole a augmenté de 287 000 personnes en juin, après des progressions plus modestes les deux mois précédents. En juin, la hausse annuelle de l'IPC total a fléchi à 1,0 %, freinée par le ralentissement de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires, tandis que l'inflation hors produits alimentaires et énergie a légèrement augmenté, ressortant à 2,3 %, son taux le plus élevé depuis quatre ans.

Au Japon, la dynamique de croissance reste modérée. Après une baisse au dernier trimestre 2015, le PIB a augmenté de 0,5 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2016. Toutefois, les derniers indicateurs font état d'une atonie de l'activité au deuxième trimestre, avec une diminution de la production industrielle en mai et une détérioration du climat des affaires d'après l'enquête Tankan réalisée par la

Banque du Japon. La situation sur le marché du travail est tendue, le taux de chômage ressortant à 3,2 % en mai, son plus bas niveau depuis plus de vingt ans. Toutefois, la progression des salaires reste faible. La variation annuelle de l'IPC total est devenue encore plus négative en mai.

Au Royaume-Uni, la croissance économique devrait se ralentir au second semestre 2016. La croissance du PIB a ralenti à 0,4 %, en rythme trimestriel, au premier trimestre. L'activité a été tirée principalement par la robustesse de la consommation privée, tandis que l'investissement a enregistré un recul et que les exportations nettes ont également continué de freiner la croissance. Selon les indicateurs à court terme, l'économie du Royaume-Uni a continué de progresser au deuxième trimestre 2016 à un rythme relativement soutenu, comparable à celui observé au trimestre précédent. Toutefois, l'incertitude créée par le résultat du référendum sur l'appartenance à l'UE est susceptible de peser sur l'activité économique à court terme, en particulier sur l'investissement et les échanges commerciaux.

En Chine, les données macroéconomiques semblent confirmer un ralentissement progressif du rythme d'expansion. Au deuxième trimestre 2016, la croissance du PIB s'est établie à 6,7 % en rythme annuel, taux identique à celui du trimestre précédent et conforme à la fourchette de croissance cible de 6,5 %-7,0 % définie par les autorités chinoises pour 2016. Au cours des derniers trimestres, l'activité a reposé sur le soutien des pouvoirs publics. La FBCF a été stimulée par la forte croissance des investissements dans les infrastructures, tandis que les dépenses en capital dans le secteur manufacturier se sont modérées.

La dynamique de croissance reste faible et hétérogène dans les autres EME. L'activité est restée soutenue dans les pays importateurs de matières premières, comme l'Inde, où l'activité a progressé de 7,6 % en rythme annuel au premier trimestre 2016. La Turquie a également enregistré des taux de croissance du PIB soutenus sur la même période. Pour l'avenir, toutefois, la tentative de coup d'État militaire a accru l'incertitude politique, ce qui pourrait peser sur la demande. Dans les pays exportateurs de matières premières, l'activité a été modérée. Le Brésil reste en récession. En Russie, en revanche, certains signes montrent que l'économie a atteint son point bas, la croissance du PIB étant redevenue positive, à 0,3 % en glissement trimestriel, au premier trimestre 2016. Les flux de capitaux à destination des EME ont généralement bien résisté ces derniers mois. Cela étant, dans une perspective à plus long terme, le ralentissement progressif de l'activité économique dans les EME a contribué à une diminution graduelle des flux nets de capitaux à destination de ces économies ces dernières années (cf. encadré 1).

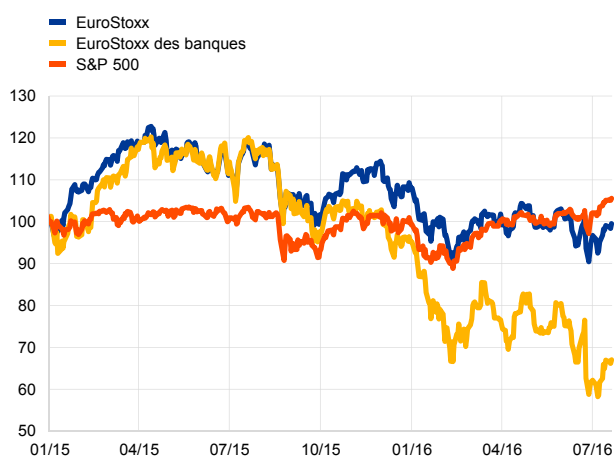
2 Évolutions financières

La baisse des rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro s'est poursuivie depuis début juin. Les écarts des rendements souverains vis-à-vis du taux du *Bund* allemand à dix ans se sont creusés immédiatement à la suite de l'annonce des résultats du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE, notamment pour les émetteurs moins bien notés, mais par la suite les écarts sont globalement revenus au-dessous des niveaux enregistrés début juin, à l'exception de ceux du Portugal et de la Grèce.

Graphique 3

Sélection d'indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

(1^{er} janvier 2015 = 100)



Source : Thomson Reuters.

Notes : Données quotidiennes. La dernière observation se rapporte au 20 juillet 2016.

Les cours des actions de la zone euro ont diminué à la suite de l'annonce du résultat du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE. Si l'indice composite a par la suite enregistré un rebond, l'indice des valeurs bancaires est resté nettement inférieur à son niveau de début juin. L'indice large EuroStoxx s'est replié d'un peu plus de 2 % au cours de la période sous revue (du 2 juin au 20 juillet 2016). Sur la même période, l'indice S&P 500 aux États-Unis a augmenté de 3 % environ (cf. graphique 3). Ces évolutions s'expliquent par une performance relativement stable avant le référendum au Royaume-Uni, des pertes proches de 8 % et 5 %, pour les indices de la zone euro et des États-Unis, respectivement, entre le 23 et le 27 juin, et une phase de redressement par la suite. Les cours des actions bancaires de la zone euro ont globalement perdu 13 % depuis début juin, tandis que les cours des actions bancaires aux États-Unis ont diminué de 4 % environ.

Les baisses globales, bien qu'elles soient importantes, sont néanmoins nettement inférieures à la baisse des cours des actions des banques des deux principales zones économiques entre le 23 et le 27 juin (environ 25 % et 10 %, respectivement). Des préoccupations quant à la rentabilité, ainsi que des événements propres à certains pays et à certaines banques, ont continué de peser sur le secteur bancaire de la zone euro en particulier. Les anticipations des marchés relatives à la volatilité des cours des actions ont enregistré un pic immédiatement après le référendum au Royaume-Uni, mais elles ont retrouvé leur niveau initial sur le reste de la période sous revue.

Les écarts de rendement des obligations émises par les sociétés non financières (SNF) ont diminué, dans le prolongement de la tendance apparue après l'annonce par le Conseil des gouverneurs en mars d'un programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). Les écarts de rendement sur les émissions des SNF de la zone euro ont diminué depuis début juin pour toutes les catégories de notation, avec un rebond limité et de courte durée enregistré après l'annonce des résultats du référendum au Royaume-Uni. Le 20 juillet, les écarts de rendement des obligations des SNF se sont établis, en fonction de leur notation, à 30-40 points de base au-dessous de leur niveau de début juin et à 50-80 points de

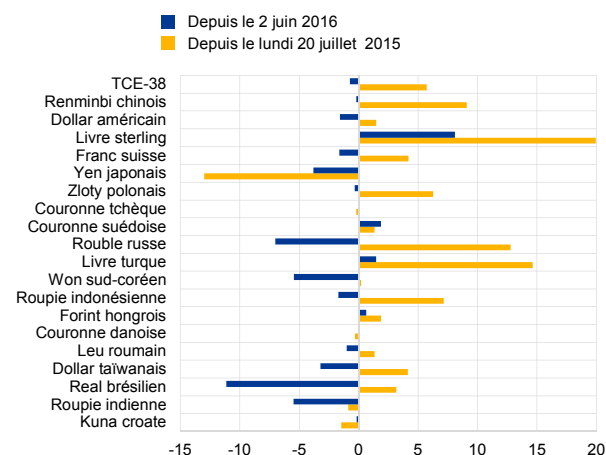
base au-dessous de leur niveau du 10 mars, jour de l'annonce du CSPP par le Conseil des gouverneurs (cf. également l'encadré 2). Dans le secteur financier, les écarts de rendement des obligations ont également diminué pour toutes les catégories de notation depuis début juin. Le comportement divergent des actions bancaires, qui ont fortement baissé, et des écarts de rendement des obligations financières, qui ont continué de se resserrer, est logique si l'on considère que les préoccupations quant à la rentabilité, plutôt que la perception par les institutions financières d'une aggravation du risque de défaut, ont été le principal facteur à l'origine des évolutions dans le secteur bancaire.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux. En termes bilatéraux, depuis le 2 juin, l'euro s'est apprécié de 8,1 % vis-à-vis de la livre sterling, dans un contexte d'incertitude accrue après l'annonce des résultats du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE. La plus forte volatilité et la moindre appétence pour le risque ont soutenu le yen japonais, aboutissant à une dépréciation de 5 % environ de l'euro vis-à-vis du yen. L'euro s'est également déprécié par rapport au dollar, au franc suisse et aux devises de la plupart des économies de marché émergentes et pays exportateurs de matières premières (cf. graphique 4).

Graphique 4

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

(en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Variations en pourcentage par rapport au 20 juillet 2016. Le TCE-38 est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

Le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) a été relativement stable, dans une fourchette comprise entre – 32 et – 35 points de base, sauf à la fin du deuxième trimestre, où il est temporairement remonté à – 29 points de base.

L'excédent de liquidité a augmenté de 29 milliards d'euros, à 873 milliards environ, dans le cadre des achats réalisés par l'Eurosystème au titre du programme étendu d'achats d'actifs.

Par rapport à début juin, la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est déplacée vers le bas, en particulier au-delà de l'horizon 1 an. Après une diminution immédiatement après le référendum au Royaume-Uni, le mouvement de baisse s'est poursuivi pour les échéances supérieures à un an, avec un rebond temporaire début juillet. Entre le 2 juin et le 24 juin, date à laquelle ont été annoncés les résultats du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE, le déplacement de la courbe vers le bas s'est inscrit dans une fourchette comprise entre

10 points de base à l'horizon 1 an et 20 points de base à l'horizon 8 ans. Ces évolutions reflètent les révisions à la baisse de la croissance attendue et le relèvement des anticipations des marchés relatives à un nouvel assouplissement de la politique monétaire pour y faire face. Le 20 juillet ces baisses s'étaient stabilisées jusqu'à l'horizon 1 an, mais elles s'étaient encore accentuées, jusqu'à 30 points de base environ, sur les autres échéances.

La reprise économique se poursuit dans la zone euro, alimentée dans une large mesure par les évolutions de la consommation privée, mais également par l'investissement. Le PIB en volume a augmenté de 0,6 % en rythme trimestriel au premier trimestre, soutenu par la dynamique robuste de la consommation privée et la poursuite de l'amélioration de l'investissement, tandis que les exportations nettes ont contribué négativement. La variation des stocks a également apporté une contribution positive à la croissance du PIB au premier trimestre 2016.

La consommation privée, qui est le principal moteur de la reprise en cours, continue de contribuer positivement à la croissance. La consommation privée a de nouveau augmenté au premier trimestre 2016, de 0,6 % en rythme trimestriel, après un ralentissement temporaire au trimestre précédent lié aux effets défavorables des conditions météorologiques sur la consommation d'énergie et de produits saisonniers et aux attentats en France. Dans une perspective de plus long terme, les dépenses de consommation ont bénéficié de la progression du revenu disponible réel des ménages, qui reflète essentiellement la hausse de l'emploi et la baisse des prix du pétrole. Au premier trimestre 2016, le revenu disponible brut réel des ménages a progressé de 2,1 % en rythme annuel. Après une nouvelle amélioration au deuxième trimestre 2016, la confiance des consommateurs a légèrement fléchi en juillet après le résultat du référendum au Royaume-Uni, et elle est demeurée supérieure à sa moyenne de long terme. Les contraintes pesant sur les bilans des ménages se sont également allégées.

Après une accélération de sa croissance fin 2015, l'investissement a continué de progresser au premier trimestre 2016, mais des données plus récentes indiquent une dynamique légèrement plus faible à court terme. L'investissement total a augmenté de 0,8 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2016, principalement en raison d'une hausse des investissements en équipements. La progression de l'investissement en produits métalliques et machines a représenté environ la moitié de la hausse en termes annuels au premier trimestre, tandis que les investissements dans la construction et dans les TIC (technologies de l'information et de la communication) ont contribué de façon égale à la part restante. Au deuxième trimestre 2016, la production industrielle de biens d'équipement a montré une certaine faiblesse, avec un recul de 2,3 % en glissement mensuel en mai, compensant ainsi largement la forte hausse de 1,7 % enregistrée en avril. La faiblesse de l'environnement extérieur, conjuguée au fléchissement des commandes de biens d'équipement et à l'atonie des anticipations de production dans ce secteur, pèsera certainement sur le taux de croissance de l'investissement hors construction dans les mois à venir. L'investissement dans la construction a continué de progresser au premier trimestre 2016, mais le recul de la production au cours des deux premiers mois du deuxième trimestre 2016 et un acquis négatif résultant des baisses observées en février et mars vont dans le sens d'une dynamique modérée de l'investissement résidentiel au deuxième trimestre 2016.

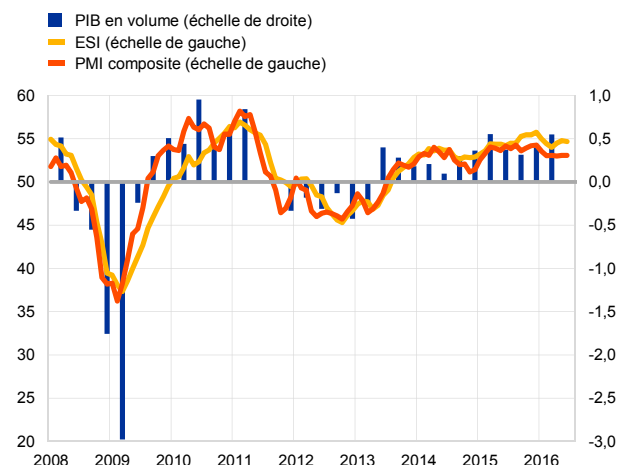
Au-delà du court terme, le redressement de la demande, l'orientation accommodante de la politique monétaire et l'amélioration des conditions de financement devraient favoriser l'investissement, avec toutefois des risques à la baisse. L'amélioration des bénéfices et la nécessité de remplacer les investissements après des années d'atonie de la FBCF devraient également soutenir l'investissement total à l'avenir. Toutefois, l'incertitude liée au résultat du référendum au Royaume-Uni et à ses conséquences potentielles pour l'économie de la zone euro pourrait peser sur les perspectives d'investissement. De plus, les besoins de désendettement et la lenteur de la mise en œuvre des réformes, notamment dans certains pays, ainsi que la faiblesse des perspectives de croissance potentielle, pourraient également freiner la croissance de l'investissement.

Les exportations totales de la zone euro (biens et services) sont demeurées modérées au premier trimestre 2016 et les données mensuelles relatives aux échanges commerciaux font état, jusqu'à présent, d'une faible dynamique de croissance des exportations de biens au deuxième trimestre. Si l'on considère ensemble les chiffres mensuels des échanges commerciaux pour avril et mai, les exportations de biens hors zone euro ont légèrement fléchi par rapport au deuxième trimestre 2015. Parmi les économies de marché émergentes, la croissance des exportations à destination de la Chine s'est accélérée, tandis qu'elle s'est ralentie vers la Russie et l'Amérique latine. S'agissant des économies avancées, les exportations vers les États-Unis ont apporté une contribution globalement neutre, tandis que les exportations vers l'Europe hors zone euro (y compris le Royaume-Uni) ont augmenté. La vigueur relative des exportations de la zone euro depuis le début de l'année par rapport à la croissance du commerce mondial indique des gains de parts de marché à l'exportation pour la zone euro. Par la suite, la légère appréciation du taux de change effectif de l'euro au premier semestre 2016 devrait peser sur les exportations de la zone euro. De plus, les exportations pourraient pâtir des éventuelles conséquences défavorables du résultat du référendum au Royaume-Uni sur les flux commerciaux mondiaux. Par ailleurs, des indicateurs disponibles plus rapidement, comme ceux tirés d'enquêtes, font état d'évolutions toujours modérées de la demande extérieure et de commandes à l'exportation en provenance de l'extérieur de la zone euro relativement faibles à court terme.

Graphique 5

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

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



Sources : Eurostat, Commission européenne, Markit et BCE.

Notes : L'ESI est normalisé avec la moyenne et l'écart type du PMI. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2016 pour le PIB en volume et à juin 2016 pour l'ESI et le PMI.

Les indicateurs économiques les plus récents confirment, dans l'ensemble, la poursuite de la croissance modérée du PIB en volume au deuxième trimestre 2016.

La production industrielle (hors construction) a fléchi en mai, après une forte progression en avril, et le niveau moyen de l'indice pour les deux premiers mois du deuxième trimestre 2016 est en conséquence inférieur de 0,2 % à celui du premier trimestre. La production dans la construction et les nouvelles commandes ont continué de reculer en avril. Les ventes au détail et les immatriculations de voitures ont augmenté de 0,3 % en avril et mai, mais les immatriculations ont baissé en juin. Des données d'enquête plus récentes corroborent une poursuite de la croissance au deuxième trimestre, mais à un rythme plus faible qu'au premier trimestre. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production (PMI) est resté inchangé en juin, avec pour résultat une moyenne trimestrielle légèrement inférieure au niveau observé au premier trimestre 2016 (cf. graphique 5). L'indicateur du

climat économique (*Economic Sentiment Indicator* – ESI) a légèrement fléchi en juin. Les deux indicateurs restent supérieurs à leurs moyennes de long terme.

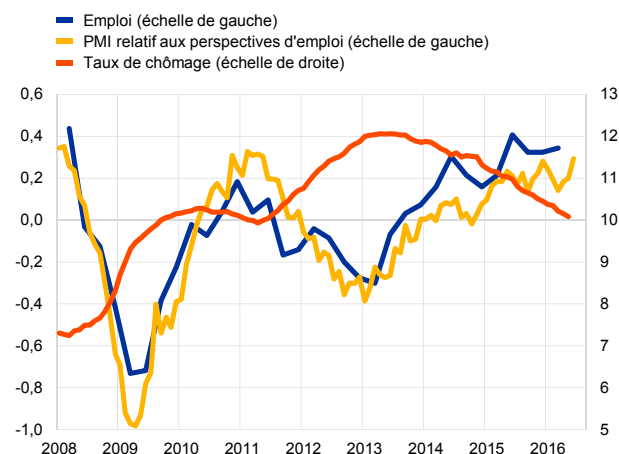
La situation sur les marchés du travail de la zone euro continue de s'améliorer progressivement.

L'emploi a encore augmenté au premier trimestre 2016, de 0,3 % en rythme trimestriel. En conséquence, l'emploi s'est établi 1,4 % au-dessus du niveau enregistré un an auparavant, soit la plus forte hausse annuelle observée depuis le premier trimestre 2008. Le taux de chômage dans la zone euro a également continué de diminuer en mai 2016, revenant à 10,1 % (cf. graphique 6). Le chômage de longue durée (les chômeurs depuis au moins 12 mois) a continué de baisser lentement mais demeure supérieur à 5 % de la population active. Les données d'enquêtes plus récentes ont continué de s'améliorer au cours des derniers mois et sont compatibles avec de nouvelles créations d'emplois dans la période à venir.

Graphique 6

Emploi, perspectives d'emploi ressortant du PMI et chômage dans la zone euro

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



Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.

Notes : Le PMI est exprimé comme un écart par rapport à 50 divisé par 10. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2016 pour l'emploi, à juin 2016 pour le PMI et à mai 2016 pour le chômage.

À plus long terme, la reprise économique devrait se poursuivre à un rythme modéré, même si l'incertitude s'est accrue après le résultat du référendum au Royaume-Uni.

La demande intérieure continue d'être soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE. Leur incidence favorable sur les conditions de financement, conjuguée à une amélioration de la rentabilité des entreprises, dope l'investissement. De plus, la poursuite des créations d'emplois et les cours toujours relativement bas du pétrole devraient continuer à soutenir le revenu réel disponible des ménages et la consommation privée. Toutefois, l'incertitude accrue après le référendum au Royaume-Uni pourrait affecter la confiance et les échanges commerciaux. D'autres incertitudes géopolitiques représentent également des défis pour la reprise économique dans la zone euro. Dans le même temps, la reprise économique est encore freinée par les ajustements des bilans en cours dans différents secteurs, par la lenteur dans la mise en œuvre des réformes structurelles et par les perspectives de

croissance moroses dans les économies de marché émergentes. Dans ce contexte, les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse.

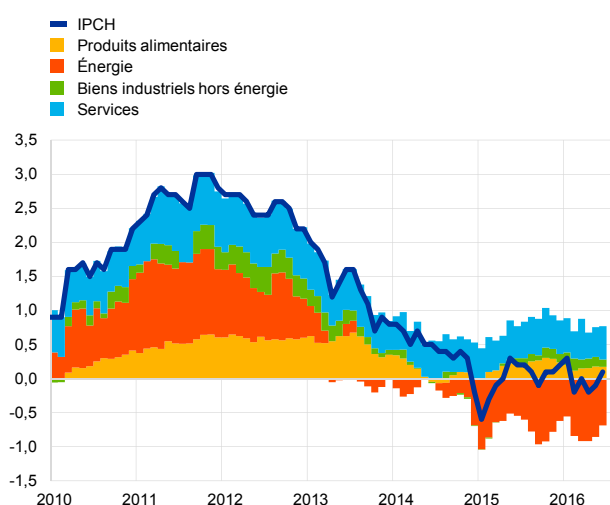
L'inflation totale est demeurée proche de zéro au cours des derniers mois

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

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 : Les dernières observations se rapportent à juin 2016.

Les mesures de l'inflation sous-jacente n'ont pas encore fait ressortir, dans l'ensemble, de signes clairs d'une tendance à la hausse.

La variation annuelle de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie a continué d'osciller autour de 1,0 % depuis le milieu de l'année dernière. D'autres mesures de l'inflation sous-jacente n'ont montré aucun signe évident de poursuite d'une dynamique haussière depuis le point de retournement atteint début 2015. S'agissant des principales composantes, la hausse des prix des services a fluctué autour de 1 % ces derniers mois, tandis que la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie s'est inscrite dans une fourchette comprise entre 0,4 % et 0,7 %.

La variation des prix à l'importation est restée négative, tandis que celle des prix à la production est demeurée relativement stable.

Après plusieurs mois consécutifs de baisse, la variation des prix à l'importation des biens de consommation hors produits alimentaires est passée de -1,4 % en avril à -0,7 %

en mai. Ce profil d'évolution est assez similaire à celui du taux de change effectif nominal de l'euro. La variation annuelle de l'indice des prix à la production pour les ventes intérieures de biens de consommation hors produits alimentaires a encore légèrement augmenté, ressortant à 0,1 % en mai, après 0,0 % en avril et -0,1 % en mars. Les tensions à la hausse limitées sur les prix à la production peuvent résulter du fait que l'amélioration des conditions économiques est contrebalancée par des tensions modérées sur les coûts découlant, par exemple, de la faiblesse des prix des matières premières.

La progression des salaires est demeurée atone. La croissance annuelle de la rémunération par tête est ressortie à 1,2 % au premier trimestre 2016, contre 1,3 % au quatrième trimestre 2015. Les facteurs susceptibles de peser sur la progression des salaires incluent la persistance de niveaux élevés de capacités inutilisées sur le marché du travail, une faible croissance de la productivité, un environnement de faible inflation et les effets des réformes du marché du travail mises en œuvre durant la crise.

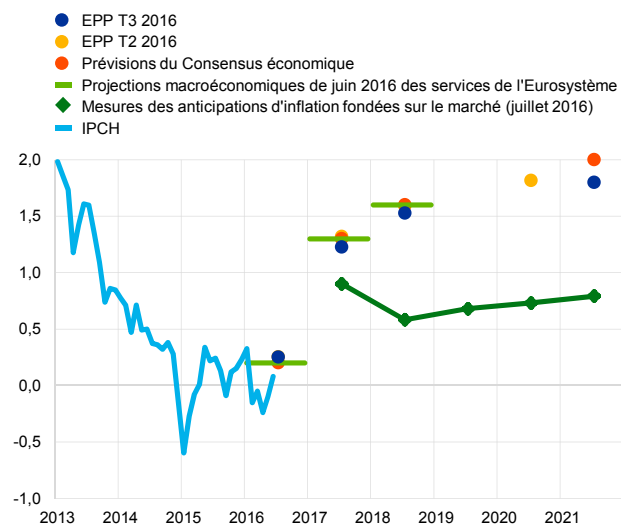
Les mesures des anticipations d'inflation à long terme extraites des instruments de marché se sont inscrites en fort recul et demeurent nettement inférieures aux mesures tirées d'enquêtes. Le taux d'inflation anticipé à cinq ans

dans cinq ans a diminué depuis début juin et atteint un nouveau point bas historique début juillet. Une grande part de ce recul est due à des facteurs techniques, une demande accrue d'actifs sûrs dans un contexte de détérioration du sentiment des marchés après le référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE ayant pesé sur les mesures de l'inflation fondées sur le marché. Si ces mesures sont susceptibles de se redresser avec l'amélioration du sentiment des marchés, la baisse peut toutefois aussi indiquer que les intervenants de marché considèrent comme peu probable une remontée prochaine de l'inflation. Dans le même temps, les marchés continuent de n'intégrer à leurs prix qu'un risque limité de déflation. Contrairement aux mesures extraites des instruments de marché, les mesures des anticipations d'inflation à long terme tirées d'enquêtes, telles que celles figurant dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) et dans les enquêtes du Consensus économique, ont été plus stables (cf. graphique 8). D'après les résultats de l'enquête de la BCE de juillet 2016, l'estimation ponctuelle moyenne pour l'inflation à un horizon de cinq ans était de 1,8 %, sans changement par rapport à la précédente enquête¹.

Graphique 8

Les mesures des anticipations d'inflation tirées d'enquêtes

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), Thomson Reuters, Consensus économique, projections macroéconomiques de juin 2016 établies par les services de l'Eurosystème et calculs de la BCE.
Notes : Les données effectives de l'IPCH sont incluses jusqu'en juin 2016. Les données du Consensus économique sont tirées des prévisions publiées en juin 2016. Les mesures des anticipations d'inflation tirées des marchés sont calculées à partir des swaps zéro coupon indexés sur l'IPCH hors tabac de la zone euro ; les dernières observations se rapportent au 19 juillet 2016.

Sur la base des cours actuels des contrats à terme sur l'énergie, les taux d'inflation devraient rester bas, voire légèrement négatifs, au cours des prochains mois, avant de se redresser plus tard en 2016, principalement en raison d'effets de base.

Par la suite, les taux d'inflation devraient se redresser davantage en 2017 et en 2018, soutenus par les mesures de politique monétaire de la BCE et par la reprise économique attendue. Le résultat du référendum au Royaume-Uni a accru le niveau d'incertitude entourant les perspectives d'inflation.

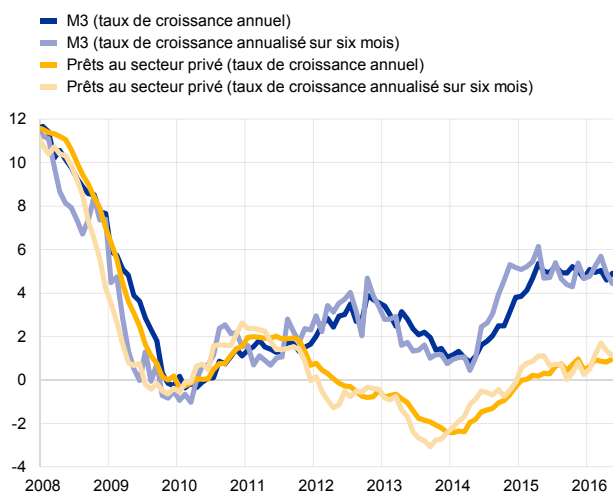
S'agissant de l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel, la progression annuelle de l'indicateur de ces prix établi par la BCE pour la zone euro a continué de se redresser. Au premier trimestre 2016, le taux de variation annuel des prix de l'immobilier résidentiel était de 2,9 %, contre 2,2 % au quatrième trimestre 2015 et 1,6 % au troisième trimestre. La poursuite de l'accentuation de la croissance de ces prix au premier trimestre 2016 a été relativement généralisée, la majorité des pays de la zone euro ayant enregistré soit une croissance plus soutenue, soit un recul moins prononcé par rapport au trimestre précédent.

¹ Cf. https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/shared/files/reports/spfreport2016_Q3.en.pdf

La croissance de la monnaie au sens large est demeurée robuste. Le taux de croissance annuel de M3, qui s'est inscrit en hausse à 4,9 % en mai 2016, oscille autour de 5,0 % depuis mars 2015 (cf. graphique 9). La croissance de la monnaie au sens large a de nouveau été soutenue par les composantes les plus liquides. Ces derniers mois, M1 a montré des signes de ralentissement, son taux de croissance annuel continuant de fléchir, tout en demeurant à un niveau élevé en mai.

Graphique 9
M3 et prêts au secteur privé

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



Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à mai 2016.

Les sources internes de la création monétaire ont été le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large.

Cette évolution s'explique en partie par les mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE. Du point de vue des contreparties, les achats d'obligations réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) et les arbitrages au détriment des engagements financiers à long terme ont été les principales sources de création monétaire en mai. Le rythme annuel de variation des engagements financiers à long terme (hors capital et réserves) des institutions financières monétaires (IFM) est demeuré très négatif en mai 2016. Cette évolution reflète le profil plat de la courbe des rendements, en liaison avec les mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE, ce qui a réduit l'intérêt, pour les investisseurs, de détenir des passifs bancaires à long terme. L'attrait des opérations de refinancement à plus

long terme ciblées (TLTRO) comme alternative à un financement à long terme des banques sur les marchés a également joué un rôle. Dans ce contexte, le montant alloué en juin 2016 lors de la première opération de la deuxième série de TLTRO (TLTRO II) a été de 399 milliards d'euros, soit légèrement au-dessous des anticipations des marchés. En outre, le redressement progressif de la croissance des concours au secteur privé a contribué à accroître la création monétaire. La position extérieure nette du secteur des IFM continue de peser sur la croissance annuelle de M3. Cette évolution continue de refléter des sorties de capitaux de la zone euro ainsi que le rééquilibrage en cours des portefeuilles au profit d'instruments hors zone euro (notamment les cessions d'emprunts publics de la zone euro effectuées par les non-résidents dans le cadre du PSPP).

La dynamique des prêts est restée sur la voie d'un redressement progressif.

Le taux de croissance annuel des prêts consentis par les IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions et de la titrisation) s'est accentué en mai (cf. graphique 9). Si le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières (SNF) s'est encore redressé en mai, celui des prêts aux ménages est demeuré globalement stable depuis février 2016. Ces tendances ont concerné l'ensemble de la zone euro et ont été favorisées par la forte baisse des taux des

prêts bancaires observée depuis l'été 2014 (notamment sous l'effet des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE) ainsi que par l'augmentation de l'offre et de la demande de prêts bancaires. En dépit de ces signes positifs, l'assainissement en cours des bilans bancaires et la persistance d'importants montants de créances douteuses dans certains pays continuent de freiner la croissance des prêts.

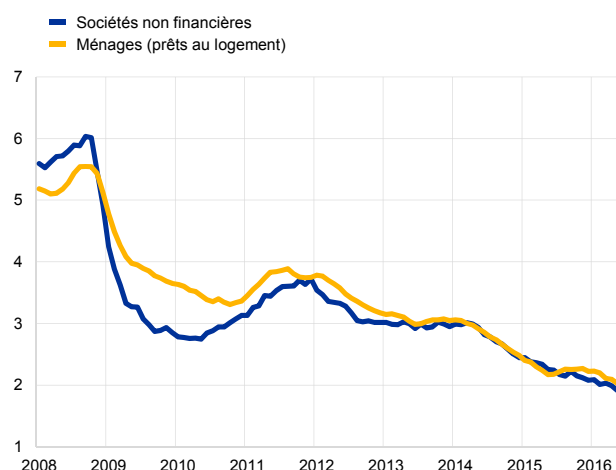
L'enquête de juillet 2016 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro indique que le redressement de la croissance des prêts s'explique par une hausse de la demande et par une amélioration de l'offre de crédit (cf. l'enquête à l'adresse

<https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). Au deuxième trimestre 2016, la demande de prêts a encore augmenté pour toutes les catégories de prêts. Dans le même temps, les conditions d'attribution des prêts aux entreprises et aux ménages ont continué de s'améliorer. La pression concurrentielle est restée le principal facteur à l'origine de l'assouplissement des critères utilisés par les banques pour l'attribution de prêts aux entreprises. Les banques ont de nouveau indiqué que les principaux effets des TLTRO sur l'offre de crédit se traduisaient par un assouplissement des modalités et conditions attachées aux prêts, plutôt que par une modification des critères d'octroi.

Graphique 10

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

(en pourcentage annuel)



Source : BCE.

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

Les taux des prêts bancaires au secteur privé ont atteint un nouveau point bas historique en mai.

Les taux d'intérêt composites des prêts consentis aux SNF et aux ménages ont enregistré un recul beaucoup plus marqué que les taux de référence du marché depuis juin 2014 (cf. graphique 10). L'atténuation de la fragmentation des marchés financiers de la zone euro et la meilleure répercussion des mesures de politique monétaire sur les taux débiteurs des banques ont joué un rôle positif à cet égard. En outre, la baisse des coûts composites du financement des banques a favorisé le recul des taux débiteurs composites. Depuis juin 2014, les banques ont progressivement répercuté la baisse de leurs coûts de financement sous la forme d'une réduction de leurs taux débiteurs. De plus, le tirage important lors de la première TLTRO II implique une forte baisse des coûts de financement des banques, qui peut être répercutée aux emprunteurs finaux dans l'économie. Entre mai 2014 et mai 2016, les taux d'intérêt composites des prêts consentis aux SNF et aux ménages de la zone euro ont fléchi de quelque 100

et 90 points de base respectivement ; dans les pays vulnérables de la zone euro, ces taux ont enregistré des baisses particulièrement importantes. Au cours de la même période, l'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de très faible montant (inférieur ou égal à 250 000 euros) et ceux des prêts de montant élevé (supérieur à 1 million) dans la zone euro s'est inscrit en baisse. D'une manière

générale, cette évolution indique que les PME profitent davantage que les grandes entreprises de la baisse des taux débiteurs.

Les émissions nettes de titres de créance par les SNF de la zone euro se sont renforcées en avril et en mai 2016, après avoir déjà fortement augmenté en mars. Le renforcement en avril et en mai a été favorisé, entre autres, par le train de mesures de politique monétaire annoncé par la BCE en mars et a concerné l'ensemble des pays, tandis que la progression de mars s'expliquait par deux opérations importantes. Les données de marché montrent que l'émission d'obligations d'entreprises s'est fortement ralentie durant la deuxième quinzaine de juin, très vraisemblablement en liaison avec les préoccupations suscitées par le référendum sur la participation du Royaume-Uni à l'UE, avant de se renforcer de nouveau durant la première quinzaine de juillet. Les émissions nettes d'actions cotées par les SNF sont demeurées relativement faibles ces derniers mois. (cf. l'encadré 5 relatif au rôle croissant des non-banques dans l'apport d'un nouveau financement aux SNF de la zone euro depuis 2008).

Les coûts de financement des SNF de la zone euro demeurent favorables. Le coût nominal global du financement externe pour les SNF de la zone euro est demeuré pratiquement inchangé, au niveau historiquement bas atteint en avril 2016, masquant des évolutions contrastées selon les instruments financiers. Le coût du financement par émission d'actions a légèrement augmenté en mai et en juin avant de diminuer en juillet, suivant l'évolution des cours des actions. En revanche, le coût du financement par endettement de marché a poursuivi sa baisse au cours de la période allant de mai à juillet, sous l'effet des dernières mesures de politique monétaire de la BCE et de la baisse des rendements à l'échelle mondiale.

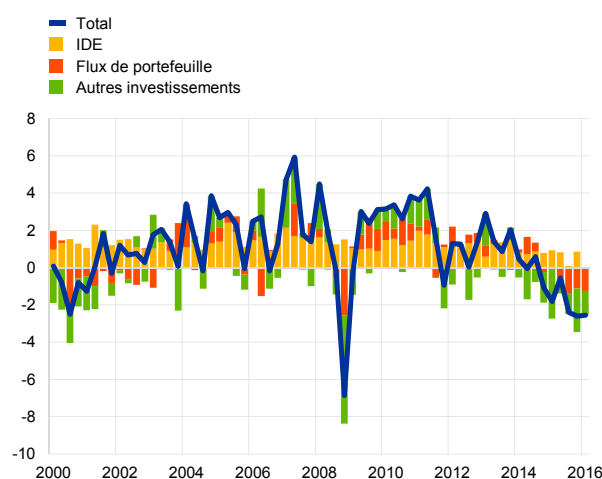
Encadré 1

Évolutions récentes des flux de capitaux à destination des économies de marché émergentes

Graphique A

Entrées nettes de capitaux dans les EME

(en pourcentages du PIB nominal)



Sources : Haver Analytics, FMI et calculs de la BCE.

Notes : Les entrées nettes de capitaux sont définies comme la somme des investissements directs étrangers (IDE) nets, des flux nets de portefeuille et des autres investissements nets. Agrégation en utilisant les pondérations du PIB sur la base des parités de pouvoir d'achat (PPA).

Les entrées nettes de capitaux dans les principales économies de marché émergentes (EME) sont orientées à la baisse depuis 2011 et sont demeurées négatives depuis le quatrième trimestre 2014².

Les entrées nettes de capitaux dans les EME se sont redressées rapidement après la crise financière mondiale. Ce rebond s'est toutefois inversé en 2011 et les entrées nettes de capitaux ont depuis lors suivi une tendance baissière (cf. graphique A). En outre, après une modeste reprise en 2013, les entrées nettes de capitaux dans les EME ont à nouveau baissé et sont demeurées négatives sur les six derniers trimestres. Il s'agit de la plus longue période de sorties nettes de capitaux ininterrompues des EME depuis 2001. Cette inversion semble concerner l'ensemble des catégories d'investissements.

En particulier, les investissements directs

étrangers, qui sont la composante la plus stable du compte financier, sont restés inférieurs à leur moyenne de long terme (T1 2000-T1 2016) durant ces deux dernières années.

La diminution des entrées nettes de capitaux dans les EME s'est aussi en partie reflétée dans un affaiblissement graduel et généralisé des devises de ces économies.

Les devises des EME ont été orientées à la baisse de 2011 à 2015. L'affaiblissement a été particulièrement prononcé entre mi-2014 et fin 2015, au moment où le dollar américain a commencé à se renforcer dans un contexte d'accroissement progressif des anticipations par le marché d'un durcissement de la politique monétaire américaine. Depuis début 2016, les devises des EME ont commencé à combler une partie de leurs pertes.

² Le présent encadré porte essentiellement sur les entrées nettes de capitaux privés dans un groupe de grandes EME constitué de l'Argentine, du Brésil, du Chili, de la Chine, de la Colombie, de l'Inde, de l'Indonésie, de la Malaisie, du Mexique, de la Russie, de l'Afrique du Sud, de la Corée du Sud, de Taiwan, de la Thaïlande, de la Turquie et du Venezuela. Hong-Kong et Singapour sont exclus de cette analyse en raison de leur nature particulière de centres financiers mondiaux. Les flux sont définis comme la somme des investissements directs étrangers, des flux de portefeuille et des autres investissements et ne comprennent pas les variations des réserves de change.

À partir d'un cadre « *push-pull* » (impulsion-attraction)³ classique, on utilise un modèle simple pour identifier, au niveau agrégé, les déterminants potentiels du ralentissement récent des entrées nettes de capitaux dans les EME (cf. graphique B).

Un modèle à équation unique relie les entrées nettes de capitaux agrégées des balances des paiements dans les EME (mesurées en pourcentage du PIB) à l'attractivité relative de la situation économique domestique (mesurée par le différentiel de croissance du PIB en volume entre les EME et les économies avancées, respectivement, et par les écarts de taux d'intérêt) et aux modifications des conditions mondiales, notamment l'aversion pour le risque au niveau mondial (mesurée par l'indice VIX), les variations des prix du pétrole et une mesure des anticipations relatives à la politique monétaire des États-Unis.

Les résultats du modèle suggèrent qu'une réduction du différentiel de croissance entre les EME et les économies avancées a été un déterminant essentiel des sorties nettes de capitaux des EME ces dernières années.

Depuis 2010, la croissance dans les grandes EME a suivi une tendance baissière, sous l'effet d'une détérioration de l'environnement extérieur et de facteurs domestiques structurels (cf. graphique C)⁴. Dans le même temps, la croissance dans les économies avancées s'est stabilisée depuis 2013. Cela s'est traduit par une réduction du différentiel de croissance entre les EME et les économies avancées, rendant les EME moins attractives pour les investissements étrangers. De plus, une faible croissance ou des récessions dans certaines EME pourraient avoir stimulé les sorties brutes de capitaux. Le différentiel de croissance trimestrielle moyen a diminué, revenant de 1,2 point de pourcentage au cours de la période antérieure à la crise (2001-2007) à 0,9 point de pourcentage de 2010 à 2015 et à 0,7 point de pourcentage au cours des deux dernières années.

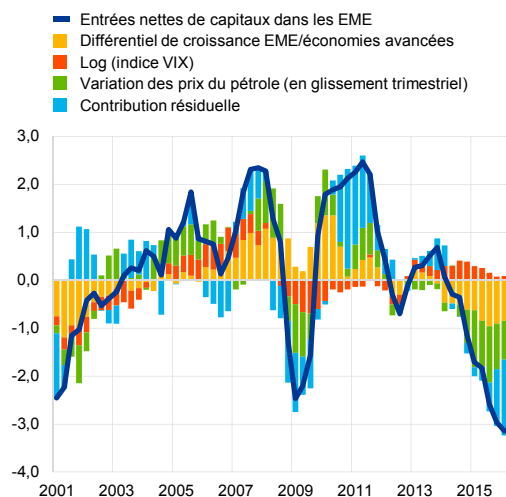
³ Un cadre « *push-pull* » établit une distinction entre deux types de facteurs déterminant les entrées nettes de capitaux dans une économie. Les facteurs qui déterminent l'attractivité de l'économie nationale pour les investisseurs – les facteurs d'attraction – comprennent la croissance économique, le risque attaché au pays ou les rendements des investissements. Les facteurs internationaux d'impulsion déterminent les décisions d'investissement à l'étranger des investisseurs étrangers et comprennent l'aversion pour le risque au niveau mondial et la croissance et les taux d'intérêt des économies étrangères. Cf. R. Koepke, *What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature*, IIF Working Paper, Institute of International Finance, 2015.

⁴ Cf. l'article intitulé *Le ralentissement des économies de marché émergentes et ses conséquences pour l'économie mondiale* du *Bulletin économique*, numéro 3, BCE, 2016.

Graphique B

Contributions fondées sur un modèle aux entrées nettes de capitaux dans les EME

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



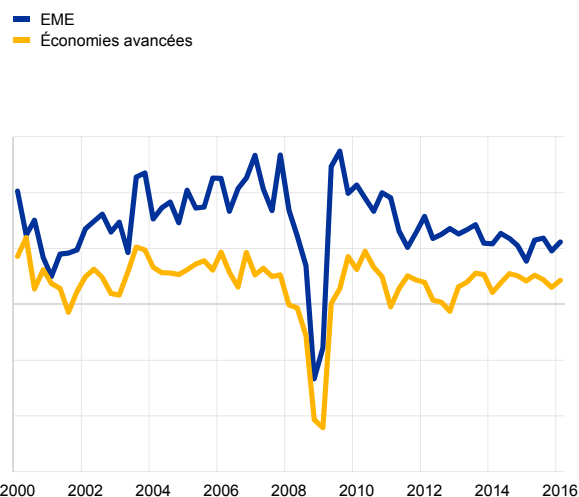
Sources : Datastream, Haver Analytics, FMI et calculs de la BCE.

Notes : Cf. la note de bas de page 1 de cet encadré pour l'échantillon de pays. La période d'échantillonnage est comprise entre 2000 T1 et 2016 T1. Tous les agrégats sont calculés à partir des pondérations du PIB établies sur la base des PPA. Le différentiel de croissance est calculé par rapport à une agrégation d'économies avancées (cf. les notes du graphique C concernant l'échantillon de pays). Le différentiel de taux d'intérêt et les anticipations relatives à la politique monétaire américaine ne sont pas statistiquement significatifs dans la régression ; en conséquence, le graphique repose sur le modèle excluant ces variables (les contributions des autres facteurs restent pratiquement inchangées). Pour traiter le problème d'endogénéité, on utilise des différentiels de croissance retardés.

Graphique C

Croissance du PIB en volume dans les EME et les économies avancées

(variations trimestrielles en pourcentage)



Sources : Haver Analytics, FMI et calculs de la BCE.

Notes : Cf. la note de bas de page 1 de cet encadré pour l'échantillon de pays. Agrégation en utilisant les pondérations du PIB sur la base des PPA. Les économies avancées sont l'Australie, le Canada, le Danemark, la zone euro, le Japon, la Norvège, la Suède, la Suisse, le Royaume-Uni et les États-Unis. La dernière observation se rapporte à 2016 T1.

En outre, les flux de capitaux à destination des EME ont été fortement affectés par des facteurs externes comme l'aversion pour le risque au niveau mondial et les variations des prix du pétrole. Les résultats du modèle montrent que les entrées nettes de capitaux réagissent à l'aversion pour le risque au niveau mondial, ce qui est cohérent avec les données empiriques présentes dans la littérature⁵. De plus, la récente période de sorties nettes de capitaux provenant des EME semble avoir été fortement déterminée par la baisse des prix du pétrole qui a débuté en 2014. Les baisses des prix du pétrole affectent directement les conditions économiques et de financement des exportateurs de matières premières. Toutefois, les variations des cours du pétrole sont aussi positivement corrélées aux entrées nettes de capitaux dans les pays importateurs de matières premières. Cela pourrait être lié au fait que les prix du pétrole reflètent en partie les conditions de la demande mondiale et par conséquent le revenu mondial⁶. En particulier, tandis que la phase initiale de recul des prix du pétrole à compter de mi-2014 s'expliquait

⁵ Koepke (2015), *op. cit.*

⁶ Cf. S. Ahmed, S. Curcuru, F. Warnock et A. Zlate, *The Two Components of International Portfolio Flows*, 2015. Les auteurs montrent que (pour les flux de portefeuille), à côté des flux résultant de décisions de réaménagement des portefeuilles, les flux attribuables à une épargne nouvelle (effet revenu) sont une part importante des flux de portefeuille totaux.

essentiellement par l'offre, la baisse intervenue entre l'automne 2015 et janvier 2016 est considérée comme ayant été davantage liée à la demande⁷.

Le processus de normalisation de la politique monétaire américaine a attiré l'attention sur le rôle des anticipations relatives à la trajectoire future des taux directeurs aux États-Unis dans la détermination des entrées de capitaux dans les EME. Les évolutions ordonnées observées sur les marchés financiers en décembre 2015, avec la pleine intégration de la hausse des taux directeurs américains par les marchés, par rapport à l'épisode de réduction progressive des mesures d'assouplissement quantitatif (*taper tantrum*) de 2013, ont souligné l'importance des anticipations relatives à la politique monétaire américaine pour les évolutions des marchés financiers mondiaux. En utilisant plusieurs approximations des anticipations relatives à la politique monétaire américaine, on ne constate pas d'effet significatif de ces anticipations sur les flux nets de capitaux agrégés à destination des EME⁸. Toutefois, ces anticipations semblent jouer un rôle plus important en tant que déterminant des flux de portefeuille analysés à des fréquences élevées⁹. Le rôle des écarts de taux d'intérêt entre les EME et les économies avancées n'est pas non plus clairement représenté dans la formulation spécifique du modèle ; toutefois, leurs effets apparaissent significatifs dans d'autres études plus détaillées¹⁰.

Globalement, les différentiels de croissance économique entre les EME et les économies avancées restent un facteur déterminant des entrées nettes de capitaux dans les EME. Cela souligne la nécessité de politiques économiques nationales saines dans les EME, visant à pallier les différentes vulnérabilités et à soutenir la croissance économique, notamment dans le contexte des perspectives de ralentissement de la croissance économique mondiale.

⁷ Cf. l'encadré intitulé *Conséquences pour l'activité mondiale du bas niveau des prix du pétrole* du *Bulletin économique*, numéro 4, BCE, 2016.

⁸ D'autres spécifications sont testées, notamment les rendements des obligations du Trésor américain à dix ans, la différence entre ces rendements et les taux à trois mois du marché monétaire et les contrats à terme sur l'Eurodollar.

⁹ Cf., par exemple, T. Dahlhaus et G. Vasishtha, *The Impact of U.S. Monetary Policy Normalization on Capital Flows to Emerging-Market Economies*, Document de travail du personnel 2014-53 (Anglais), Banque du Canada, 2014. Les auteurs constatent un effet économique statistiquement significatif, mais faible, du choc de normalisation de la politique monétaire sur les flux mensuels de portefeuille à destination des EME. Une analyse récente du FMI (*Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2016, chapitre 2) aboutit à un résultat similaire pour une fréquence hebdomadaire et une période d'échantillonnage commençant en 2013.

¹⁰ Une spécification standard est testée en utilisant le différentiel de taux directeur par rapport aux économies avancées ainsi qu'une variante, en utilisant un différentiel de rendement des emprunts publics à deux ans, pour rendre compte plus précisément des évolutions récentes de la politique monétaire dans les économies avancées. Les résultats du modèle ne montrent pas une incidence statistiquement significative des écarts de taux d'intérêt entre EME et économies avancées sur les entrées nettes de capitaux dans les EME. Cela pourrait être lié au niveau d'agrégation de la variable dépendante, qui ne permet pas de tenir compte de l'hétérogénéité des taux d'intérêt et des profils de risques dans les différents pays. D'autres études emploient souvent une méthodologie s'appuyant sur des données de panel, qui permet de tenir compte des effets spécifiques à chaque pays. Cf., par exemple, S. Ahmed et A. Zlate, *Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World?*, International Finance Discussion Papers, n° 1081, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, 2013.

Encadré 2

Le marché des obligations d'entreprises et le programme d'achats de titres du secteur des entreprises de la BCE

Le 8 juin 2016 ont débuté les achats réalisés par l'Eurosystème dans le cadre de son nouveau programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). Le CSPP a été annoncé par le Conseil des gouverneurs de la BCE à l'issue de sa réunion du 10 mars et vise à renforcer encore la transmission des achats d'actifs effectués par l'Eurosystème aux conditions de financement de l'économie réelle. Le CSPP s'inscrit dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme* – APP) de l'Eurosystème¹¹, en vertu duquel les achats devraient se poursuivre jusqu'à fin mars 2017, ou au-delà si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif de taux d'inflation inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Le présent encadré décrit le CSPP et analyse son incidence initiale sur le marché des obligations émises par les entreprises.

Dans le cadre du CSPP, l'Eurosystème fait l'acquisition de titres émis par des sociétés non bancaires, aussi bien sur le marché primaire que sur le marché secondaire. L'éligibilité de ces titres en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème est une condition nécessaire de leur éligibilité au CSPP. En particulier, ils devront avoir la meilleure note d'évaluation du crédit correspondant au minimum à l'échelon 3 de qualité du crédit (qualité *investment grade*), attribuée par un organisme externe d'évaluation du crédit conformément au dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème. En outre, les titres doivent être libellés en euros ; ils doivent avoir une échéance résiduelle minimale de six mois et maximale de 30 ans au moment de l'achat ; ils doivent être émis par une société établie dans la zone euro ; et les titres émis par les établissements de crédit ne sont pas éligibles à l'achat. L'Eurosystème fixe la limite de la part d'émission à 70 % par titre¹².

Entre le début des achats au titre du CSPP, le 8 juin 2016, et le 15 juillet, l'Eurosystème a fait l'acquisition d'obligations émises par des sociétés non bancaires pour un montant de 10,4 milliards d'euros¹³. 7 % des achats ont été réalisés sur le marché primaire et 93 % sur le marché secondaire. Le volume des

¹¹ L'APP recouvre également le programme d'achats de titres adossés à des actifs (*asset-backed securities purchase programme* – ABSPP), le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (*covered bond purchase programme* – CBPP3) et le programme d'achats de titres du secteur public (*public sector purchase programme* – PSPP).

¹² Toutefois, dans des cas bien précis, une limite plus faible s'applique, par exemple pour les titres émis par des entreprises publiques, qui seront gérés conformément au traitement qui leur est appliqué dans le cadre du PSPP.

¹³ Toutes les données correspondent à des achats dont le règlement est intervenu le 15 juillet 2016 au plus tard et sont exprimées en valeur de marché.

achats est publié toutes les semaines, et leur ventilation entre le marché primaire et le marché secondaire l'est tous les mois sur le site internet de la BCE. Le marché des obligations d'entreprises est généralement moins liquide que celui des obligations d'État, l'encours des émissions d'obligations par les entreprises étant moins élevé que celui de la plupart des émissions d'obligations d'État ; par ailleurs, le marché est dominé par des investisseurs à long terme et les banques n'y jouent généralement pas le rôle de teneurs de marché exclusifs. Par conséquent, les émissions d'un montant inférieur à 10 millions d'euros constituent la plus grande partie des volumes négociés dans le cadre du CSPP (cf. graphique A) ; les transactions sont en général plus importantes sur le marché primaire que sur le marché secondaire. Les transactions moyennes réalisées au titre du CSPP sont globalement comparables à celles effectuées dans le cadre du CBPP3 et moins élevées que celles relatives au CSPP. De même, le marché des pensions des obligations d'entreprises tend à être moins liquide que celui des pensions sur obligations d'État. Depuis le 18 juillet, afin de soutenir la liquidité de marché, les portefeuilles d'obligations détenus par l'Eurosystème au titre du CSPP peuvent faire l'objet de prêts de titres de la part des banques centrales nationales participant aux achats.

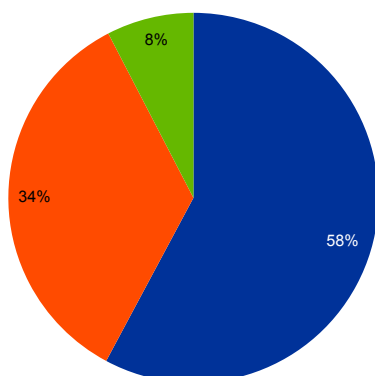
Les achats réalisés dans le cadre du CSPP sont bien répartis sur l'ensemble des notations, des secteurs, des pays et des émetteurs. Compte tenu du nombre élevé d'entreprises émettrices éligibles, les achats ont jusqu'à présent été répartis sur 458 obligations différentes, émises par 175 émetteurs différents. Les rendements de ces obligations sont compris entre – 0,3 % environ et plus de 3 %, 20 % seulement des achats étant faits à un rendement négatif, supérieur au taux de la facilité de dépôt de la BCE (– 0,4 %). Les notations des obligations vont de AA à BBB-, et la répartition des achats reflète globalement la répartition des notations de l'ensemble des obligations éligibles. Les achats sont bien diversifiés entre de nombreux secteurs économiques (cf. graphique B) et entre les pays de la zone euro où il existe un gisement d'obligations à acheter.

Graphique A

Montants des achats effectués dans le cadre du CSPP

(parts en pourcentage)

- Moins de 10 millions d'euros
- Entre 10 et 50 millions d'euros
- Plus de 50 millions d'euros



Source : BCE.

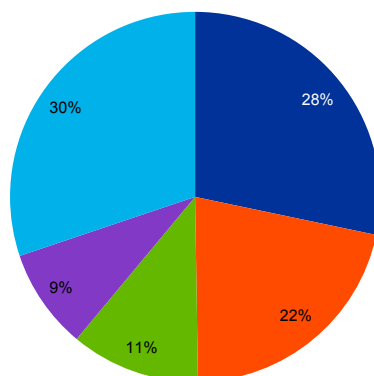
Note : Achats effectués sur le marché secondaire.

Graphique B

Distribution sectorielle des achats

(parts en pourcentage)

- Biens de consommation
- Services collectifs
- Communication
- Industrie
- Autres



Sources : Bloomberg et BCE.

Note : Sur la base de la classification par secteurs de Bloomberg.

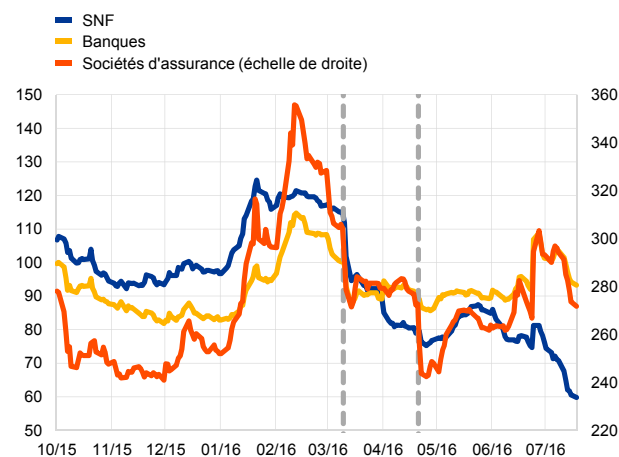
L'annonce du CSPP, le 10 mars, a été suivie d'une forte réduction de l'écart entre le rendement des obligations émises par les sociétés non financières (SNF) et le taux sans risque. Les écarts de rendement des obligations émises par

les SNF ont fortement diminué le jour de l'annonce et cette baisse s'est poursuivie par la suite, interrompue uniquement par des accès temporaires de volatilité en mai et en juin liés au référendum sur la participation du Royaume-Uni à l'Union européenne (cf. graphique C). Lorsque l'éligibilité des sociétés d'assurance au CSPP a été confirmée, le 21 avril, les écarts de rendement des obligations émises par ces sociétés ont également enregistré une forte contraction. L'évolution, par la suite, des écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises est liée, dans une certaine mesure, à l'incertitude engendrée par le référendum au Royaume-Uni.

Graphique C

Écarts de rendement des obligations bien notées (*investment grade*) du secteur des entreprises

(en points de base)



Sources : Markit et Bloomberg.

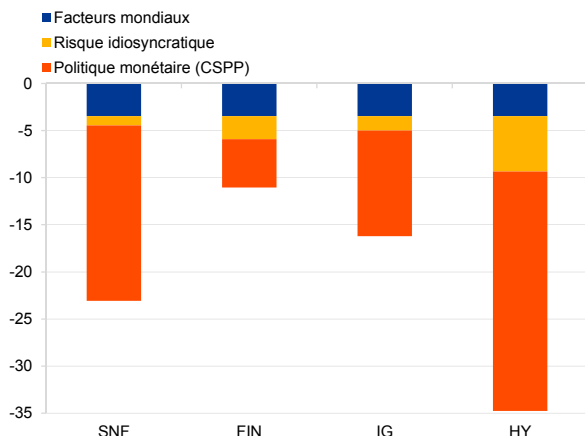
Notes : Les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises sont mesurés par des écarts de taux de swaps sur actifs. Les lignes verticales indiquent les réunions du Conseil des gouverneurs, les 10 mars et 21 avril. Les indices contiennent également des obligations subordonnées. La dernière observation se rapporte au 18 juillet 2016.

L'analyse économétrique montre que l'annonce du CSPP explique en grande partie le resserrement des écarts de rendement des obligations d'entreprises constaté en mars 2016 dans la zone euro. Conformément à la pratique courante dans la littérature, l'impact de l'annonce du CSPP est évalué selon l'approche des études d'événements portant plus particulièrement sur la période de deux semaines consécutive à l'annonce. L'analyse empirique montre que les décisions de politique monétaire annoncées en mars, dont le lancement du CSPP, la réduction par la BCE du taux de la facilité de dépôt et la nouvelle série de quatre opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II) ont amélioré les conditions de financement externe des entreprises. Il est très probablement impossible de fournir des estimations précises de l'impact de ces mesures. Toutefois, l'analyse en particulier de l'écart entre le rendement de chaque obligation émise par les entreprises et le taux sans risque de même échéance peut permettre d'identifier plus directement les effets du CSPP.

Graphique D

Contribution à la variation des écarts de rendement des obligations d'entreprises au cours des deux semaines suivant l'annonce du CSPP

(en points de base)



Sources : Merrill Lynch et calculs de la BCE.

Notes : Les écarts de rendement des obligations d'entreprises sont mesurés par des écarts de taux de swaps sur actifs. SNF correspond aux obligations émises par les sociétés non financières ; FIN aux obligations émises par le secteur financier ; IG aux obligations bien notées ; HY aux obligations à rendement élevé de moins bonne qualité (*non-investment grade*). Pour de plus amples détails concernant l'approche utilisée pour obtenir ces résultats, cf. la note de bas de page n° 5 et R. A. De Santis, *Credit spreads, economic activity and fragmentation*, Working Paper Series, n° 1930, BCE, juillet 2016. La dernière observation se rapporte au 24 mars 2016.

L'analyse de panel par séries chronologiques des déterminants des écarts de rendement des obligations d'entreprises, estimés pour la période allant d'octobre 1999 à mars 2016, montre que, pour la période du 10 au 24 mars, la baisse de 16 points de base au total des écarts de rendement des obligations bien notées (*investment grade*) émises par les entreprises de la zone euro est imputable, pour 11 points de base, aux mesures de politique monétaire annoncées en mars, et plus particulièrement au lancement du CSPP (cf. graphique D)¹⁴.

La plupart de ces obligations sont éligibles aux achats dans le cadre du CSPP. Toutefois, la même analyse fait également ressortir un impact notable sur les compartiments du marché des obligations des entreprises dominés par des obligations non éligibles. En particulier, elle indique un impact de 25 points de base sur les obligations à haut rendement, c'est-à-dire assorties d'une notation inférieure à *investment grade*, et un impact de 5 points de base sur les obligations émises par les institutions financières, qui recouvrent à la fois les obligations bancaires non éligibles et les obligations éligibles émises par les sociétés d'assurance. Les éléments mettant en

évidence une diminution des écarts de rendement des obligations d'entreprises en raison du CSPP sont corroborés par la forte réduction des écarts de rendement des obligations émises par les sociétés d'assurance, lorsque leur éligibilité a été confirmée le 21 avril (cf. graphique C).

Les émissions d'obligations d'entreprises libellées en euros ont augmenté après l'annonce du CSPP.

Si les émissions ont été modérées en début d'année dans un contexte de forte incertitude sur les marchés financiers, elles se sont néanmoins redressées de manière significative après l'annonce du CSPP. Les données provisoires (cf. graphique E) montrent que, au deuxième trimestre 2016, les émissions ont été très supérieures à la moyenne observée au cours des années précédentes. En outre, la part des nouvelles émissions d'obligations libellées en euros par rapport aux émissions toutes devises confondues réalisées par les entreprises de la zone euro a retrouvé un niveau analogue à celui enregistré par le passé, à savoir 70 % environ (cf. graphique F). Jusqu'à présent, les entreprises

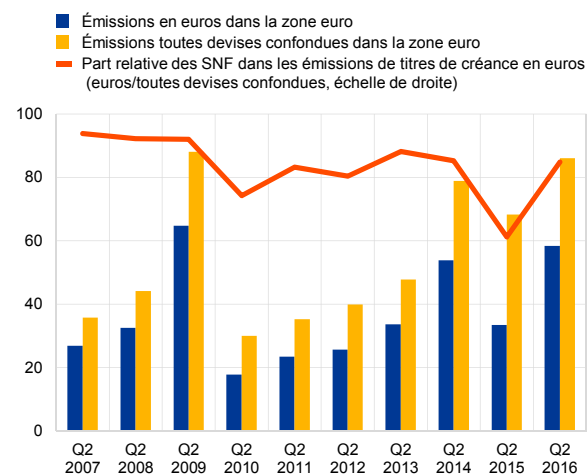
¹⁴ Ces résultats s'appuient sur une analyse des données de panel, dans laquelle les écarts de rendement de 4 750 obligations différentes du secteur des entreprises sont décomposés selon leurs facteurs déterminants par le biais d'une procédure en deux étapes. Premièrement, on distingue les risques idiosyncratiques attachés aux différentes obligations du facteur systématique ou agrégé qui a affecté de manière égale toutes les obligations des entreprises au cours de la période allant d'octobre 1999 à mars 2016. Deuxièmement, on examine les déterminants de cette composante systématique, c'est-à-dire les facteurs mondiaux, tels que les prix du pétrole et le VIX (indice de volatilité du *Chicago Board Options Exchange*) ainsi que la politique monétaire. Pour de plus amples détails concernant l'identification des risques idiosyncratiques et systématiques, cf. R. A. De Santis, *Credit spreads, economic activity and fragmentation*, Working Paper Series, n° 1930, BCE, juillet 2016.

étrangères dont le siège est établi en dehors de la zone euro n'ont pas accru leurs émissions d'obligations en euros.

Graphique E

Émissions de titres de créance par les SNF de la zone euro

(en milliards d'euros ; parts en pourcentage)



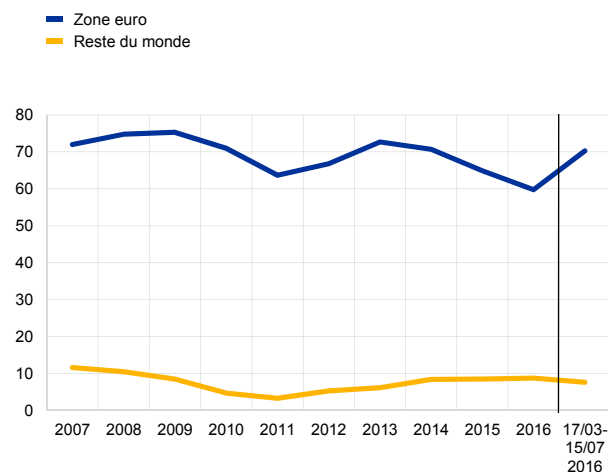
Sources : Dealogic et calculs de la BCE.

Notes : Les données recouvrent à la fois les obligations bien notées et celles de moins bonne qualité. « Émissions en euros » correspond aux nouvelles émissions libellées en euros des SNF dont le siège est établi dans la zone euro. « Émissions toutes devises confondues » correspond à l'ensemble des nouvelles émissions des SNF dont le siège est établi dans la zone euro.

Graphique F

Part des émissions de titres de créance par les SNF libellées en euros

(parts en pourcentage)



Sources : Dealogic et calculs de la BCE.

Notes : Les données recouvrent à la fois les obligations bien notées et celles de moins bonne qualité. « Zone euro » correspond aux nouvelles émissions libellées en euros par rapport au total des nouvelles émissions réalisées par les SNF dont le siège est établi dans la zone euro. « Reste du monde » correspond aux nouvelles émissions libellées en euros par rapport au total des nouvelles émissions réalisées par l'ensemble des SNF dont le siège est établi en dehors la zone euro. L'année 2016 recouvre les observations jusqu'au 15 juillet 2016. La période comprise entre le 17 mars et le 15 juillet 2016 ne tient pas compte d'une transaction de montant élevé (15 milliards d'euros) réalisée la deuxième semaine de mars 2016, qui avait été approuvée avant l'annonce du CSPP.

Encadré 3

Le lancement de la collecte statistique relative aux marchés monétaires

Des informations statistiques à haute fréquence sur l'activité des marchés monétaires sont nécessaires pour garantir une analyse étayée et une surveillance bien informée des mesures de politique monétaire tant conventionnelles que non conventionnelles et de leur mise en œuvre. Une connaissance approfondie de la dynamique des taux d'intérêt à court terme est un élément clé de la conduite de la politique monétaire, car elle offre une meilleure compréhension de son mécanisme de transmission, ainsi que de la stabilité financière et de la supervision microprudentielle. À cette fin, la BCE et l'Eurosystème ont identifié un besoin urgent de collecter très rapidement des données granulaires à haute fréquence concernant les opérations des marchés monétaires, dans un premier temps auprès des 52 plus grands établissements de crédit dans la zone euro. Ces données sont appelées séries statistiques relatives aux marchés monétaires (*money market statistical reporting [MMSR] dataset*).

Afin de répondre à ce besoin, la BCE a commencé le 1^{er} juillet 2016 à collecter des données statistiques concernant les opérations des marchés monétaires, sur la base du règlement BCE/2014/48 concernant les statistiques des marchés monétaires¹⁵. Le principal objectif de ces séries statistiques est de fournir rapidement (le lendemain de la conclusion de la transaction) à l'Eurosystème des données fréquentes (quotidiennes), exactes, et complètes concernant les opérations conclues par les établissements de crédit déclarants sur les marchés monétaires de l'euro, ce qui permettra d'améliorer le suivi de la transmission des décisions de politique monétaire aux marchés monétaires. Cela fournira également des informations très utiles quant au fonctionnement des marchés monétaires de l'euro, permettant ainsi une analyse approfondie de l'évolution des taux d'intérêt à court terme.

Cette nouvelle série de données granulaires recouvre quatre compartiments des marchés monétaires de la zone euro, à savoir les opérations non garanties, garanties, de swap de change, de swap au jour le jour (*overnight index swap – OIS*) libellées en euros. Le nouveau règlement requiert la déclaration quotidienne des informations opération par opération pour les opérations de prêt et emprunt non garanties et garanties en euros dont l'échéance est inférieure ou égale à un an. Toutes les opérations de swap de change dont l'échéance est inférieure ou égale à un an impliquant de l'euro et toutes les opérations de swap au jour au jour libellées en euros doivent également être déclarées. Les données détaillées relatives aux opérations devant être fournies incluent le volume, le taux, le

¹⁵ Cf. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX%3A32014R1333>

type de contrepartie et le type de garantie, ainsi que l'heure à laquelle l'opération a été conduite.

La population déclarante comprend actuellement un échantillon de 52 des établissements de crédit les plus importants de la zone euro sur la base de leur part de marché en termes de compartiments des marchés monétaires, qui remplissent les critères définis dans l'article 2.2 du règlement BCE/2014/48.

La BCE collecte les données déclarées par les institutions financières monétaires (IFM) les plus importantes de la zone euro, leur importance étant déterminée par comparaison du total de leurs principaux actifs figurant au bilan avec le total des principaux actifs au bilan de l'ensemble des IFM de la zone euro. Les agents déclarants déclarent à la BCN de l'État membre dans lequel ils résident, y compris pour toutes leurs succursales situées dans des États membres de l'UE et dans les pays de l'AELE, ou directement auprès de la BCE. Conformément au règlement BCE/2014/48, le Conseil des gouverneurs de la BCE pourra à l'avenir accroître le nombre des institutions déclarantes en fonction, par exemple, du poids des activités de l'IFM sur les marchés monétaires ainsi que de l'importance de celle-ci pour la stabilité et le fonctionnement du système financier.

Les données concernent les opérations conclues par les IFM avec d'autres IFM et avec d'autres types de contrepartie. À cet égard, la série de données est fondée sur les données opération par opération fournies par les agents déclarants concernant les opérations conduites avec d'autres IFM, d'autres intermédiaires financiers, des sociétés d'assurance, des fonds de pension, des banques centrales (à l'exception des opérations liées aux opérations d'appel d'offres et aux facilités permanentes de l'Eurosystème), des administrations publiques, ainsi qu'avec les sociétés non financières classées dans les contreparties «de gros» selon le Dispositif ratio de liquidité à court terme (*liquidity coverage ratio* – LCR) de Bâle III.

Avec le lancement des séries statistiques relatives aux marchés monétaires, plus de 35 000 enregistrements d'opérations sont désormais reçus quotidiennement en provenance des 52 établissements de crédit déclarants dans la zone euro. Afin de limiter l'incidence des problèmes de mise en route et de garantir une automatisation complète à compter du 1^{er} juillet 2016, les établissements de crédit ont commencé à envoyer des données le 1^{er} avril 2016. Cette période intermédiaire de trois mois a été jugée nécessaire pour régler avec précision le processus de déclaration avant que l'obligation légale entre en vigueur, le 1^{er} juillet.

Compte tenu de l'importance des volumes de données, de la fréquence quotidienne de la collecte et des délais imposés, un haut degré d'automatisation des flux de données entre les établissements de crédit déclarants et l'Eurosystème a été envisagé. À cette fin, l'Eurosystème a établi la taxonomie sous-jacente et le format de transmission de données sur la base de la norme ISO 20022. Un ensemble de quatre messages déclarants et un message de statut contenant des informations rétroactives a été approuvé par le groupe ISO d'évaluation des normes relatives aux titres (*ISO Securities Standards Evaluation Group*) en janvier 2016. Les messages seront utilisés pour les séries statistiques

relatives aux marchés monétaires de l'euro et la *Sterling Money Market Data collection* de la Banque d'Angleterre.

La BCE publiera des données agrégées dans les mois à venir. Ces données pourraient inclure des ventilations par fréquence et concentration de l'activité de marché par agent déclarant, ainsi qu'une analyse des variations de volumes et de taux dans le temps pour les différents compartiments de marché. Elles succéderont naturellement aux publications similaires telles que l'Enquête sur le marché monétaire, qui fournissait une vue d'ensemble des marchés monétaires sur une base annuelle. Elles serviront également de base à des publications telles que l'Enquête sur le marché monétaire de l'euro.

Encadré 4

Évolutions récentes de la construction dans la zone euro

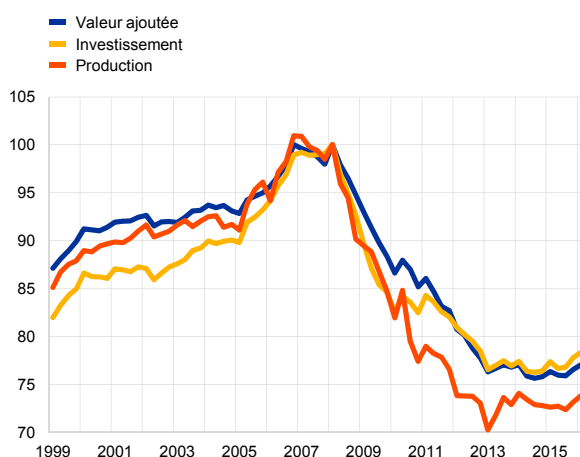
Cet encadré examine les facteurs à l'origine du redressement récent du secteur de la construction et évalue ses forces à la lumière d'indicateurs à court terme et dans le contexte plus large de la situation macroéconomique.

L'activité dans la construction s'est développée rapidement au cours de la période ayant précédé la crise financière et économique qui a commencé en 2008. La récession qui a suivi a été très prononcée dans ce secteur : entre le point haut et le point bas, la valeur ajoutée et l'emploi ont reculé d'environ 25 %, avec de grandes différences entre les pays¹⁶. Bien que la reprise économique dans la zone euro se soit amorcée en 2013, la construction n'a pas atteint son plancher avant 2015 et n'a commencé à afficher des signes de redressement qu'au cours des derniers trimestres (cf. graphique A).

Graphique A

Valeur ajoutée, investissement et production dans le secteur de la construction dans la zone euro

(indice : T1 2008 = 100 ; données trimestrielles ; corrigées des jours ouvrés et des variations saisonnières ; valeurs chaînées)

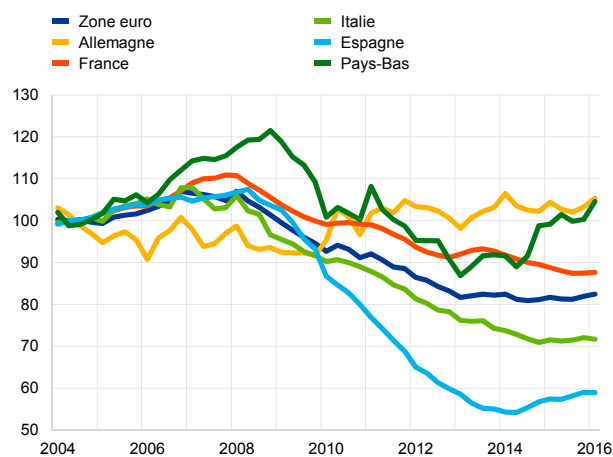


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Graphique B

Valeur ajoutée dans la construction dans la zone euro et dans les principaux pays de la zone euro

(indice : 2004 = 100 ; données trimestrielles ; corrigées des jours ouvrés et des variations saisonnières ; valeurs chaînées)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Parmi les principaux pays de la zone euro, l'Allemagne et les Pays-Bas sont ceux où la construction a été la plus résiliente depuis 2004 (cf. graphique B).

Avant et après la crise, la construction dans la plupart des principaux pays de la zone euro (à l'exception de l'Allemagne) a affiché un profil cyclique prononcé, en ligne avec les phases d'expansion et de récession du marché de l'immobilier.

¹⁶ Dans certains États membres, la baisse a atteint 75 % (Grèce et Chypre), alors que dans d'autres elle est restée modérée (par exemple, 2,5 % en Belgique et 7 % en Allemagne).

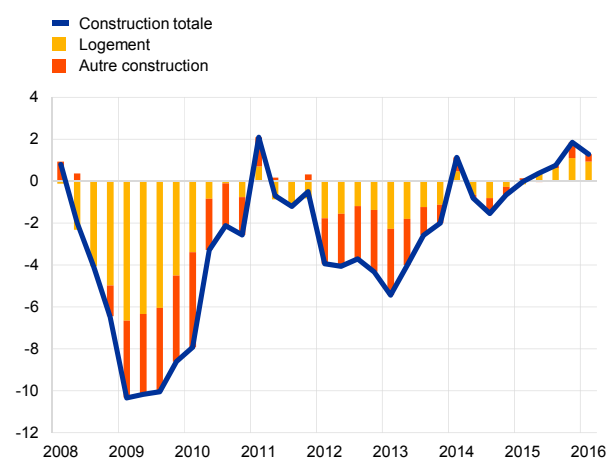
Entre 2004 et 2007, les plus importantes contributions positives à la construction dans la zone euro ont été apportées par la France, l'Italie, les Pays-Bas et l'Espagne, tandis qu'en Allemagne le secteur était beaucoup plus faible. Après 2008, la construction a reculé dans la plupart des grandes économies, à l'exception de l'Allemagne, où elle est demeurée relativement stable jusqu'en 2010. La valeur ajoutée et la production dans la construction ont commencé à se redresser après 2010 en Allemagne, sous l'effet d'une hausse de la demande de logements¹⁷, tandis qu'en Espagne et aux Pays-Bas, le secteur n'a commencé à progresser que début 2014.

La reprise la plus récente du secteur de la construction a concerné l'ensemble des pays. La production dans la construction a augmenté au dernier trimestre 2015 et au premier trimestre 2016 en Allemagne, en Espagne, aux Pays-Bas et dans plusieurs petits pays de la zone euro, tandis qu'elle s'est stabilisée en France et en Italie. De même, des hausses de la valeur ajoutée¹⁸ ont été enregistrées dans la plupart des pays de la zone euro au cours de ces deux trimestres.

Graphique C

Croissance de l'investissement dans la construction et contribution de l'investissement résidentiel et des autres investissements dans la construction

(taux de croissance annuel et contributions ; en pourcentage ; données trimestrielles ; corrigées des jours ouvrés et des variations saisonnières ; valeurs chaînées)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

L'amélioration de la production dans le secteur de la construction dans la zone euro est liée à l'investissement dans l'immobilier résidentiel.

Une ventilation de l'indicateur de la production mensuelle dans la construction montre que la construction de bâtiments¹⁹ s'est inscrite en forte hausse, tandis que le génie civil demeure faible. L'investissement dans la construction est donc alimenté par l'investissement résidentiel, qui a également atteint un point bas en 2015 et a commencé à progresser au cours des derniers trimestres (cf. graphique C).

Le redressement du marché de l'immobilier résidentiel est essentiellement lié à une demande plus élevée, qui devrait rester robuste.

Plusieurs facteurs soutiennent la demande d'investissement résidentiel. Premièrement, la croissance du revenu disponible réel a commencé à s'accélérer lorsque les marchés du travail se sont améliorés, les ménages étant plus disposés à investir lorsque la probabilité de devenir chômeur est moins élevée. Deuxièmement, les

taux réels des prêts hypothécaires ont baissé et les conditions de crédit ont été favorables, reflétant en partie les mesures de politique monétaire récemment mises en œuvre dans la zone euro. Troisièmement, les récentes mesures budgétaires,

¹⁷ Cf. également le *Rapport mensuel* de la *Deutsche Bundesbank*, octobre 2013.

¹⁸ La production et la valeur ajoutée dans la construction sont fortement corrélées, mais elles diffèrent à plusieurs égards. Cf. l'encadré intitulé *Une analyse approfondie des différences entre la valeur ajoutée brute industrielle et la production industrielle*, *Bulletin économique*, numéro 1, BCE, 2016, qui s'applique également au secteur de la construction.

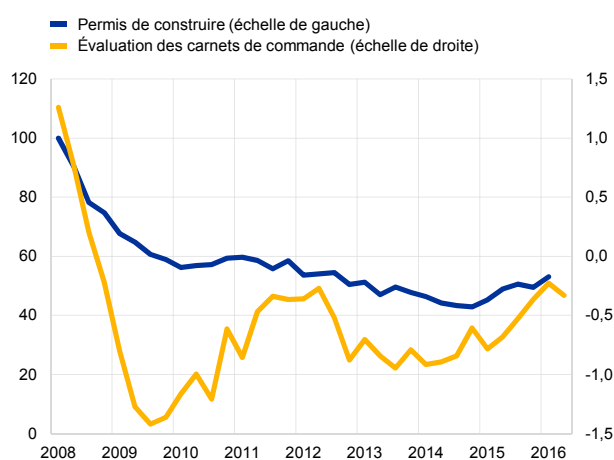
¹⁹ Selon la classification des types de construction, les bâtiments recouvrent les bâtiments résidentiels et non résidentiels. Toutefois, l'évolution de la production de bâtiments est fortement corrélée à celle de l'investissement résidentiel.

y compris les incitations fiscales dans plusieurs pays²⁰, soutiennent la demande de logement. Enfin, les rendements des formes alternatives d'investissement des ménages sont faibles, encourageant encore davantage l'investissement résidentiel. Ces facteurs devraient continuer de soutenir la demande de logements et la construction au cours des prochains trimestres.

Graphique D

Permis de construire accordés et évaluation par les entreprises du secteur de la construction de leurs carnets de commande dans la zone euro

(permis de construire : indice : T1 2008 = 100 ; évaluation des carnets de commande : indicateur du solde normalisé ; données trimestrielles ; corrigées des jours ouvrés et des variations saisonnières)



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

Note : Les permis de construire sont exprimés en mètres carrés de superficie utile.

Les indicateurs à court terme dressent un tableau légèrement contrasté des perspectives dans le secteur de la construction.

D'une part, le volume de permis de construire accordés suggère une augmentation de la construction de bâtiments au cours des prochains mois (cf. graphique D) et l'indicateur de confiance pour le secteur de la construction de l'enquête de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise est actuellement proche de sa moyenne de long terme. D'autre part, le premier trimestre de l'année peut avoir été influencé par les conditions météorologiques, il convient donc d'être prudent lors de l'analyse du niveau des données pour l'ensemble de l'année. Au premier trimestre 2016, la contribution la plus importante à la hausse de la valeur ajoutée dans la construction dans la zone euro a été celle de l'Allemagne. Cette forte hausse de l'activité dans le secteur de la construction en Allemagne est cependant probablement liée à la clémence des conditions météorologiques²¹. De fait, pour chacune des trois dernières années (y compris 2016), le premier

trimestre a été le plus solide (bien qu'en 2015, cela se soit traduit par une hausse de la valeur ajoutée et de l'investissement, mais pas de la production), mais a été suivi d'une baisse au deuxième trimestre, suggérant un lien avec les conditions météorologiques hivernales. De plus, après avoir fortement progressé en début d'année, l'indice des directeurs d'achat pour la production dans la construction a nettement décliné ces derniers mois, pour ressortir à un niveau indiquant globalement une atonie du secteur de la construction, et l'évaluation des carnets de commande a suivi la même trajectoire. En outre, la production mensuelle dans la construction a reculé en avril et en mai, signalant des risques pesant sur la solidité du redressement du secteur de la construction et de l'investissement résidentiel au deuxième trimestre 2016. Considérés ensemble, ces indicateurs à court terme vont dans le sens d'une correction de la forte croissance de l'activité dans la construction observée au cours des deux trimestres précédents.

²⁰ Des incitations fiscales en faveur de l'investissement dans l'immobilier résidentiel ont été introduites en Belgique, en Allemagne, en France, en Italie, à Malte, aux Pays-Bas, en Autriche et en Finlande.

²¹ Cf. également le *Rapport mensuel* de la *Deutsche Bundesbank*, mai 2016.

Encadré 5

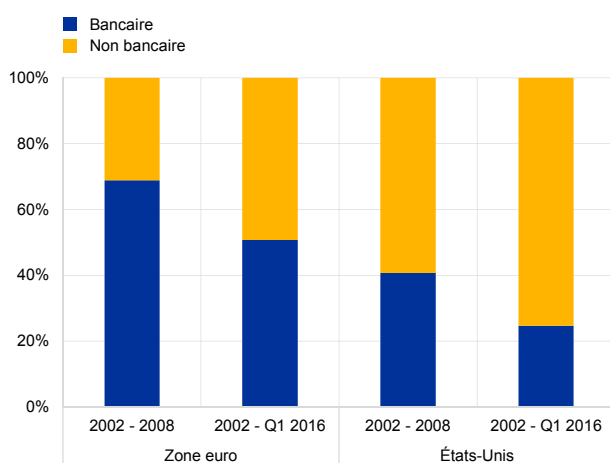
Évolutions de la structure de financement externe des sociétés non financières de la zone euro

La structure de financement des sociétés non financières (SNF) joue un rôle fondamental dans la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle et dans la résistance aux chocs du secteur des entreprises. Cet encadré analyse les modifications récentes de la structure de financement externe des SNF dans la zone euro, les facteurs pouvant être à l'origine de ces évolutions et les implications potentielles pour la transmission des mesures de politique monétaire.

Graphique A

Part du financement bancaire et non bancaire dans le financement total des SNF dans la zone euro et aux États-Unis

(transactions cumulées, en pourcentage)



Sources : BCE, Système fédéral de réserve.

Note : La dernière observation se rapporte au premier trimestre 2016.

Les sources de financement non bancaire sont devenues nettement plus importantes depuis le début de la crise.

Traditionnellement, les entreprises de la zone euro recourent principalement aux prêts bancaires pour financer leurs besoins en FBCF et en fonds de roulement. En termes de transactions cumulées, entre 2002 et 2008, la part du financement bancaire dans le total du financement des SNF s'est établie à 70 % environ (cf. graphique A). Elle a toutefois diminué entre 2002 et début 2016, pour ressortir à 50 %, ce qui indique que les sources de financement alternatives ont gagné en importance dans la zone euro. Le recul du financement bancaire est essentiellement lié aux évolutions de la structure de financement des grandes entreprises. En revanche, les petites et moyennes entreprises (PME), qui constituent la base de l'économie de la zone euro, continuent, pour l'essentiel, d'être financées *via* le crédit bancaire. Il est important de noter qu'un mouvement vers un système reposant encore plus sur le financement de marché peut être observé aux États-Unis, où la part du

financement bancaire dans le total du financement externe des SNF a diminué, s'inscrivant à 25 % entre 2002 et début 2016, contre 40 % avant 2009²².

²² En termes d'encours fictifs, la part des prêts bancaires (non corrigés des cessions et des titrisations de prêts) dans le total du financement externe des SNF (net des prêts intra-sectoriels, des émissions d'actions non cotées et autres titres de participation, des dérivés financiers et des autres comptes à payer) s'est établie à 35,4 % dans la zone euro au premier trimestre 2016 (contre 41,3 % au quatrième trimestre 2008), tandis que la part des émissions de titres de créance est ressortie à 10,1 % (après 6,5 %) et celle des émissions d'actions cotées à 29,9 % (pratiquement inchangée après 29,7 %).

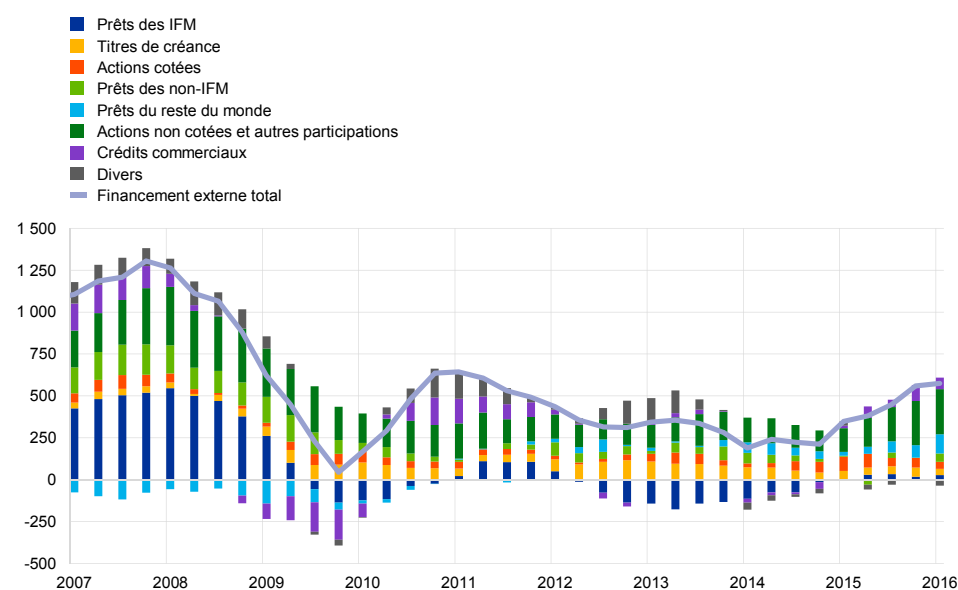
L'augmentation de la part du financement non bancaire dans le financement total des SNF de la zone euro reflète des facteurs tant cycliques que structurels. Ces facteurs sont présentés ci-dessous.

1. *Une période prolongée de faiblesse du crédit bancaire.* Le flux net de financement des banques vers les SNF s'est contracté en 2009 et 2010, puis de nouveau entre 2012 et 2014, reflétant à la fois les facteurs de demande et d'offre de crédit, incluant une réglementation et une surveillance plus strictes (cf. graphique B). Les restrictions de l'offre de crédit étant contraignantes, les SNF ont été obligées de trouver des sources de financement alternatives. Malgré un redressement des prêts bancaires aux SNF depuis fin 2014, les flux nets de crédit demeurent plutôt faibles, ce qui indique un repli en cours de la part du crédit bancaire dans un contexte de renforcement du financement externe global des SNF.

Graphique B

Le financement externe des SNF de la zone euro par instrument

(flux annuels, en milliards d'euros)



Source : BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte au premier trimestre 2016. « Divers » fait référence à la différence entre le total et les instruments inclus dans le graphique et comprend les prêts intragroupe et le rééquilibrage entre les données des comptes financiers et des comptes non financiers.

2. *Une activité d'émission d'obligations par les SNF relativement soutenue.* En partie pour compenser le recul du crédit bancaire mais également en raison des conditions de marché de plus en plus favorables, les SNF ont fortement accru leurs émissions nettes de titres de créance, en particulier entre 2009 et mi-2014²³. Bien que moins dynamique depuis mi-2014, l'activité d'émission d'obligations des SNF demeure supérieure à son niveau d'avant la crise, comme le suggèrent les données les plus récentes concernant l'activité

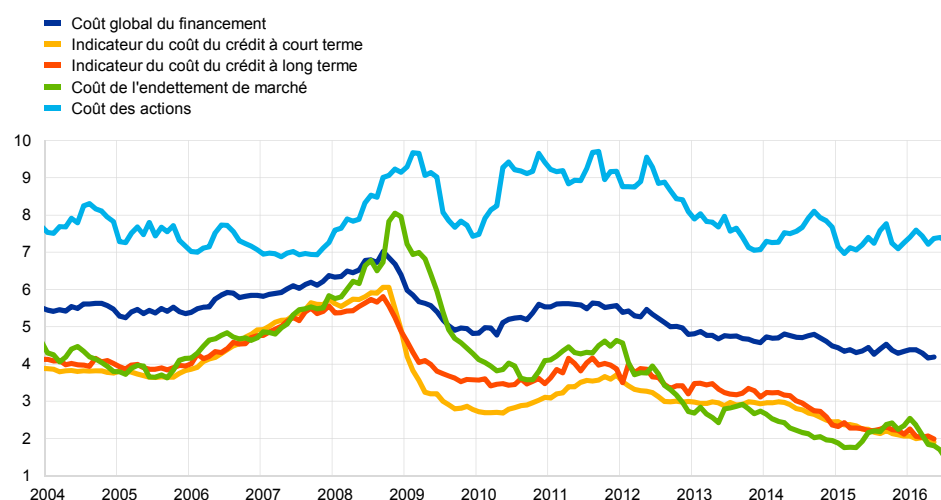
²³ Cf. également l'encadré intitulé *Évolutions récentes des émissions de titres de créance par les sociétés non financières de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de la BCE, avril 2014.

d'émission pour le deuxième trimestre 2016, toujours soutenue par le nouveau programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) de la BCE annoncé le 10 mars 2016 (cf. l'encadré 2 de ce numéro du *Bulletin économique*) et le niveau historiquement bas du rendement des obligations du secteur privé. Le coût nominal du financement par endettement de marché est ressorti à 1,45 % mi-juillet 2016, soit nettement en deçà du niveau actuel des taux débiteurs bancaires (cf. graphique C). La baisse prononcée de 650 points de base du coût du financement par endettement de marché observée depuis fin 2008 a été favorisée par les mesures de politique monétaire de la BCE et par le recul des rendements obligataires au plan mondial.

Graphique C

Coût nominal du financement externe pour les SNF de la zone euro

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Financial DataStream, Merrill Lynch, BCE, calculs de la BCE.

Notes : Le coût du financement total pour les SNF est calculé comme une moyenne pondérée du coût du crédit bancaire, du coût de l'endettement de marché et du coût des actions, sur la base de leurs encours respectifs provenant des comptes de la zone euro. La dernière observation relative au coût total et aux taux débiteurs se rapporte à mai 2016 et la dernière observation relative au coût de l'endettement de marché et des actions cotées se rapporte au 20 juillet 2016.

3. *L'importance croissante des non-IFM dans l'intermédiation financière.* Les prêts consentis par les non-IFM²⁴ aux SNF ont progressé depuis la crise, ce qui a également atténué l'effet de la faiblesse du crédit bancaire²⁵. Ces dernières années, le dynamisme des prêts des non-IFM a principalement reflété une hausse des prêts consentis par les entités à vocation spéciale (EVS) à leur société-mère, que ces filiales ont financées par l'émission de titres de créance. Les EVS sont généralement résidentes d'un pays différent de celui de la

²⁴ Les prêts des non-IFM se composent des prêts des autres institutions financières (AIF) et de ceux des sociétés d'assurance et fonds de pension. Les prêts des AIF incluent les prêts consentis par les véhicules financiers effectuant des opérations de titrisation créés pour détenir les prêts titrisés émis par des banques, les entités à vocation spéciale, les sociétés de crédit-bail, les sociétés de capital-risque, les sociétés de capitaux d'amorçage et les sociétés holding. Les prêts des sociétés d'assurance et fonds de pension recouvrent, notamment, les prêts consentis directement pour financer des projets de construction, les acquisitions de prêts titrisés auprès de portefeuilles d'investissement et éventuellement la participation à des prêts syndiqués.

²⁵ Cf. l'article intitulé *Le rôle des institutions financières non monétaires de la zone euro* dans l'intermédiation financière du *Bulletin économique*, numéro 4, BCE, juin 2016.

société-mère, à l'intérieur ou à l'extérieur de la zone euro, afin de bénéficier d'un régime fiscal avantageux et d'une technologie financière favorable. C'est pourquoi les évolutions robustes des prêts consentis par des entités étrangères observées au cours des derniers trimestres reflètent sans doute également le niveau croissant d'émission d'obligations par des entreprises *via* leurs filiales situées à l'extérieur de la zone euro.

4. *Le recours plus important au financement intra-sectoriel.* Les SNF ont également fortement accru leur recours aux crédits commerciaux et aux prêts intra-sectoriels entre mi-2010 et fin 2012 afin d'atténuer l'effet négatif exercé par la baisse de l'offre de crédit sur la disponibilité du financement externe. Dans le même temps, durant la crise, les entreprises ont financé une part plus importante de leurs activités par des fonds générés en interne et une hausse des bénéfices non distribués. Cette évolution a modéré la croissance du financement par endettement et contribué à stabiliser l'endettement brut. De plus, les SNF ont continué de placer une part importante de leurs bénéfices non distribués en actifs liquides. Les coussins de liquidités, actuellement à un niveau record, devraient améliorer la capacité des entreprises à absorber les chocs.

Les modifications observées de la structure de financement des SNF pourraient avoir des conséquences en termes de transmission de la politique monétaire, mais leur effet global reste difficile à identifier. Une structure de financement plus variée peut rendre les entreprises plus résistantes aux chocs qui frappent le système bancaire. Elle diversifie également les canaux par lesquels la politique monétaire est transmise à l'économie réelle. Cela s'est reflété dans la politique monétaire de la BCE qui a employé un large éventail d'instruments pour l'injection d'un stimulus supplémentaire ces dernières années. Le rôle plus important des non-IFM dans l'intermédiation financière peut accélérer la transmission de la politique monétaire, certaines non-IFM étant susceptibles d'ajuster leur exposition au risque de façon plus flexible que les banques en réaction aux fluctuations des cycles conjoncturel et financier. Toutefois, il reste à voir si la tendance actuelle vers un schéma de financement davantage orienté vers le marché pour l'économie réelle se poursuivra une fois que le crédit bancaire aura retrouvé son niveau antérieur. Dans le passé, une croissance soutenue du financement externe des SNF a toujours coïncidé avec un renforcement de la dynamique du crédit bancaire. L'UE a lancé plusieurs initiatives visant à améliorer l'accès des entreprises aux capitaux à risque et au financement de marché. Il est cependant trop tôt pour dire dans quelle mesure ces initiatives parviendront à réduire la dépendance au crédit bancaire, en particulier pour les PME.

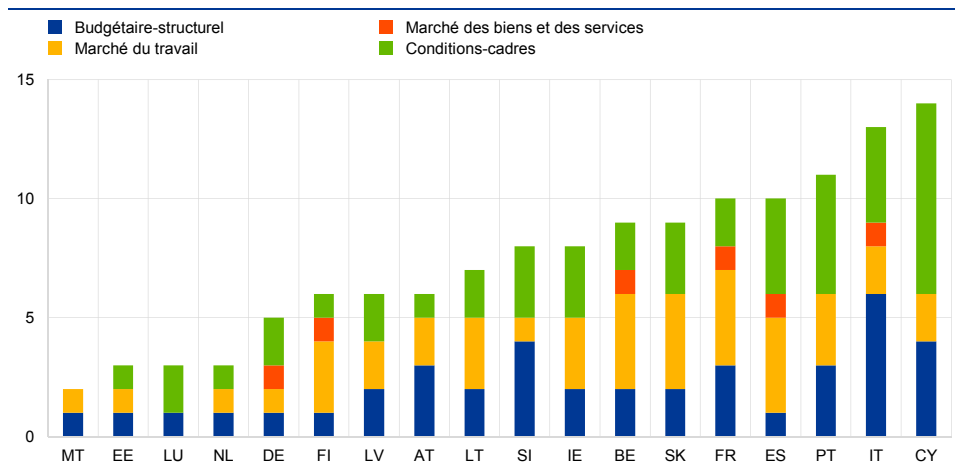
Encadré 6

Les recommandations par pays pour 2016

Chaque année la Commission européenne émet des recommandations par pays (RPP) pour chaque État membre de l'UE²⁶, qui établissent les priorités pour l'année suivante. Les RPP sont intégrées dans le Semestre européen de coordination des politiques, qui garantit que les États membres examinent leurs programmes économiques et budgétaires avec leurs partenaires de l'UE durant l'année. Elles mettent en pratique l'engagement de considérer les politiques économiques nationales comme une question d'intérêt commun dans une union monétaire, comme cela est également stipulé à l'article 121 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. Les RPP fournissent des recommandations de réforme spécifiques à chaque État membre sur les moyens d'améliorer la croissance et la résilience tout en conservant des finances publiques saines²⁷. La mise en œuvre rapide de ces recommandations est essentielle afin de réduire les taux de chômage élevés et de relancer une croissance potentielle faible dans les pays de la zone euro. Elle rendra également la zone euro plus résistante à des chocs défavorables et garantira ainsi le bon fonctionnement de l'UEM dans son ensemble.

Graphique A

Les RPP pour 2016 par domaine de réforme dans les pays de la zone euro



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le graphique illustre le nombre de RPP pour 2016 réparties en grands domaines de réforme. « Budgétaire-structurel » recouvre l'administration publique, les dépenses liées au vieillissement et les politiques fiscales ; « Marché des biens et des services » les réglementations par secteur ; « Marché du travail » les politiques salariales, la protection de l'emploi, les politiques en matière d'éducation et les politiques actives du marché du travail ; « Conditions-cadres » l'environnement réglementaire, les marchés publics, le système judiciaire, les régimes d'insolvabilité, les politiques du logement et la réglementation du secteur financier. Les RPP liées au Pacte de stabilité et de croissance ne figurent pas dans le graphique.

²⁶ Les États membres relevant d'un programme d'ajustement macroéconomique ne reçoivent pas de RPP, leurs priorités étant déjà couvertes par un protocole d'accord. C'est actuellement le cas pour la Grèce.

²⁷ Cet encadré s'intéresse à l'ensemble des RPP reçues par les pays de la zone euro, à l'exception de la première recommandation relative aux politiques budgétaires, qui contient des recommandations relatives à la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance. Ces recommandations sont exposées dans l'encadré intitulé *Recommandations par pays en matière de politique budgétaire dans le cadre du Semestre européen 2016*, *Bulletin économique*, numéro 4, BCE, 2016.

Les RPP sont préparées dans le cadre d'un processus global qui démarre à l'automne de l'année précédant leur publication.

En novembre 2015, la Commission européenne a publié son examen annuel de la croissance et son rapport sur le mécanisme d'alerte. Tandis que l'examen annuel de la croissance a identifié les principales priorités pour l'UE dans son ensemble, le rapport sur le mécanisme d'alerte a analysé les évolutions dans les États membres afin de déterminer si des déséquilibres nouveaux ou existants nécessitent d'être corrigés par des actions ciblées. Sur la base de ces documents, le Conseil de l'UE a approuvé les recommandations pour la zone euro début 2016, définissant les principaux domaines de réforme pour l'UEM dans son ensemble. La recommandation du Conseil concernant la politique de la zone euro publiée le 1^{er} février 2016 appelait à corriger les déséquilibres persistants, à remédier aux rigidités sur le marché du travail, à renforcer la concurrence sur le marché des biens et des services et à améliorer les conditions-cadres en particulier via l'amélioration des procédures en cas d'insolvabilité des entreprises et des ménages, particulièrement dans l'optique de faciliter la réduction des prêts non productifs. Le 18 mai, la Commission a adressé aux États membres les projets de RPP pour 2016. Après discussion au sein des comités correspondants de l'UE, le Conseil de l'UE a adopté les RPP définitives le 12 juillet.

La mise en œuvre des RPP dans les différents États membres a été médiocre ces dernières années²⁸.

La Commission a établi en février dernier que la plupart des recommandations de réforme pour 2015 (plus de 90 %) n'avaient donné lieu qu'à « certains progrès » ou à des « progrès limités », un petit nombre de recommandations seulement ayant été suivies de « progrès substantiels » ou « parfaitement suivies ». De plus, cette faible mise en œuvre des réformes structurelles représente une détérioration, après des expériences déjà décevantes en matière de respect des RPP au niveau national les années précédentes. La mise en œuvre insuffisante des RPP est d'autant plus préoccupante que des rigidités et des vulnérabilités subsistent dans les pays de la zone euro, comme le montre, entre autres, la conclusion de la Commission selon laquelle un nombre croissant de pays enregistrent des déséquilibres excessifs²⁹.

Pour certains pays, les recommandations pour 2016 ont encore été rationalisées, après l'importante redéfinition des priorités déjà entreprise l'année précédente. La Commission avait procédé à une rationalisation des RPP pour 2015 afin de permettre aux États membres de se concentrer sur les grandes priorités macroéconomiques et sociales. Toutefois, en dépit de cette mesure, la mise en œuvre ne s'est pas améliorée, comme indiqué précédemment. Les recommandations pour cette année ont encore été allégées, même pour la plupart des pays enregistrant des déséquilibres excessifs.

²⁸ Pour plus de précisions, cf. l'encadré intitulé *La procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques pour 2016 et la mise en œuvre des recommandations par pays pour 2015*, *Bulletin économique*, numéro 2, BCE, 2016.

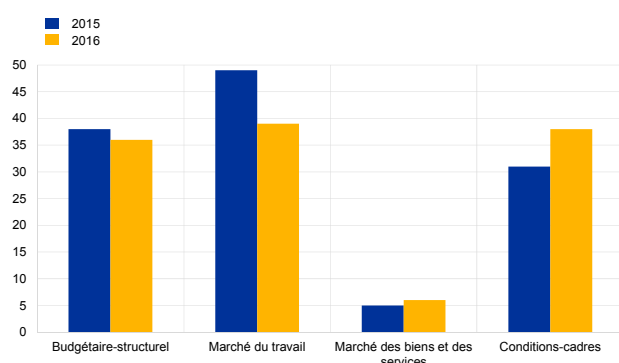
²⁹ Cf. le graphique 11 de l'article intitulé *Renforcement de la résilience et de la croissance à long terme : l'importance d'institutions et de structures économiques solides pour les pays de la zone euro et l'UEM* du présent *Bulletin économique*.

Les RPP pour 2016 ont défini de nouvelles priorités qui correspondent globalement à l'essentiel des recommandations pour la zone euro.

Pour les États membres de la zone, la Commission a considérablement accru le nombre de RPP répondant à la nécessité que les politiques économiques favorisent l'investissement grâce à un renforcement des conditions-cadres, par exemple en améliorant le climat des affaires et en renforçant l'efficacité des cadres de résolution des prêts non productifs. Ce dernier point sera particulièrement important pour les pays enregistrant des niveaux élevés d'endettement privé, où une résolution plus rapide des prêts non productifs devrait aider les entreprises viables à renouer avec l'investissement. Le graphique A présente une ventilation des RPP pour 2016 par domaine de réforme. Il montre que dans de nombreux pays, une grande partie des recommandations ciblent les blocages dans les conditions-cadres, ce qui inclut toutes les mesures liées à l'environnement réglementaire, au système judiciaire, aux régimes d'insolvabilité, à la politique du logement et à la réglementation du secteur financier. Ces blocages affectent négativement l'entrée sur le marché, réduisent les incitations à investir pour les entreprises et perturbent l'allocation des ressources.

Graphique B

Les RPP pour 2015 et pour 2016
par domaine de réforme (pays de la zone euro)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le graphique illustre le nombre de RPP pour 2015 et pour 2016 réparti en fonction des grands domaines de réforme (cf. la note de bas de page du graphique A). Chypre ne figure pas dans le graphique, le pays ayant reçu des RPP seulement en 2016.

En raison de la redéfinition des priorités, les RPP pour cette année contiennent moins de recommandations relatives aux politiques de marché du travail (cf. graphique B).

Si d'importantes réformes des marchés du travail ont été entreprises dans le passé, notamment dans les pays qui ont été le plus affectés par les crises financière et de la dette souveraine, la résilience des marchés du travail des différents pays de la zone euro demeure limitée et le chômage élevé³⁰. Dans ce contexte, et compte tenu de la mise en œuvre limitée des RPP relatives aux marchés du travail, désormais abandonnées, il convient de poursuivre les efforts de réforme du marché du travail³¹.

Une poursuite de la surveillance des autres domaines de réforme qui ne sont plus couverts par les RPP, mais qui sont déterminants pour la

performance économique globale des États membres, demeure essentielle.

Dans les RPP pour 2015, la Commission avait exclu certains domaines d'action qui étaient déjà couverts par d'autres moyens de surveillance³². Il s'agissait du secteur de l'énergie (qui est couvert dans le cadre de l'Union de l'énergie) et des mécanismes de surveillance et d'exécution liés au Marché unique. Il demeure

³⁰ Cf. le graphique 5 de l'article intitulé *Renforcement de la résilience et de la croissance à long terme : l'importance d'institutions et de structures économiques solides pour les pays de la zone euro et l'UEM* du présent *Bulletin économique*.

³¹ Cf. la section 3 de l'article intitulé *Renforcement de la résilience et de la croissance à long terme : l'importance d'institutions et de structures économiques solides pour les pays de la zone euro et l'UEM* du présent *Bulletin économique* pour une analyse des bénéfices des réformes du marché du travail et du marché des biens et des services pour la croissance et la résilience des pays de la zone euro.

³² Cf. la communication de la Commission européenne sur le thème *Semestre européen 2015 : recommandations par pays*, publiée le 13 mai 2015.

toutefois essentiel que les évolutions et les politiques relatives à ces domaines soient également suivies dans le cadre du Semestre européen afin de garantir que toutes les politiques économiques importantes mises en œuvre par les États membres sont évaluées dans leur globalité.

Articles

Les différentes strates du filet de sécurité financière mondial : état des lieux

1

Introduction

Le filet de sécurité financière mondial (*global financial safety net* – GFSN) peut se définir comme un ensemble diversifié d'institutions et de mécanismes à même de contribuer à la prévention et à l'atténuation des effets des crises économiques et financières. Dans les discussions relatives à la stabilité financière internationale, les autorités et les universitaires font souvent référence au filet de sécurité financière mondial, notion qui désigne un ensemble d'institutions et de mécanismes offrant un soutien financier destiné à la prévention d'une crise et un soutien financier destiné à des pays touchés par une crise, ce qui permet dans les deux cas de faciliter un ajustement au niveau du pays et d'éviter que la crise se propage. Une crise peut être d'origine interne ou extérieure et peut revêtir différentes formes. Une crise de balance des paiements survient lorsqu'une nation est dans l'incapacité de régler ses importations de première nécessité ou d'assurer le service de sa dette extérieure. Dans certains cas, les problèmes de balance des paiements peuvent être aggravés par une forte dépréciation des taux de change et une crise de change. Les crises financières découlent de l'insolvabilité ou de l'illiquidité d'institutions financières et les crises budgétaires s'expliquent par des déficits budgétaires et des niveaux d'endettement excessifs. Le GFSN peut contribuer à la prévention et à l'atténuation des effets de ces crises. Toutefois, le GFSN n'a pas été instauré comme un processus unique et ne dispose pas d'une architecture cohérente. Les éléments du GFSN sont diversifiés, ont des origines différentes, obéissent à des règles et des incitations différentes, et contribuent à gérer différents types de crises. Les réserves de change, les lignes de *swap* et de pension ouvertes par les banques centrales, le financement par le biais d'accords régionaux de financement (*regional financing arrangements* – RFA) et les institutions financières internationales sont considérés comme les éléments clés du GFSN.

Une interaction réelle et efficiente entre les différents éléments du GFSN est un préalable à un système monétaire international qui fonctionne bien. Étant donné les niveaux élevés d'interdépendance économique et financière, la contagion est une caractéristique qui revient souvent dans les épisodes de crise. Souvent, les difficultés d'un pays ne se cantonnent pas à ce pays, mais ont tendance à se propager *via* différents canaux à d'autres pays. Par conséquent, en accordant à un pays une « respiration financière », le GFSN non seulement limite le ralentissement économique et offre une fenêtre d'opportunité pour mettre en œuvre les réformes nécessaires à un retour rapide à la stabilité et à la croissance économiques, mais également limite les effets de contagion à d'autres économies et contribue ainsi à la

stabilité financière internationale, ce qui favorise l'intégration financière et la mondialisation de la finance³³.

Le GFSN dans sa forme actuelle est le produit d'une accumulation historique et de la superposition de différentes formes d'octroi d'un soutien financier. La conception de certains de ses éléments a été influencée par des préoccupations nationales ou régionales plutôt que mondiales et n'est pas, par conséquent, le fruit d'un consensus largement partagé *ex ante* au niveau international.

Avec l'intégration financière et économique croissante des économies de marché émergentes (EME) à l'économie mondiale, le GFSN a gagné en importance. La crise financière mondiale a également mis en évidence l'utilité persistante du GFSN pour les économies avancées. L'un des plus grands défis pour les EME et les économies avancées est la volatilité des flux de capitaux, qui reste élevée depuis le début de la crise financière mondiale (FMI, 2016a³⁴). Pour autant, le GFSN n'a pas suivi le rythme de la mondialisation de la finance et le volume croissant des flux de capitaux, et le développement des éléments qui le composent n'a pas été uniforme (FMI, 2016b³⁵).

Ces évolutions ont mis la taille et la couverture du GFSN à l'ordre du jour du G20 et du Fonds monétaire international (FMI). Les marchés émergents restent préoccupés quant à la persistance de la volatilité sur les marchés financiers, les politiques monétaires des économies avancées pouvant être divergentes pendant un certain temps au cours des années à venir³⁶. S'il y a un accord global sur la nécessité de politiques et de cadres nationaux sains comme premier rempart, les avis divergent sur la nécessité d'une meilleure couverture du GFSN et la taille appropriée de ce filet, tant en termes de catégories d'instruments accessibles à des pays spécifiques qu'en termes de montants de ressources disponibles pour gérer les crises.

Le présent article s'intéresse au rôle des politiques nationales, au soutien complémentaire apporté par les quatre principales strates du GFSN et à l'interaction entre ces différentes strates. La section 2 rappelle le rôle clé joué par les politiques nationales, la section 3 examine ensuite les éléments du GFSN, la section 4 étudie les possibilités d'interaction entre eux et la dernière section apporte quelques éléments de conclusion.

³³ Cf., par exemple, R. Herrala, B. Scheubel et L. Stracca, *What do we know about the global financial safety net? Rationale, data and possible evolution*, Occasional Paper Series, BCE, à paraître ; *Adequacy of the global financial safety net*, IMF Policy Paper, mars 2016 ; et E. Denbee, C. Jung et F. Paternó, *Stitching together the global financial safety net*, Bank of England Financial Stability Paper n° 36, février 2016.

³⁴ *Perspectives de l'économie mondiale*, FMI, avril 2016, chapitre 2.

³⁵ *Adequacy of the Global Financial Safety Net*, IMF Policy Paper, mars 2016.

³⁶ Si certaines banques centrales dans les économies avancées ont entamé la normalisation de leur politique monétaire, le signal envoyé sur la trajectoire des taux d'intérêt par d'autres banques centrales dans les économies avancées ne laisse pas présager une normalisation imminente de leurs politiques monétaires. Lors de précédents épisodes où l'on a observé une diversité de politiques monétaires, les sorties de capitaux des marchés émergents ont été plus fortes (par exemple, lorsque certaines économies avancées ont envoyé le signal d'une normalisation imminente de leur politique monétaire avant de s'engager sur la voie de la normalisation, après une période d'assouplissement général de la politique monétaire dans les économies avancées au lendemain de la crise financière mondiale).

L'histoire des crises économiques et financières a mis en évidence le fait que des fondamentaux macroéconomiques solides et des cadres robustes d'élaboration des politiques sont de la première importance pour limiter les vulnérabilités des pays. Dans leur analyse des effets de chocs réels et financiers auxquels sont confrontés les membres du FMI, Becker *et al.* (2006) concluent que les pays peuvent s'auto-assurer contre les chocs par le biais des politiques et des institutions qui leur sont propres³⁷. Kawai (2009) résume les enseignements à tirer des crises financières asiatiques et mondiales pour les politiques de prévention et de réduction du risque de crises systémiques tels que (a) mettre en place une réglementation et une supervision financières efficaces afin d'assurer un suivi du risque systémique à l'échelle de l'économie et d'agir sur ce risque, (b) adopter une gestion macroéconomique saine (monétaire, budgétaire, des changes et de la dette publique) et (c) préserver des positions soutenables du compte des transactions courantes et du compte de capital³⁸. De même, Lane et Milesi-Ferretti (2011) aboutissent à la conclusion suivante : les évolutions antérieures à la crise du ratio financement privé/PIB, le déficit courant et le degré d'ouverture aux échanges commerciaux sont utiles pour comprendre l'intensité de la crise financière mondiale de 2008-2009³⁹. Ces résultats empiriques sont conformes à la thèse selon laquelle les crises résultant de l'accumulation de déséquilibres macroéconomiques ou financiers peuvent être évitées à la base en maintenant des fondamentaux solides, ce qui revient à « garder sa maison en ordre ».

Des politiques macroéconomiques et financières adaptées au niveau national, y compris des réformes structurelles, conjuguées à une surveillance macroéconomique et macroprudentielle renforcée, constituent un premier rempart dans la prévention des crises. Par exemple, au cours de la récente crise financière mondiale, les cadres des politiques nationales préexistants et les mesures prises en réponse à la crise à l'initiative des autorités nationales ont été déterminants dans l'atténuation des effets négatifs de la crise. En particulier, la résilience des EME à la dégradation des conditions de financement extérieur a été plus forte que lors des précédentes crises. Sous l'effet des réformes intégrant des règles budgétaires afin de promouvoir des politiques contracycliques, de l'indépendance des banques centrales visant à établir une inflation faible et stable, et d'une meilleure gestion de la dette destinée à limiter l'incidence des dévaluations sur le bilan des États, les pays ont pu présenter un contexte macroéconomique plus résistant. En assouplissant les politiques monétaires et budgétaires, ils ont contribué à la stabilité financière et économique. Des régimes de changes plus flexibles ont permis à un certain nombre de pays de réduire les effets de chocs externes sur l'économie nationale, tandis que la résilience des secteurs financiers de certaines économies a été améliorée grâce à une meilleure réglementation. Les mesures

³⁷ T. Becker, O. Jeanne, P. Mauro, J. D. Ostry et R. Ranciere, *Country Insurance: The Role of Domestic Policies*, IMF Discussion Paper, 2006.

³⁸ M. Kawai, *Reform of the International Financial Architecture: An Asian Perspective*, ADBI Working Paper n° 167, 2009.

³⁹ P. R. Lane et G. M. Milesi-Ferretti, *The Cross-Country Incidence of the Global Crisis*, *IMF Economic Review*, Vol. 59(1), avril 2011, p. 77-110.

macroprudentielles contracycliques appliquées dans quelques EME pour limiter la progression du crédit ont également contribué à une limitation des externalités négatives du rationnement du crédit.

Néanmoins, des politiques nationales saines ne suffisent pas toujours à conjurer une crise. Il semble difficile de faire face à un retournement des flux de capitaux en s'appuyant uniquement sur des cadres nationaux flexibles, comme un taux de change flottant. En outre, des ajustements économiques soudains peuvent avoir un effet négatif sur la croissance à long terme ou peuvent affecter certaines franges de la population de manière disproportionnée. Le GFSN offre donc aux pays un soutien complémentaire pour faire face à une crise, tout en contribuant à gérer les effets de contagion de cette crise à d'autres pays.

3 Les différentes strates du filet de sécurité financière mondial

Chacune des strates du GFSN constituant de fait une forme d'assurance, qui peut faire naître un aléa moral analogue à n'importe quelle forme d'assurance, elles doivent être conçues de manière à encourager des politiques nationales saines. Premièrement, les strates du GFSN peuvent induire un aléa moral *ex ante* dans la mesure où les pays peuvent investir moins dans l'élaboration de bonnes politiques et où les créanciers peuvent prêter inconsidérément à des pays vulnérables (accroissant ainsi leur propre vulnérabilité), en espérant qu'un soutien sera apporté dans l'éventualité d'une crise. Deuxièmement, les strates du GFSN peuvent favoriser un aléa moral *ex post* dans la mesure où elles peuvent inciter les pays touchés par la crise à différer l'ajustement nécessaire. Par conséquent, le GFSN doit être élaboré de façon à encourager et à favoriser la mise en œuvre de politiques nationales saines.

Cette section examine chacune des strates du GFSN et comment il traite le problème de l'aléa moral pour être le complément de politiques nationales saines. Les différentes strates du GFSN s'étant développées de façon indépendante et à des rythmes différents, la réduction de l'aléa moral lors de la fourniture de liquidités d'urgence varie dans son ampleur et dans les approches retenues selon les éléments du GFSN, en fonction de leurs objectifs et de leur structure. Par conséquent, cette section offre un aperçu de la façon dont les différentes strates du GFSN traitent le problème de l'aléa moral. De plus, elle fournit quelques indications sur leur efficacité.

3.1 Les réserves internationales

Les réserves internationales sont des ressources aisément mobilisables qui sont totalement contrôlées par les autorités nationales et recouvrent principalement des actifs très liquides. La position d'un pays au titre des réserves internationales est constituée de réserves officielles en devises et en or ainsi que de créances sur les institutions financières internationales qui peuvent être rapidement

converties en réserves de change comme les créances sur le FMI ou les droits de tirage spéciaux (DTS). Au-delà d'un certain niveau, les avoirs extérieurs accumulés peuvent également être transférés à des fonds de patrimoine souverains et utilisés comme compléments de réserves pour faire face à des chocs externes⁴⁰. Les réserves en devises recouvrent les avoirs extérieurs généralement contrôlés par les autorités monétaires nationales et incluent les billets, dépôts et titres négociables libellés en devises. Avec une valeur totale de 11 000 milliards de dollars fin 2015, les réserves de change représentent la composante la plus importante du GFSN. La prédominance des réserves de change est souvent attribuée à la liberté d'utilisation de cette source de liquidité internationale pour son détenteur.

Les réserves en devises sont apparues comme un élément clé de la panoplie d'instruments de politique économique destinés à faire face aux crises économiques et financières, notamment pour les pays dont la monnaie n'est pas une monnaie de réserve. Dominguez *et al.* (2013) concluent que les pays détenant des réserves plus importantes ont affiché une croissance plus forte de leur PIB en volume durant les années de crise⁴¹. Obstfeld *et al.* (2009) notent que la demande en réserves internationales peut être justifiée par la volonté de la banque centrale de soutenir l'offre de monnaie au sens large pour éviter la possibilité d'une « double ponction » interne/extérieure : une panique bancaire conjuguée à une fuite des capitaux⁴². Ils montrent que les avoirs de réserve d'un pays juste avant la crise financière mondiale rapportés aux avoirs anticipés sur la base des motivations financières permettent de prédire dans une large mesure les variations des taux de change dans les économies émergentes et avancées en 2008. Des niveaux appropriés de réserves internationales sont généralement associés à une plus faible probabilité d'arrêts soudains⁴³ et à des coûts de financement plus faibles, le plus vraisemblablement *via* le canal du signal. Fernandez-Arias et Levy-Yeyati (2012) concluent que lors de l'épisode Lehman Brothers une augmentation de ratio réserves/dette extérieure prédisait un ralentissement de la progression des écarts de rendement des obligations souveraines sur un échantillon de pays émergents⁴⁴. Hur et Kondo (2003)⁴⁵ confirment que les réserves internationales sont liées

⁴⁰ Même s'ils ne sont pas considérés comme faisant partie du GFSN, les fonds de patrimoine souverains sont également des sources nationales de réserves et jouent un rôle important dans la gestion macroéconomique et la stabilité financière internationale. Lam et Rossi (2010) soutiennent que les fonds de patrimoine souverains peuvent favoriser une allocation plus efficiente des ressources entre les pays, améliorer la profondeur et la liquidité du marché, y compris en périodes de tensions financières, et jouer un rôle stabilisateur sur les marchés financiers internationaux, notamment parce que la plupart d'entre eux sont des investisseurs à long terme avec des positions majoritairement sans effet de levier (cf. R. Lam et M. Rossi, *Sovereign wealth funds: investment strategies and financial distress*, Journal of Derivatives & Hedge Funds, Vol. 15(4), 2010). En outre, les fonds de patrimoine souverains visent à fournir une assurance pour le budget et l'économie contre la volatilité des prix des matières premières et les chocs externes. Pour une discussion détaillée, cf. A. Al-Hassan, M. Papaioannou, M. Skancke et C. C. Sung, *Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management*, IMF Working Paper WP/13/231, 2013.

⁴¹ K. Dominguez, Y. Hashimoto et T. Ito, *International reserves and the global financial crisis*, Journal of International Economics, Vol. 88(2), 2012, p. 388-406.

⁴² M. Obstfeld, J. C. Shambaugh et A. M. Taylor, *Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008*, American Economic Review, Vol. 99(2), 2009, p. 480-486.

⁴³ Le terme « arrêt soudain » se réfère à une forte réduction des entrées de capitaux internationaux.

⁴⁴ E. Fernandez-Arias et E. Levy-Yeyati, *Global financial safety nets: Where do we go from here?*, IDB Working Paper No 231, 2010.

⁴⁵ S. Hur et I. O. Kondo, *A Theory of Rollover Risk, Sudden Stops, and Foreign Reserves*, International Finance Discussion Paper n° 1073, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2013.

négativement aux arrêts soudains outre le fait qu'elles le sont au défaut sur la dette, aux crises bancaires et aux crises de change. Par conséquent, les intervenants de marché surveillent étroitement le niveau des réserves comme un indicateur de la santé d'une économie. Ces résultats indiquent que durant les épisodes de crises les réserves internationales font office d'amortisseur et contribuent à réduire la volatilité macroéconomique et financière.

Il existe différentes raisons pour lesquelles les pays accumulent des réserves, qui peuvent être regroupées en motifs de précaution et motifs non liés à la précaution. La première série de motifs inclut le maintien de la confiance dans la monnaie nationale, l'atténuation des périodes de volatilité extrême par des interventions sur les marchés des changes ou la correction des dysfonctionnements sur les marchés. Les motifs non liés à la précaution incluent le soutien à la politique monétaire, le transfert intergénérationnel des actifs nationaux ou la mise en œuvre de politiques de croissance axées sur les exportations *via* un taux de change compétitif. Ghosh *et al.* (2012), dans leur analyse des principaux déterminants de l'accumulation de réserves entre 1980 et 2010, concluent que l'importance relative de ces déterminants a évolué au fil du temps⁴⁶. D'après leurs résultats, l'assurance contre des chocs de compte de capital et la sous-évaluation de la monnaie pour des motifs commerciaux ont été des facteurs prédominants dans l'accumulation de réserves. En revanche, d'après l'enquête du FMI auprès des gestionnaires de réserves⁴⁷, les principales motivations qui ont présidé à l'accumulation de réserves internationales sont la constitution de coussins pour se prémunir contre des besoins de liquidité et amortir la volatilité des taux de change.

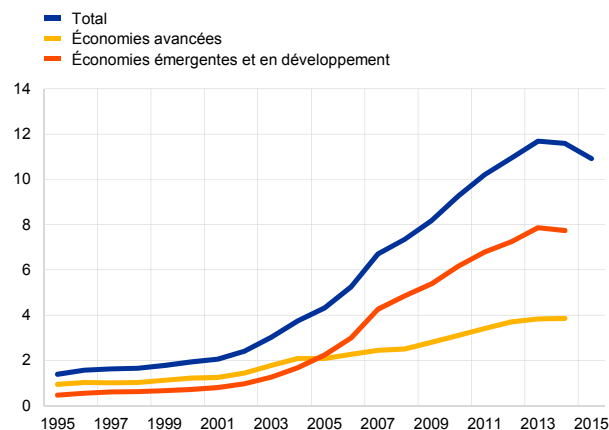
⁴⁶ A. R. Ghosh, J. D. Ostry et C. Tsangarides, *Shifting Motives: Explaining the Buildup in Official Reserves in Emerging Markets since the 1980s*, IMF Working Paper WP/12/34, 2012.

⁴⁷ *Assessing Reserve Adequacy*, IMF Policy Paper, 2011.

Graphique 1

Réserves internationales de change

(en milliers de milliards de dollars)



Sources : Statistiques financières internationales du FMI et Haver Analytics.

À l'issue des crises financières de la deuxième moitié des années 1990 et du début des années 2000, l'accumulation de réserves de change dans le monde a affiché une tendance haussière.

L'un des principaux déterminants de cette tendance a été le fait que les EME ont reconnu les avantages à se constituer une assurance sous forme de réserves en prévision d'une augmentation de la volatilité des flux de capitaux. Aizenman et Marion (2003) identifient ce type de demande de réserves à titre de précaution comme une cause de l'accroissement des réserves internationales en Asie de l'Est après la crise asiatique⁴⁸. Bastourre *et al.* (2009), confirment, eux aussi, l'importance des déterminants liés à la précaution dans l'accumulation de réserves internationales par les EME⁴⁹.

Lorsque des risques financiers extérieurs se matérialisent, les réserves peuvent être utilisées par les banques centrales nationales pour fournir des liquidités en devises jusqu'à certains niveaux.

Pendant toute la durée de la crise financière mondiale, de nombreuses banques centrales ont pris des mesures contre l'effondrement du financement transfrontière et ont alimenté leurs marchés des changes nationaux en devises en puisant dans leurs réserves. Toutefois, le bénéfice marginal de l'utilisation des réserves diminue avec leur épuisement. Une baisse rapide ou un épuisement continu des réserves internationales peut envoyer des signaux négatifs aux marchés quant à la soutenabilité des politiques nationales d'atténuation de la crise. En effet, les autorités nationales peuvent ne pas vouloir utiliser leurs réserves de change au-delà d'un certain niveau. Aizenman et Sun (2009) rendent compte de cette préoccupation de perdre ses réserves internationales dans l'analyse qu'ils font de l'utilisation des réserves par les EME au cours de la crise financière mondiale⁵⁰. Cette préoccupation peut s'expliquer par la motivation des EME de maintenir des ratios de réserves de référence comparables à leurs pairs. Une baisse des indicateurs de réserves au-delà des moyennes des pairs peut faire croître l'aversion au risque des investisseurs pour ce pays et également sa vulnérabilité à un désendettement et à des arrêts soudains.

Outre le coût d'opportunité social au niveau du pays, qui est le coût de l'affectation de ressources à l'accumulation de réserves et non pas au soutien de l'investissement et de la consommation au niveau national, l'accumulation de réserves implique des coûts financiers. Les coûts financiers apparaissent en

⁴⁸ J. Aizenman et N. P. Marion, *The High Demand for International Reserves in the Far East: What's Going On?*, Journal of the Japanese and International Economies, Vol. 17(3), 2003.

⁴⁹ J. Aizenman et J. Lee, *International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory and Evidence*, Open Economic Review, Vol. 18, 2007.

D. Bastourre, J. Carrera et J. Ibarlucia, *What is Driving Reserves Accumulation*, Review of International Economics, Vol. 17, 2009.

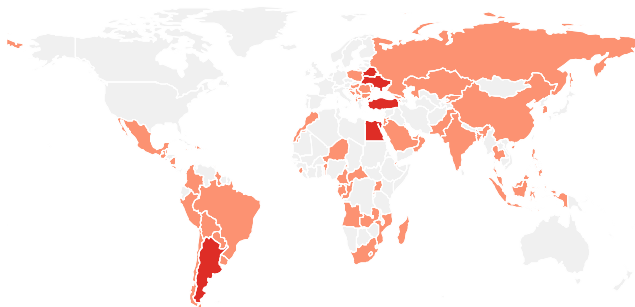
⁵⁰ J. Aizenman et Y. Sun, *The financial crisis and sizable international reserves depletion: From 'fear of floating' to the 'fear of losing international reserves'?*, NBER Working Paper n° 15308, 2009.

raison du différentiel négatif probable entre les rendements des réserves internationales et les rendements versés sur les instruments de stérilisation nationaux⁵¹. En outre, une accumulation excessive de réserves peut induire des inefficacités et des distorsions au niveau régional et international, notamment *via* des distorsions de taux de change et des déséquilibres mondiaux⁵².

Graphique 2

Adéquation des réserves

(indice d'adéquation des réserves ; rouge foncé = inférieur à 1 ; rouge clair = supérieur à 1 ; gris = régimes de changes flottants/pas de données)



Sources : Statistiques financières internationales et Perspectives de l'économie mondiale du FMI et BCE.
Note : À fin 2015.

Il est difficile de déterminer un niveau approprié de réserves pour un pays donné et il existe une diversité de mesures de cette adéquation.

Les références classiques en matière d'adéquation des réserves utilisent la couverture des importations, la dette extérieure à court terme et la masse monétaire au sens large dans l'économie⁵³. Dans le graphique 2, ces trois méthodes empiriques sont transcrites dans un indicateur simple, qui est la moyenne uniformément pondérée de l'ensemble des trois règles. Un ratio d'adéquation des réserves supérieur à un indique que les réserves de change du pays sont supérieures au montant moyen ressortant des références les plus couramment utilisées (soit trois mois d'importations, 100 % de la dette à court terme et 20 % de M2)⁵⁴. Il y a

également de nombreuses mesures de l'adéquation fondées sur des modèles. Parmi elles, l'indice ARA (évaluation de l'adéquation des réserves) du FMI est conçu pour mesurer les vulnérabilités liées à la balance des paiements et est calibré d'après la fréquence relative des différents chocs et d'après les caractéristiques du pays comme son régime de change et l'existence de contrôle des mouvements de capitaux⁵⁵. De manière générale, seuls les pays ayant des régimes de changes administrés requièrent des niveaux suffisants de réserves internationales pour gérer les effets de sorties de capitaux sur leurs monnaies.

⁵¹ Les banques centrales procèdent généralement à une stérilisation en cédant des actifs issus de leurs portefeuilles d'actifs nationaux lors d'opérations de pension par voie d'appel d'offres ou en émettant des titres en monnaie nationale en leur nom propre. L'objectif principal est de ponctionner la liquidité injectée dans le système *via* des achats de réserves en devises et de stabiliser la base monétaire.

⁵² La discussion relative aux « déséquilibres mondiaux » se réfère à la thèse selon laquelle des déficits courants importants dans certaines parties du monde sont financés par les pays affichant des excédents dont le taux de change est sous-évalué. Cette diversité de situations peut ne pas être soutenable à long terme, en particulier car elle peut également entraîner des distorsions sur les marchés d'actifs *via* des acquisitions d'actifs sûrs par des pays accumulant des réserves. Depuis leur pic en 2006, les déséquilibres mondiaux en termes de flux se sont résorbés, toutefois (*Perspectives de l'économie mondiale*, FMI, 2014, chapitre 4).

⁵³ Les couvertures de trois mois d'importations et de 100 % de la dette à court terme sont des indicateurs de vulnérabilité à une pénurie de financement extérieur. Le ratio de couverture de M2 tient compte de la ponction interne opérée sur le financement extérieur par les investisseurs nationaux. Suivant une règle empirique, 20 % des engagements financiers nationaux (M2) qui seraient potentiellement convertis en devises sont pris comme référence pour évaluer l'adéquation du niveau de réserves dans l'hypothèse d'un arrêt soudain au niveau national. Cf. O. Jeanne, *International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?*, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, 2007, p. 1-79.

⁵⁴ Un indicateur inférieur à un ne signifie pas nécessairement qu'un pays n'a pas un niveau suffisant de réserves de change.

⁵⁵ *Assessing Reserve Adequacy – Further Considerations*, IMF Policy Paper, novembre 2013.

En résumé, les réserves internationales sont généralement la première forme d'assurance choisie par les pays pour se prémunir des chocs de liquidités en devises. Si une accumulation excessive de réserves peut créer des externalités négatives, la détention d'un niveau approprié de réserves à des fins de précaution est un élément essentiel du filet de sécurité d'un pays. Toutefois, il serait insuffisant et, dans une perspective internationale, non souhaitable que chaque pays se constitue une assurance intégrale pour se prémunir contre des chocs importants de liquidité extérieure à l'aide des seules réserves de change dans la mesure où cela entraîne des coûts sociaux importants et les déséquilibres et distorsions indiqués précédemment. Par conséquent, d'autres strates du GFSN offrant des éléments d'assurance commune constituent des compléments utiles, qui peuvent réduire les coûts au niveau des pays cherchant une assurance ainsi que les distorsions et les effets secondaires d'une accumulation excessive de réserves.

3.2 Les accords de *swap* et de pension entre banques centrales

Les accords de *swap* bilatéraux entre banques centrales fournissent techniquement à la banque centrale bénéficiaire un accès à court terme à de la liquidité en devises en échange de sa monnaie nationale. Une ligne de *swap* de banque centrale est un dispositif conclu entre banques centrales qui combine deux opérations : une opération au comptant entre une banque centrale qui émet une devise et une banque centrale qui émet une autre devise pour une durée déterminée et une transaction inverse à l'échéance appliquant le taux de change utilisé pour l'opération au comptant. Pendant la durée qui sépare les opérations, la banque centrale qui a demandé l'activation du *swap* (la banque centrale bénéficiaire) verse une redevance à la banque centrale qui fournit la liquidité et peut utiliser la liquidité en devises pour la prêter à son secteur financier national. Bien que les conditions des accords de *swap* soient conçues pour protéger les bilans des deux banques centrales concernées, le risque que l'une d'entre elles ne soit pas en mesure de respecter son engagement doit être pris en compte. Pour limiter ce risque, la banque centrale bénéficiaire met en gage sa propre monnaie ou d'autres actifs en garantie auprès de la banque centrale qui fournit la liquidité.

Ce type d'accord appartient depuis longtemps à la palette d'instruments des banques centrales, mais son rôle dans la prévention des crises est devenu plus important durant la crise financière mondiale. Tout au long de l'histoire économique, les accords de type *swap* entre autorités monétaires ont été utilisés à de nombreuses fins, notamment pour soutenir les politiques de change, gérer les avoirs et les engagements, encourager l'usage des devises au niveau international, faciliter le fonctionnement des marchés financiers et garantir la stabilité financière. Durant la récente crise financière mondiale, les lignes de *swap* des banques centrales ont été utilisées dans le but de limiter les éventuelles répercussions négatives d'une détérioration des conditions de financement internationales sur la stabilité financière et sur l'économie réelle, au sein des pays et d'un pays à l'autre.

Les lignes de swap se sont avérées efficaces dans le traitement des crises déclenchées par des asymétries de devises.

Goldberg *et al.* (2011)⁵⁶ constatent que les lignes de *swap* en dollars des États-Unis entre banques centrales ont efficacement réduit les tensions sur les financements en dollars à l'étranger et sur les marchés monétaires. Ils concluent que les dispositifs de *swap* en dollars entre banques centrales sont un élément important de la panoplie d'outils pour traiter des perturbations de la liquidité systémique. Coffey *et al.* (2009)⁵⁷ concluent également que les annonces de lignes de *swap* et les opérations effectives de la Fed sont efficaces pour réduire le risque de liquidité du financement en dollars des institutions mondiales. Globalement, l'efficacité d'une ligne de *swap* dépend de la crédibilité de l'engagement à fournir rapidement de la liquidité en devises en quantité suffisante et d'une politique de tarification faisant obstacle aux pratiques de soumission opportunistes.

L'utilisation des lignes de swap bilatérales entre banques centrales a rapidement progressé durant ces dernières années.

Après 2007, les banques centrales des économies avancées ont mis en place des accords de *swap* en réponse à la crise financière internationale, entre elles et avec certaines économies émergentes. En particulier, la liquidité en dollars des États-Unis fournie par les lignes de *swap* du Système fédéral de réserve a contribué à limiter les tensions sur le financement sur les principaux marchés financiers avancés, au plus fort de la crise. Tandis que la plupart des lignes d'apport de liquidité à court terme conclues entre les banques centrales des économies avancées et émergentes sont arrivées à expiration ou ont été interrompues, les accords de *swap* entre la Banque centrale européenne⁵⁸, le Système fédéral de réserve, la Banque d'Angleterre, la Banque du Canada, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse se sont transformés en un réseau d'accords de *swap* bilatéraux illimités et permanents (c'est-à-dire ouverts). Les autres accords de *swap* existants ont des limites prédéfinies.

⁵⁶ L. S. Goldberg, C. Kennedy et J. Miu, *Central Bank Dollar Swap Lines and Overseas Dollar Funding Costs*, Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York, mai 2011.

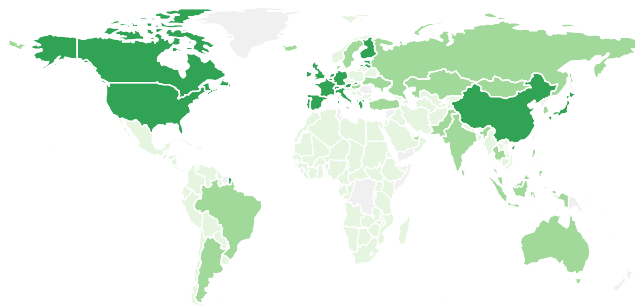
⁵⁷ N. Coffey, W. B. Hrun et A. Sarkar, *Capital Constraints, Counterparty Risk, and Deviations from Covered Interest Rate Parity*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report n° 393, 2009.

⁵⁸ Une analyse détaillée des accords de *swap* et des opérations de pensions livrées de la BCE est présentée dans l'article intitulé *Expérience en matière de swaps d'apport de liquidité en devises entre banques centrales* du *Bulletin mensuel* d'août 2014.

Graphique 3

Disponibilité des lignes de *swap* (il)limitées

(vert foncé = illimitées ; vert moyen = limitées ; vert clair = aucune ligne de *swap* ; gris = absence de données)



Sources : Banque d'Angleterre, Banque du Japon, Banque populaire de Chine, Système fédéral de réserve et BCE.

Notes : Données à partir de 2014. Seules les lignes de *swap* de la Banque d'Angleterre, de la Banque du Japon, de la Banque populaire de Chine, du Système fédéral de réserve et de la BCE sont représentées.

Aujourd'hui, le réseau mondial de lignes de *swap*, mesuré par le nombre d'accords actuels, est dominé par le renminbi chinois contre devises locales (cf. graphique 3).

Depuis 2009, la Banque populaire de Chine a rapidement développé son réseau de lignes de *swap* et, en février 2016, elle disposait de 31 lignes de *swap* actives pour un montant de 500 milliards de dollars⁵⁹. Bien que les lignes de *swap* chinoises aient souvent pour motivation essentielle de soutenir les échanges et les investissements bilatéraux avec les pays participant à son réseau de lignes de *swap*, elles peuvent aussi être utilisées pour traiter des problèmes de stabilité financière et des pénuries de liquidité en devises. Lorsque les lignes de *swap* en renminbis sont utilisées pour faire face à des pénuries d'avoirs de réserve en devises, des coûts

supplémentaires sont associés à la conversion du renminbi dans la monnaie de réserve correspondante.

Lorsque l'on évalue le rôle des accords de *swap* et de pension entre banques centrales dans le GFSN, il importe de garder à l'esprit que ces instruments reposent sur les mandats respectifs des banques centrales concernées.

Les lignes de *swap* ne peuvent remplacer les autres éléments du filet de sécurité. En fait, ce sont des instruments conçus pour contribuer à résoudre les tensions liées aux déséquilibres en devises sur les marchés financiers plutôt que des fonds pouvant être utilisés pour financer les déséquilibres de balance des paiements.

Globalement, le réseau actuel de lignes de *swap* entre banques centrales contribue à la fois à l'atténuation des crises et à la stabilité financière mondiale, mais la disponibilité des fonds est tributaire de leur conformité aux mandats des banques centrales impliquées.

Les lignes de *swap* entre banques centrales peuvent en principe être illimitées quant à leur montant et ne supporter aucun coût d'engagement lors de leur ouverture. Ainsi que l'expérience de la crise financière mondiale le suggère, les lignes de *swap* ne contribuent pas seulement à atténuer les tensions sur la liquidité de financement dans le compartiment de marché concerné, mais participent aussi à la stabilité financière mondiale *via* le canal de la confiance. Toutefois, en raison des mandats domestiques des banques centrales qui fournissent de la liquidité, la couverture par pays des lignes de *swap* est limitée. En ce qui concerne la BCE et l'Eurosystème, la fourniture de liquidité en euros *via* des accords de *swap* et de pension est assujettie à : (a) l'existence de circonstances exceptionnelles caractérisées par d'importants besoins de liquidité en euros découlant de graves dysfonctionnements des marchés ; (b) l'importance systémique pour la zone euro du pays demandant un accord de *swap* ; (c) la présence de fondamentaux économiques solides ; (d) le risque financier encouru par

⁵⁹ U. Volz, *Toward the Development of a Global Financial Safety Net or a Segmentation of the Global Financial Architecture?*, 2016.

l'Eurosystème ; et (e) la cohérence avec le soutien offert en parallèle, sous une forme ou une autre, par le FMI (cf. BCE, 2014).

3.3 Le financement par les institutions financières internationales

Compte tenu de la dimension mondiale de ses membres, de son mandat et de son expertise, le FMI est au cœur du GFSN. Avec 189 pays membres, le FMI est le fournisseur d'assurance de liquidité le plus vaste et le plus important. Son rôle particulier à l'égard du fonctionnement global du GFSN est inscrit dans ses statuts. Ces derniers définissent comme son but principal de garantir la stabilité du système monétaire international. Le FMI le réalise au travers de diverses activités qui aident les pays à prévenir et résoudre les crises, notamment : (a) conseiller les pays dans le cadre de ses activités de surveillance et promouvoir des politiques saines comme première ligne de défense ; (b) éviter les crises en offrant en accès à des ressources de liquidité dans le cadre de sa politique de prêt, en particulier *via* les lignes de précaution ; (c) fournir une assistance financière en cas de crise, assortie d'une conditionnalité appropriée si nécessaire, pour surmonter des problèmes de balance des paiements ; et (d) prévenir tout risque d'aléa moral par des exigences et une conditionnalité appropriés pour l'accès⁶⁰.

Avec plus de 60 ans d'exercice de ses activités de surveillance et de prêt, le FMI a une longue expérience d'assistance à ses membres pour la gestion des crises. Premièrement, les programmes du FMI aident les pays à empêcher que les crises ne se propagent (par exemple, Papi *et al.*, 2015). Deuxièmement, ces programmes peuvent être des catalyseurs permettant de ré-attirer les investisseurs privés (Bordo *et al.*, 2005 ; Mody et Saravia, 2006 ; Morris et Shin, 2006)⁶¹. Troisièmement, les programmes du FMI peuvent aussi contribuer à prévenir de futures inversions des flux de capitaux et des crises (par exemple Eichengreen *et al.*, 2008).

La crise financière mondiale a souligné que le FMI a besoin de maintenir une capacité de prêt suffisante afin de continuer d'exercer sa fonction de prévention et de résolution des crises. La demande potentielle de ressources du FMI s'est accrue avec l'intégration croissante des EME dans l'économie mondiale et l'intensification des risques de répercussions transfrontières touchant aussi les économies avancées, ainsi que l'a largement illustré la crise financière mondiale. Cette crise a induit un accroissement des besoins en ressources parmi les membres du FMI. Pour l'accomplissement de sa mission, les ressources du FMI ont été renforcées (FMI, 2016b). En avril 2009, le G20 a convenu d'accroître les ressources

⁶⁰ Les ressources disponibles pour la fonction de prêt du FMI s'élèvent actuellement à 1 000 milliards de dollars environ, ce qui fait du FMI le plus gros fournisseur unique d'assurance de liquidité (cf. FMI, 2016b), même si en termes de versements effectifs, le Mécanisme européen de stabilité (MES) a dépassé le FMI ces dernières années. En outre, le FMI peut allouer des DTS pour compléter les réserves existantes conformément à ses statuts.

⁶¹ M. D. Bordo, A. Mody et N. Oomes, *Keeping capital flowing: the role of the IMF*, International Finance, vol. 7, 2004, p. 421-450 ; A. Mody et D. Saravia, *Catalysing private capital flows: do IMF programmes work as commitment devices?*, Economic Journal, vol. 116, 2006, p. 843-867 ; S. Morris et H. S. Shin, *Catalytic finance: When does it work?*, Journal of International Economics, vol. 70, 2006, p. 161-177.

disponibles du FMI *via* les nouveaux accords d'emprunt (NAE) élargis, les portant à 500 milliards de dollars dans le cadre du plan mondial de relance. En 2010, les membres du Fonds se sont accordés sur une réforme des quotes-parts pour doubler les ressources versées intégralement du FMI, qui n'est toutefois entrée en vigueur qu'en janvier 2016. Durant la période intermédiaire, le FMI a reçu des engagements pour des prêts bilatéraux de plus de 400 milliards de dollars de la part de certains de ses membres pour compléter temporairement les ressources permanentes. En outre, une nouvelle allocation de DTS d'un montant de 250 milliards de dollars a été décidée pour fournir aux membres du Fonds la liquidité permettant de faire face à la crise.

Si la capacité de prêt du FMI demeure essentielle, certains craignent que des pays puissent être réticents à s'adresser à lui pour obtenir un soutien financier dans la mesure où les prêts accordés par le FMI sont conditionnés à la mise en œuvre de politiques précises. Les statuts du FMI mettent l'accent sur la nécessité d'adopter des politiques relatives à l'utilisation de ses ressources générales qui aideront les pays membres à résoudre leurs problèmes de balance des paiements conformément aux dispositions du FMI et à la nécessité de protéger les ressources du Fonds. En conséquence, le FMI octroie uniquement des prêts conditionnés par de bonnes politiques qui garantissent aussi la capacité de remboursement de l'emprunteur⁶². Si la conditionnalité a été utile pour résoudre les problèmes de balance des paiements des membres du Fonds et pour prévenir les risques d'aléa moral (par exemple Jeanne et Zettelmeyer, 2001⁶³), certains pays ont également été confrontés à des troubles sociaux ou à des réactions défavorables des marchés liés à la conditionnalité spécifique du programme (par exemple Vreeland, 2007⁶⁴). Des inquiétudes ont été exprimées quant au fait qu'en raison de ces expériences, certains pays peuvent être réticents à demander le soutien du FMI.

La réticence des pays à demander l'assistance du FMI pourrait avoir des conséquences potentiellement négatives pour la stabilité financière mondiale (par exemple Vreeland, 2007). Si un pays tarde à demander l'assistance du FMI, l'aggravation de ses problèmes pourrait entraîner une contagion à d'autres pays, le besoin d'une enveloppe de ressources plus large lorsque le pays se rapproche

⁶² La nécessité de s'assurer que le FMI soit remboursé est inscrite à l'article 1(v) de ses statuts. Les ressources du FMI sont généralement garanties en s'assurant de la capacité de remboursement d'un État membre soit par la définition de conditions attachées à l'agrément de l'obtention d'un prêt (conditionnalité *ex ante*) soit à la libération de tranches en contrepartie de preuves de conformité à un ensemble de conditions convenues (conditionnalité *ex post*). Autrement dit, les prêts ne sont accordés aux pays que sous condition de solvabilité. Les conditions sont convenues conjointement entre un État membre et le FMI sur demande d'un prêt de la part de cet État et avant l'approbation du Conseil d'administration du FMI.

⁶³ Jeanne et Zettelmeyer fournissent une interprétation large de l'aléa moral comme n'étant pas seulement le fait de prendre des risques avec l'argent du contribuable mondial (puisque les prêts du FMI doivent être remboursés), mais aussi avec celui du contribuable du pays considéré, susceptible de payer en dernier lieu le coût de mauvaises politiques. Cf. O. Jeanne et J. Zettelmeyer, *International Bailouts, Moral Hazard, and Conditionality*, Economic Policy, vol. 33, 2001, p. 409-432.

⁶⁴ J. R. Vreeland, *The International Monetary Fund: Politics of Conditional Lending*, Routledge: New York, 2007. Durant la crise asiatique, les pays faisant l'objet d'un programme du FMI ont enregistré d'importantes sorties de capitaux lorsque les politiques recommandées n'ont pas été aussi efficaces qu'initialement attendu. Par exemple, en Indonésie, le FMI a recommandé un régime de flottement libre du taux de change qui a induit une dépréciation de la devise. La restructuration des banques sans garantie des dépôts a entraîné des paniques bancaires et des fuites de capitaux. Cf., par exemple, T. Ito, *Can Asia Overcome the IMF Stigma*, American Economic Review, vol. 201, 2012, p. 198-202.

finalement du FMI (formulant une demande plus forte en ressources du FMI) et la nécessité d'un effort de réforme plus important de la part du pays (augmentant la probabilité d'un contrecoup politique). En outre, la réticence à recourir au FMI en tant que strate mondiale du GFSN peut entraîner une accumulation inefficace des réserves de change nationales.

Au fil des années, le FMI a réagi à ces préoccupations, notamment en renforçant ses prêts à titre de précaution (par exemple FMI, 2009 ; 2014a ; 2014b⁶⁵). La ligne de crédit modulable (LCM) renforcée et la ligne de précaution et de liquidité (LPL) ont été conçues pour protéger les pays ayant de solides fondamentaux des crises de liquidité provoquées par une contagion extérieure⁶⁶. Ces deux facilités nécessitent le respect de certains critères de pré-qualification (conditionnalité *ex ante*) et n'impliquent pas de conditionnalité *ex post* (LCM) ou de forme simplifiée (LPL). Dans la mesure où elles peuvent être demandées (et utilisées) en l'absence de tensions réelles sur la balance des paiements et où elles induisent uniquement un engagement du FMI à fournir un financement si le pays membre le demande (pas nécessairement de versements effectifs), elles devraient être moins coûteuses en termes politiques que les accords standard du FMI assortis d'exigences de conditionnalité complexes en termes d'actions préalables et de critères de performances. Cependant, les facilités de précaution n'ont été utilisées jusqu'à présent que par cinq pays.

Toutefois, la réticence à demander l'aide du FMI pourrait n'être pas liée uniquement à ses règles de conditionnalité strictes, mais aussi à la structure de gouvernance du FMI. Aux yeux de nombreuses EME, la structure de gouvernance du FMI est trop influencée par des considérations liées aux pays avancés, même après la révision des quotes-parts en 2010 (FMI, 2015).

Pour conserver son rôle central au sein du GFSN, le FMI devra mieux comprendre les causes principales à l'origine de la réticence à emprunter auprès du FMI. Les EME peuvent être tentées de s'appuyer également sur les financements apportés par d'autres institutions financières internationales qui peuvent être considérées comme imposant des conditions moins rigoureuses. Outre le soutien traditionnel de la Banque mondiale reposant sur des projets (principalement accordé aux économies en développement et aux économies émergentes), les banques régionales de développement fournissent des financements à des fins structurelles, notamment la Banque européenne pour la

⁶⁵ *The Flexible Credit Line – Guidance on Operational Issues* (La ligne de crédit modulable – Directives sur les questions opérationnelles), IMF Staff Paper, novembre 2009 ; *Review of the Flexible Credit Line, the Precautionary and Liquidity Line, and the Rapid Financing Instrument* (Présentation de la ligne de crédit modulable, de la ligne de précaution et de liquidité, et de l'instrument de financement rapide), IMF Policy Paper, janvier 2014 ; et *Review of the Flexible Credit Line, the Precautionary and Liquidity Line, and the Rapid Financing Instrument*, IMF Policy Paper, avril 2014.

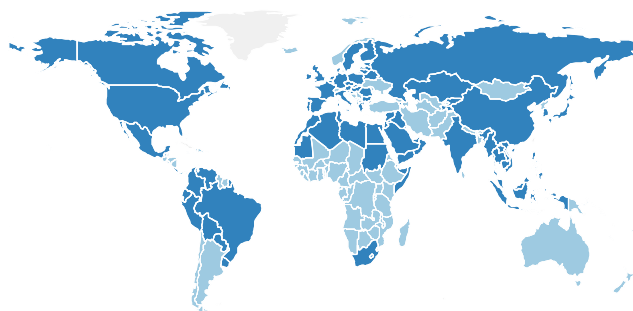
⁶⁶ La LCM est réservée aux pays ayant des fondamentaux économiques, des politiques et des cadres politiques institutionnels très solides. Ces pays doivent respecter cinq groupes de critères d'éligibilité liés à leur situation extérieure et à leur accès aux marchés, à leur politique budgétaire, à leur politique monétaire, à la solidité et au contrôle de leur secteur financier, et à l'adéquation des données. L'accès à la LCM n'est pas plafonné. La LPL a été conçue pour des pays ayant des fondamentaux économiques, des politiques et des cadres politiques institutionnels solides et des vulnérabilités modérées. L'accès à la LPL est limité à 250 % de la quote-part la première année, la limite totale étant de 500 % de la quote-part.

reconstruction et le développement (BERD), la Banque asiatique de développement (BAD) et, plus récemment, la Nouvelle banque de développement (NBD) des pays BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud) et la Banque asiatique d'investissement en infrastructures (BAII). Les pays BRICS ont également mis en place leur propre accord de soutien financier mutuel⁶⁷ (le *Contingent Reserve Arrangement* – CRA). Ces nouvelles institutions pourraient être perçues par de nombreuses EME comme plus en phase avec les préoccupations des économies de marché émergentes.

Graphique 4

Les membres des RFA

(bleu foncé = membre d'un RFA ; bleu clair = non-membre d'un RFA ; gris = absence de données)



Sources : Sites internet des RFA et BCE.

Notes : Le graphique tient compte des adhésions aux RFA suivants : le Fonds latino-américain de réserves (FLAR), le Fonds monétaire arabe (FMA), la multilatéralisation de l'initiative de Chiang Mai (MICM), le Contingent Reserve Arrangement (CRA), le Mécanisme européen de stabilité (MES), le Mécanisme européen de stabilisation financière (MESF), le Fonds européen de stabilité financière (FESF), le Fonds eurasiatique pour la stabilisation et le développement (EFSD), le North American Framework Agreement (NAFA) et l'aide de l'UE à la balance des paiements.

Au sein du GFSN, les accords régionaux de financement (*regional financing arrangements* – RFA) représentent un juste milieu entre

l'auto-assurance et l'assistance multilatérale offerte par le FMI à ses adhérents.

Il existe des RFA dans de nombreuses régions du monde, mais pas partout. Certains RFA sont établis depuis longtemps, tandis que d'autres n'ont été créés que plus récemment en réponse à la crise financière mondiale. Les « anciens » RFA, comme le Fonds monétaire arabe (FMA)⁶⁸, créé en 1976, et le Fonds latino-américain de réserves (FLAR)⁶⁹, qui est apparu en 1989 ont plus de trois décennies d'expérience des prêts. L'initiative de Chiang Mai (ICM), un accord de fourniture de lignes de *swap* bilatérales, a été prise en réponse au besoin perçu de l'Asie de l'Est de développer un mécanisme régional après la crise financière de 1997-1998

(cf. Sussangkarn, 2011⁷⁰). Le successeur de l'ICM,

l'accord⁷¹ de multilatéralisation de l'initiative de Chiang Mai (MICM), et les facilités européennes (temporaires, le Mécanisme européen de stabilisation financière (MESF) et le Fonds européen de stabilité financière (FESF), et permanente, le Mécanisme européen de stabilité (MES)) ont été créés plus récemment pour développer les ressources pour la prévention et la résolution des crises. Les capacités de prêt des RFA sont sensiblement différentes. Par exemple, les petits RFA ont une capacité de prêt inférieure à 10 milliards de dollars, tandis que le deuxième RFA le plus important, la MICM, et le premier à ce jour, le MES, disposent

⁶⁷ Toutefois, 70 % des ressources disponibles pour un membre sont conditionnés par le CRA à la mise en place d'un programme de précaution du FMI.

⁶⁸ L'objectif du Fonds monétaire arabe est de prêter assistance à ses membres hors OPEP. Ces pays sont l'Algérie, Bahreïn, les Comores, Djibouti, l'Égypte, l'Irak, la Jordanie, le Koweït, le Liban, la Libye, la Mauritanie, le Maroc, Oman, le Qatar, l'Arabie saoudite, la Somalie, le Soudan, la Syrie, la Tunisie, les Émirats arabes unis et le Yémen.

⁶⁹ Le FLAR a été créé en élargissant le FAR (Fonds andin de réserves), qui a été fondé en 1988. Ses adhérents sont la Bolivie, la Colombie, la République dominicaine, le Pérou, l'Uruguay et le Venezuela. Cf. également Ocampo et Titelman (2009) pour plus de précisions.

⁷⁰ C. Sussangkarn, *Chiang Mai Initiative Multilateralization: Origin, Development, and Outlook*, Asian Economic Policy Review, vol. 6, 2011, p. 203-220.

⁷¹ La MICM est un accord régional de financement est-asiatique qui couvre Brunei Darussalam, le Cambodge, la Chine, Hong-Kong, l'Indonésie, le Japon, la Corée, le Laos, la Malaisie, le Myanmar, les Philippines, Singapour, la Thaïlande et le Vietnam (cf. Sussangkarn, 2011), qui a succédé à l'initiative de Chiang Mai en l'élargissant.

de capacités totales de prêt de 240 milliards de dollars et 500 milliards d'euros, respectivement.

Les RFA diffèrent quant à leur objectif et leur organisation, leur capacité de surveillance et les conditions sous lesquelles ils versent des financements.

S'agissant de leur objectif et de leur organisation, la plupart des RFA fournissent des ressources financières à leurs adhérents ayant des problèmes de balance des paiements pour gérer les crises économiques et éviter la contagion régionale. Certains RFA, mais pas tous, définissent des conditions d'ajustement macroéconomique avant de verser des financements, comme la facilité de prêt ordinaire et la facilité de prêt élargie du FMA ou les prêts octroyés par le FLAR. Certains RFA font dépendre leur assistance des conditions de soutien financier du FMI⁷².

Les RFA étant géographiquement plus proches de leurs membres que le FMI, ils peuvent offrir une assistance ciblée fondée sur une connaissance locale plus approfondie pour appliquer des mesures permettant d'aider un membre à surmonter une crise (par exemple, Ocampo et Titelman, 2009)⁷³. De plus, le nombre limité de membres des RFA peut être une aide à la prise de décision rapide, ce qui facilite, en cas de crise, le versement des fonds dans un délai opportun.

Toutefois, certains RFA peuvent en venir à endosser une charge excessive en raison de ressources limitées. Les ressources de plusieurs RFA sont limitées, ce qui restreint la durée, la taille et le nombre de prêts que le RFA peut offrir à un moment donné. De plus, les pays dont la volonté d'ajustement est moindre ou le besoin d'ajustement plus important, ainsi que les pays qui considèrent l'assistance du FMI comme ayant un coût politique élevé, peuvent préférer l'aide d'un RFA. Par conséquent, les RFA peuvent se retrouver soumis à une charge excessive lors d'un choc régional ou prolongé. Pour soutenir les RFA dans leur rôle vital d'assistance lors des crises régionales, de solides arguments plaident en faveur de leur renforcement (par exemple KAWAI, 2015⁷⁴).

Une coopération améliorée entre les RFA et le FMI pourrait promouvoir leur utilisation, tout en réduisant les incitations à rechercher les facilités offrant les conditions les plus favorables. Au vu des liens existants entre les RFA et le FMI, il semble qu'il y ait matière à une coopération qui offre un soutien aux RFA, tout en évitant cette tendance à rechercher les conditions les plus avantageuses des facilités et une charge excessive pour les RFA. En 2011, le G20 a approuvé six principes pour la coopération entre le FMI et les RFA (cf. encadré 1) qui contribuent à orienter ce processus.

⁷² La MICM a relevé la part non conditionnelle de 20 % à 30 % le 17 juillet 2014. Elle réexamine actuellement les modalités particulières de sa coopération avec le FMI.

⁷³ J. A. Ocampo et D. Titelman, *Subregional financial cooperation: the South American experience*, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 32, 2009, p. 249-268.

⁷⁴ M. Kawai, *From the Chiang Mai Initiative to an Asian Monetary Fund*, ADBI Working Paper n° 527, 2015.

Encadré 1

Principes du G20 pour la coopération entre le FMI et les Accords régionaux de financement (15 octobre 2011)

En novembre 2010, les dirigeants du G20 ont demandé aux ministres des Finances et aux gouverneurs de banques centrales du G20 de rechercher « les moyens d'améliorer la coopération entre les RFA et le FMI dans tous les domaines possibles ». En s'appuyant sur les contributions des pays de l'UE et de l'ASEAN+3 qui sont membres du G20, les grands principes de coopération non contraignants suivants ont fait l'objet d'un accord. La collaboration avec le FMI doit aussi être adaptée à chaque RFA de manière flexible pour tenir compte des circonstances spécifiques à chaque région et des particularités des RFA.

1. Une coopération renforcée entre les RFA et le FMI serait une avancée vers une meilleure prévention des crises, une résolution des crises plus efficace, et réduirait l'aléa moral. La coopération entre les RFA et le FMI doit favoriser une surveillance rigoureuse et homogène et promouvoir des objectifs communs de stabilité financière et monétaire régionale et mondiale.
2. La coopération doit respecter les rôles, l'indépendance et les processus de décision de chaque institution, en tenant compte de manière flexible des spécificités régionales.
3. La coopération entre les RFA et le FMI peut être déclenchée par une crise, mais une collaboration continue doit être encouragée comme moyen de construire une capacité régionale de prévention des crises.
4. La coopération doit débuter dès que possible et inclure un partage ouvert des informations et des missions conjointes le cas échéant. Il est clair que chaque institution a des avantages comparatifs et pourrait tirer parti de l'expertise des autres. En particulier, les RFA ont une meilleure compréhension des circonstances régionales et le FMI dispose d'une plus grande capacité de surveillance mondiale.
5. La cohérence des conditions de prêt doit être recherchée dans toute la mesure du possible, afin de prévenir l'arbitrage des facilités, en particulier en ce qui concerne les conditions d'assurance et la tarification des facilités. Toutefois, une certaine flexibilité serait nécessaire s'agissant des ajustements de la conditionnalité, s'il y a lieu, et du calendrier des réexamens. En outre, des décisions définitives relatives à l'assistance financière dans un programme conjoint doivent être prises par les différentes institutions participant au programme.
6. Les RFA doivent respecter le statut de créancier privilégié du FMI.

Sources : G20 et FMI.

3.4 L'interaction entre les strates du filet de sécurité financière mondial

Une meilleure compréhension de l'interaction entre les différentes strates du GFSN contribuerait à éviter de faire peser une charge excessive sur un de ses éléments et encouragerait plus généralement une utilisation complémentaire de certains des différents éléments. L'interaction entre les différentes strates du filet de sécurité doit être fondée sur les différents objectifs et caractéristiques

opérationnelles et sur le rôle que chaque élément peut et doit remplir. La présente section analyse ces interactions.

Actuellement, la coopération entre strates est limitée. Le filet de sécurité financière mondial s'étant développé de plus en plus hors du FMI, pour partie *via* des activités d'auto-assurance des pays et pour partie *via* la fourniture de financements grâce à d'autres accords bilatéraux ou régionaux ou par d'autres institutions, les liens de coordination au sein des strates et entre elles sont limités. Surtout depuis la crise financière mondiale, le GFSN compte davantage encore de strates et il s'est diversifié en partie en raison de la variété des objectifs et de la structure de ses différents éléments. De ce fait, la couverture du GFSN est différente dans chaque pays. Cependant, la diversité des objectifs et des règles implique également qu'il n'existe que des possibilités réduites de substitution entre les strates du GFSN.

La question se pose de savoir s'il est possible que les différentes strates du GFSN soient mieux alignées pour garantir une plus grande utilisation complémentaire et une meilleure couverture des pays afin de renforcer les capacités globales d'assurance du GFSN dans son ensemble. Pour éviter de surcharger une strate spécifique, l'utilisation complémentaire de certaines autres strates du GFSN pourrait faire l'objet d'une analyse plus approfondie. Il faut prêter attention à la capacité de chaque élément du GFSN à atteindre ses objectifs généraux, à ses caractéristiques propres et à la capacité des pays à accéder à chacun de ces éléments du GFSN. Dans ce contexte, il convient de garder à l'esprit qu'à l'échelle régionale, on observe une augmentation du nombre et de la taille des RFA, mais aussi des banques régionales de développement qui ont la capacité d'offrir un soutien financier complémentaire.

À l'échelle mondiale, un FMI doté de ressources suffisantes définies sur la base de quotes-parts doit être au cœur du GFSN, offrant un soutien lié aux crises potentielles ou effectives de balance des paiements. La prévention efficace des crises est bien assurée par le FMI grâce à une surveillance appropriée des politiques macroéconomiques, financières et macroprudentielles. Il est par conséquent essentiel que la structure d'incitations intégrée aux critères d'admissibilité des facilités de précaution soutienne des politiques énergiques, donnant ainsi tout son poids à la surveillance. La résolution effective des crises repose sur l'adéquation et l'utilisation efficiente des ressources du FMI. Le maintien d'un niveau suffisant de ressources et leur utilisation de manière judicieuse, y compris à des fins de précaution, est donc essentiel pour que le FMI accomplisse sa mission de stabilisation en tant que strate véritablement mondiale du GFSN. Le rôle de stabilisation du FMI serait accru par une compréhension plus approfondie et une réduction du coût politique associé, pour certains pays, à une demande d'assistance auprès du FMI.

À l'échelle nationale, des politiques et des cadres macroéconomiques sains restent la première ligne de défense. Cela n'est pas en contradiction avec le constat que l'accumulation de réserves de précaution à des fins d'auto-assurance a été bien utile à de nombreux pays en période de crise. Toutefois, une accumulation excessive de réserves est coûteuse et risque de créer des déséquilibres et une

inefficacité systémique. Le coût de l'accumulation de réserves de précaution est variable selon les pays et il doit être évalué au regard du coût d'une insuffisance de réserves propres. Une plus grande transparence quant à la disponibilité et au coût de l'accumulation de réserves au niveau des différents pays pourrait jouer un rôle utile en la matière.

Les accords bilatéraux de swap et de pension entre banques centrales constituent une forme très particulière de fourniture de liquidité à court terme pour faire face aux contraintes de liquidité dans le secteur bancaire domestique.

Leur mise en place est une décision cohérente avec le mandat des banques centrales. Il n'existe notamment aucune latitude pour la fourniture de liquidité de banque centrale aux États. Une autre conséquence de l'assujettissement de ces accords au mandat est qu'il est impossible pour une entité (même pour le FMI) d'être coordinateur de la fourniture de lignes de swap des banques centrales.

La coopération entre le FMI et les RFA mérite d'être menée plus avant.

Certains RFA sont à présent plus proches d'être exploitables qu'avant la crise financière mondiale, mais plusieurs infrastructures n'ont pas encore été testées et pourraient être soumises à une charge excessive en cas de choc régional ; il serait donc utile de développer aussi hors période de crise une coopération plus étroite entre le FMI et les RFA. Les RFA se situent à des stades de développement très différents et varient fortement en termes de taille, de centre d'intérêt, et de fréquence et de nature des prêts. En outre, les outils de surveillance sont encore en cours de développement pour de nombreux RFA. Compte tenu de la grande expérience du FMI en matière de surveillance et de prêt, une coopération plus étroite entre le FMI et les RFA mérite d'être poursuivie, en particulier par un conseil et une assistance technique auprès des RFA qui n'ont pas encore été testés. Les principes du G20 (cf. encadré 1) sont un instrument approprié pour orienter la coopération entre le FMI et les RFA. La diversité des RFA souligne la nécessité d'une approche adaptée. L'expérience européenne en matière de résolution de crise montre qu'il est également possible de tirer un profit substantiel de l'engagement d'un RFA dans la stabilisation d'un pays et que les RFA peuvent être un complément au soutien du FMI.

4

Conclusion

Les différentes strates du filet de sécurité financière mondial – recouvrant les avoirs de réserve, les accords de financement régionaux, les financements octroyés par les institutions financières internationales et les lignes de swap et de pension entre banques centrales – sont des composantes essentielles au bon fonctionnement du système monétaire international. Les différents éléments du GFSN ont été façonnés par les évolutions historiques et ils ont tous été conçus pour apporter une contribution au maintien de la stabilité économique et financière en fournissant une assurance et en apportant des financements en situation de crise, comme indiqué dans les sections précédentes.

Le FMI est au centre du GFSN. Il a une longue expérience de l'encouragement à mener des politiques économiques saines et de la gestion des crises avec sa panoplie d'instruments très diversifiés. Toutefois, le rôle de stabilisation du FMI pourrait être encore amélioré en faisant un usage plus rapide et plus efficace de ses facilités et grâce à la poursuite de l'évolution de sa gouvernance. Tandis que les lignes de *swap* et de pension entre banques centrales ont été très efficaces pour atténuer les tensions sur les financements en devises, il faut souligner que leur utilisation doit être décidée par les banques centrales, conformément à leurs mandats respectifs, et que par conséquent, elles ne sont pas adaptées à une coordination à l'échelle mondiale telle que celle offerte par le FMI. Les autres éléments du GFSN ont également leurs objectifs et leurs limites. Compte tenu de leur très forte croissance à la suite de la crise financière mondiale, le GFSN présente désormais un tableau plus hétérogène. Une piste prometteuse en la matière est le renforcement des RFA qui n'ont pas encore été testés par le biais du conseil et de la coopération technique.

Un état des lieux à l'échelle mondiale mettant l'accent sur le rôle du FMI comme véritable pivot mondial du GFSN est nécessaire. Pour empêcher le GFSN de se développer dans des directions sous-optimales, que ce soit parce qu'une part des ressources n'est pas disponible dans certains pays ou certaines régions, ou parce que la disponibilité des ressources laisse une plus grande place à des comportements associés à un aléa moral, un état des lieux mondial est justifié dans le contexte actuel de l'après-crise financière mondiale. Cette analyse doit se concentrer essentiellement sur la façon de renforcer le rôle du FMI comme véritable pivot mondial du GFSN, compte tenu de l'universalité de ses membres. Cet état des lieux ne doit pas être dressé isolément. Les réformes visant à limiter la demande en ressources du filet de sécurité financière doivent aussi être analysées de façon plus approfondie. Les efforts récents pour renforcer la réglementation financière mondiale et le cadre de restructuration des dettes souveraines, ainsi que la possibilité de mobiliser un soutien en liquidité du secteur privé en cas de crise, sont des éléments importants à cet égard.

Nouvelles données sur l'ajustement des salaires en Europe au cours de la période 2010-2013

Cet article présente les résultats de la troisième vague d'enquête du réseau de recherche sur la dynamique des salaires (*Wage Dynamics Network* – WDN), qui a été réalisée récemment dans 25 pays de l'UE afin d'évaluer comment les entreprises se sont ajustées aux différents chocs et aux réformes du marché du travail intervenus dans l'Union européenne entre 2010 et 2013. L'article se concentre sur les rigidités salariales et l'ajustement des salaires. Les principaux résultats présentés peuvent être résumés comme suit : une rigidité nominale des salaires à la baisse a été constatée dans l'Union européenne au cours de la période 2010-2013. Son incidence a toutefois été plus faible durant cette période que lors de la première phase de la crise (2008-2009). La réticence des entreprises à réduire les salaires de base, privilégiant plutôt un gel, a contribué à une fréquence de modification des salaires plus faible sur la période 2010-2013 qu'au cours de la période de stabilité économique avant la crise (2002-2007). Les données d'enquêtes suggèrent également que les entreprises ont réduit les primes plutôt que les salaires de base pour ajuster leurs coûts salariaux. Enfin, dans les pays de la zone euro ayant entrepris des réformes de grande ampleur de leur marché du travail, une proportion importante d'entreprises ont eu plus de facilité en 2013 qu'en 2010 à ajuster tant l'emploi que les salaires.

1

Introduction

La rigidité des salaires est au centre des préoccupations des banques centrales, notamment durant les périodes d'instabilité économique et de faible inflation et en présence de marchés du travail segmentés. Comprendre les rigidités salariales, leurs sources et leurs profils d'évolution est essentiel pour conduire la politique monétaire et concevoir des politiques structurelles appropriées. L'inertie des salaires est un facteur important à l'origine de la viscosité des prix dans la zone euro, comme l'indiquent les conclusions du réseau de recherche sur la persistance de l'inflation (*Inflation Persistence Network* – IPN), un réseau de recherche de l'Eurosystème qui analyse les caractéristiques et les déterminants du processus de formation des prix dans la zone euro⁷⁵. La rigidité à la baisse du salaire nominal, c'est-à-dire la résistance aux baisses de salaires, pourrait avoir des

⁷⁵ Cf. F. Altissimo, M. Ehrmann et F. Smets, *Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area: a summary of the IPN evidence*, Occasional Paper Series n° 46, BCE, juin 2006, et l'article intitulé *Le processus de formation des prix dans la zone euro*, *Bulletin mensuel*, BCE, novembre 2005. Ces travaux ont montré que l'inertie des salaires est un facteur important à l'origine de la viscosité des prix dans la zone euro et, par conséquent, un déterminant essentiel de la transmission de la politique monétaire. D'autres éléments montrant cette relation sont présentés pour 17 pays de l'UE dans Druant *et al.*, *Firms' price and wage adjustment in Europe: Survey evidence on nominal stickiness*, *Labour Economics*, vol. 19, numéro 5, octobre 2012, p. 772-782.

conséquences sur le choix du taux d'inflation optimal. Face à une rigidité à la baisse du salaire nominal, un taux d'inflation positif est nécessaire afin de faciliter l'ajustement des salaires relatifs (réels) et ainsi « mettre de l'huile dans les rouages de l'économie ». Par conséquent, un taux d'inflation trop bas pourrait, en présence d'une rigidité à la baisse du salaire nominal, entraîner un chômage de longue durée. Ces considérations ont suscité en macroéconomie un débat de longue date qui remonte à Tobin⁷⁶.

Le mécanisme d'ajustement des salaires utilisé par les entreprises joue également un rôle essentiel dans la transmission des chocs économiques. De fait, au cours de la récente crise économique et financière, le degré de flexibilité des salaires a déterminé, entre autres facteurs, la vitesse, la nature et le coût de l'ajustement face aux chocs économiques⁷⁷. De plus, l'identification des sources des rigidités salariales est primordiale pour élaborer des politiques structurelles appropriées facilitant l'ajustement aux chocs⁷⁸. Plus généralement, la flexibilité des salaires est essentielle au bon fonctionnement d'une union monétaire composée de plusieurs pays ayant des marchés du travail segmentés, telle que la zone euro, dans laquelle il existe une forte hétérogénéité entre les pays en termes de caractéristiques et de performances du marché du travail⁷⁹. En effet, compte tenu des différences entre les pays s'agissant de la capacité des entreprises à ajuster les salaires en réponse aux chocs, un pays où la rigidité est plus forte souffrira d'une perte de compétitivité par rapport aux pays ayant un marché du travail plus flexible.

Dans ce contexte, le SEBC a développé une enquête ad hoc sur le processus de fixation des salaires et des prix au niveau des entreprises : l'enquête du réseau de recherche sur la dynamique des salaires (WDN). L'enquête WDN collecte des informations permettant aux chercheurs d'analyser l'effet exercé sur les ajustements des salaires, de l'emploi et des prix par les caractéristiques des entreprises, l'environnement économique et les caractéristiques institutionnelles des marchés du travail dans lesquels les entreprises opèrent. La troisième vague de l'enquête WDN (WDN3) a été menée récemment et couvre la période 2010-2013. L'importante valeur ajoutée de cette enquête tient au fait qu'elle a également collecté des informations pouvant être utilisées pour évaluer l'impact des différents chocs et la pertinence des réformes récentes des marchés du travail qui sont réputées avoir une incidence sur les ajustements de ces marchés.

⁷⁶ J. Tobin, *Inflation and unemployment*, *American Economic Review*, vol. 62, numéro 1, février 1972, p. 1-18. L'argument de Tobin a été formalisé dans G. Akerlof, W. Dickens et G. Perry, *The Macroeconomics of Low Inflation*, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 27, numéro 1, 1996, p. 1-76. Fagan et Messina sont parvenus à la conclusion que le taux d'inflation stable optimal varie entre 0 % et 2 % pour la Belgique, l'Allemagne, le Portugal et la Finlande, tandis qu'il oscille entre 2 % et 5 % pour les États-Unis. Cf. G. Fagan et J. Messina, *Downward wage rigidity and optimal steady-state inflation*, *Working Paper Series*, n° 1048, BCE, avril 2009.

⁷⁷ Fabiani *et al.* ont montré que durant la première phase de la crise (2008-2009), l'incapacité des entreprises à baisser les salaires pourrait avoir empêché un ajustement optimal de leurs coûts de main-d'œuvre et les avoir forcées à ajuster l'emploi plutôt que les salaires, contribuant ainsi aux destructions d'emplois. Cf. Fabiani *et al.*, *European firm adjustment during times of economic crisis*, *IZA Journal of Labor Policy*, vol. 4, Article 24, décembre 2015.

⁷⁸ Cf. également l'encadré intitulé *Rigidité à la baisse des salaires et rôle des réformes structurelles dans la zone euro*, *Bulletin économique*, numéro 8, BCE, 2015.

⁷⁹ Plus généralement, il existe une grande hétérogénéité entre les marchés du travail nationaux de l'UE.

Le présent article fournit des éléments sur les caractéristiques et les sources des rigidités nominales des salaires dans les différents pays de l'UE sur la période 2010-2013, à partir des données de l'enquête WDN3. L'article est structuré de la manière suivante : la section 2 décrit les principales caractéristiques de l'enquête WDN. La section 3 analyse brièvement certaines caractéristiques qui sous-tendent l'hétérogénéité entre les pays en termes de rigidités salariales et, plus généralement, de performances du marché du travail en Europe au cours de la période 2010-2013. La section 4 présente des faits stylisés relatifs aux rigidités nominales des salaires, notamment la viscosité des salaires et la fréquence de modification des salaires de base (4.1), la rigidité à la baisse du salaire nominal (4.2) et l'utilisation des primes et des avantages divers comme marges d'ajustement des coûts de main-d'œuvre en plus des modifications des salaires de base (4.3). La section 5 présente des éléments de conclusion.

2 L'enquête WDN : échantillon et données

L'enquête WDN offre un ensemble de données unique pour analyser la dynamique des salaires, en tenant compte des caractéristiques institutionnelles et de celles spécifiques aux entreprises ainsi que de l'environnement économique dans lequel ont opéré les entreprises. Cette enquête a été lancée par le *Wage Dynamics Network*, un réseau de recherche du SEBC qui se consacre à l'identification des sources et des caractéristiques des dynamiques des salaires et des coûts de main-d'œuvre qui sont les plus pertinentes pour la politique monétaire⁸⁰. La première vague de l'enquête WDN (WDN1) a été réalisée par 17 banques centrales nationales (BCN) entre la fin 2007 et le premier semestre 2008. Elle a collecté des informations sur une période de stabilité économique et de croissance relativement stable, à savoir 2002-2007. Au cours de l'été 2009, dix BCN ont conduit une enquête de suivi plus ciblée, dans le but spécifique de comprendre les réactions des entreprises lors de la première phase de la crise (2008-2009). Il s'agissait alors de la deuxième vague de l'enquête WDN (WDN2)⁸¹.

La troisième vague de l'enquête WDN (WDN3) a été réalisée par 25 BCN du SEBC entre la fin 2014 et le premier semestre 2015. L'enquête WDN3 avait pour objectif d'évaluer les ajustements récents des marchés du travail et les réactions des entreprises aux différents chocs et aux réformes des marchés du travail intervenus au cours de la seconde phase de la crise (2010-2013). Cette campagne d'enquête a permis de collecter des informations auprès de 25 000 entreprises dans les secteurs suivants : industrie manufacturière, énergie, construction, commerce et transports, services marchands, intermédiation financière et, pour certains pays, services non

⁸⁰ Le réseau WDN, en tant que tel, a fonctionné de juillet 2006 à décembre 2009.

⁸¹ Les données totalement harmonisées de l'enquête WDN1 sont disponibles pour la Belgique, la République tchèque, l'Estonie, l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, la Lituanie, la Hongrie, les Pays-Bas, l'Autriche, la Pologne, le Portugal et la Slovaquie. L'enquête WDN2 a été réalisée dans les pays suivants : la Belgique, la République tchèque, l'Estonie, l'Espagne, la France, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, l'Autriche et la Pologne.

marchands⁸². Par construction, l'échantillon est relativement équilibré entre les différentes catégories de taille d'entreprises au sein de chaque pays et entre les secteurs considérés. Sa distribution suit étroitement celle de l'emploi privé dans chaque pays. Toutefois, la taille de l'échantillon varie selon les pays, tant en termes absolus que par rapport au nombre d'entreprises dans chaque pays. Par conséquent, des pondérations individuelles ont été calculées pour chaque entreprise afin que l'échantillon soit représentatif du nombre total d'entreprises dans chaque pays et pour tenir compte du nombre de salariés que l'entreprise représente dans un pays donné.

Les enquêtes WDN sont des enquêtes ad hoc réalisées au niveau des entreprises et qui répondent à des besoins d'information spécifiques. Cette caractéristique a donné lieu à des questionnaires différents selon les vagues d'enquête. La couverture en termes de pays varie également selon les campagnes, de même que l'échantillon d'entreprises dans chaque pays. Au sens strict, les enquêtes WDN ne sont donc pas des vagues différentes d'un panel, mais ont abouti à des ensembles de données sur les différents pays avec une large couverture géographique et sectorielle. Le principal avantage d'une enquête *ad hoc* réalisée au niveau des entreprises est sa flexibilité. Les entreprises peuvent être interrogées directement sur les caractéristiques de leur processus de fixation des salaires et des prix, sur leurs réactions aux chocs ou leur perception de l'efficacité et de l'impact des réformes, des informations qui seraient difficiles à obtenir autrement. En ce qui concerne les salaires, les enquêtes s'adressant aux entreprises fournissent généralement des informations plus exactes que celles qui s'adressent aux ménages. Néanmoins, il convient de garder à l'esprit plusieurs insuffisances inhérentes aux enquêtes *ad hoc*, telles que les faibles taux de réponse et d'éventuelles interprétations erronées des questions. De plus, les réponses peuvent être influencées par l'environnement macroéconomique spécifique au moment de l'enquête.

3 Une hétérogénéité entre les pays s'agissant de l'incidence de la crise au cours de la période 2010-2013

L'enquête WDN3 fournit des informations au niveau des entreprises sur plusieurs aspects pouvant être utilisés pour rendre compte de l'hétérogénéité entre pays s'agissant des marchés du travail européens et des rigidités salariales.

3.1 L'incidence des chocs

La nature et l'intensité variables des chocs ayant affecté les marchés du travail européens peuvent avoir contribué à l'hétérogénéité de leurs performances dans les différents pays. L'enquête WDN3 fournit des informations détaillées sur différents chocs ayant frappé les entreprises européennes au cours de la période

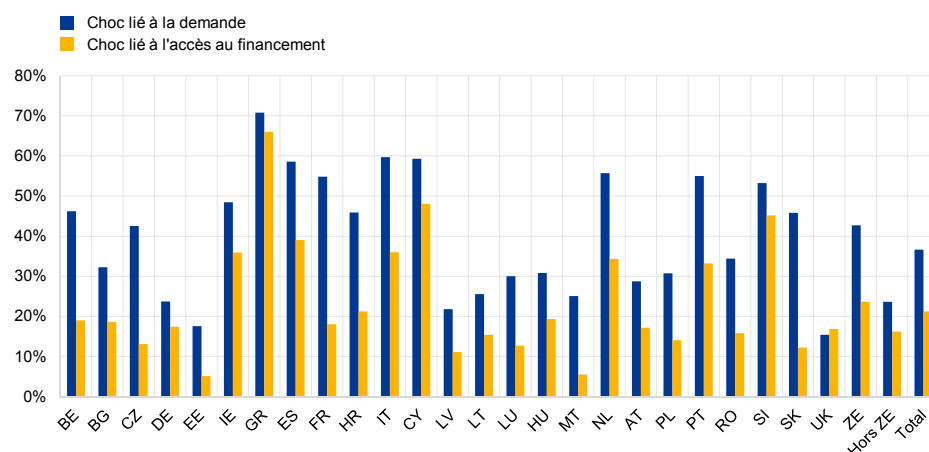
⁸² Pour la liste des pays couverts, cf. le tableau 1.

2010-2013⁸³. Le graphique 1 décrit brièvement l'incidence des chocs selon les pays ; il présente le pourcentage d'entreprises ayant déclaré une diminution (ou une forte diminution) de la demande totale et de l'accès au crédit. En moyenne, 36 % des entreprises de l'UE ont déclaré une baisse de la demande ; 42 % des entreprises de la zone euro ont enregistré une telle baisse mais seulement 23 % des entreprises hors zone euro. Au niveau des différents pays, 71 % des entreprises en Grèce et 59 % à Chypre ont déclaré être confrontées à un choc de demande, à la différence de l'Estonie et du Royaume-Uni où moins de 18 % des entreprises ont fait état d'un tel choc. Une même hétérogénéité est constatée s'agissant des chocs de crédit. Alors que 66 % des entreprises en Grèce, 48 % à Chypre, 45 % en Slovaquie et environ 39 % en Espagne font état d'un accès plus restreint au crédit, elles sont seulement 5 % environ dans ce cas en Estonie et à Malte et 11 % en Lettonie. Fait intéressant, c'est la volatilité de la demande, plutôt que son niveau, qui est une préoccupation dans les États baltes, où la période 2010-2013 correspondait à un redressement après une détérioration importante du marché du travail⁸⁴.

Graphique 1

Pourcentage des entreprises souffrant d'un choc lié à la demande et à l'accès au financement sur la période 2010-2013

(pourcentage d'entreprises ; valeurs pondérées de l'emploi)



Source : Calculs de la BCE à partir de l'enquête WDN3.

Notes : Les entreprises de moins de cinq salariés ne sont pas prises en compte dans les calculs. Les chiffres sont pondérés afin de refléter l'emploi total et recalculés de manière à exclure les non-réponses. Les chiffres pour l'Irlande ne sont pas pondérés. Les totaux sont calculés pour les pays ayant une pondération. Les chocs liés à la demande et à l'accès au financement sont définis comme le pourcentage d'entreprises connaissant une diminution modérée ou forte de la demande et de l'accès au financement, respectivement.

⁸³ S'agissant des chocs, il a été demandé aux entreprises d'établir une distinction entre les chocs domestiques et externes pour la demande et entre les différentes méthodes de financement (pour financer de nouveaux projets d'investissement, pour se refinancer, etc.) dans le cas de chocs financiers. En outre, il leur a été demandé de fournir des informations sur la volatilité de la demande, la capacité de paiement des clients et la disponibilité des approvisionnements.

⁸⁴ Non représentée dans le graphique 1.

3.2 Les négociations salariales collectives en Europe

Les institutions intervenant dans les négociations salariales jouent probablement un rôle important dans la dynamique des salaires et, plus généralement, dans le fonctionnement du marché du travail. S'agissant de l'ajustement et de la rigidité des salaires, la littérature théorique attribue un rôle important aux institutions intervenant dans les négociations salariales et de nombreux ouvrages empiriques tentent de quantifier ce rôle. Cette quantification demeure toutefois difficile et les informations comparables au niveau international sont limitées. Les enquêtes WDN1 et WDN3 fournissent des informations sur la centralisation et la couverture des conventions collectives. En ce qui concerne la centralisation, les enquêtes ont demandé aux entreprises si elles appliquaient une convention collective négociée et signée en dehors de l'entreprise et/ou au niveau de l'entreprise⁸⁵. Ce dernier type d'accord est généralement considéré comme plus flexible que le premier, dans la mesure où il laisse à l'entreprise une plus grande latitude pour réagir aux circonstances économiques qui lui sont spécifiques.

⁸⁵ Des accords conclus aux deux niveaux coexistent souvent dans l'entreprise.

Tableau 1

Négociations collectives - niveau et couverture : vue d'ensemble par pays en 2013

	% des entreprises ayant signé une convention collective			% des salariés couverts par une convention collective
	Au niveau de l'entreprise	En dehors de l'entreprise	Au niveau de l'entreprise ou en dehors	
Belgique	30,8	63,0	72,0	94,4
Bulgarie	21,8	7,0	24,3	17,8
République tchèque	30,6	10,0	39,0	33,2
Allemagne	16,1	47,2	56,9	48,3
Estonie	10,1	2,0	11,3	8,2
Irlande	8,1	7,7	14,5	6,9
Grèce	26,2	42,8	60,1	71,4
Espagne	31,0	77,3	95,2	96,3
France	28,9	82,9	88,8	94,4
Croatie	35,4	23,3	45,2	47,1
Italie	60,4	89	99,5	99,0
Chypre	31,7	41,7	56,4	39,6
Lettonie	16,7	2,3	18,9	18,3
Lituanie	17,4	1,9	18,2	16,0
Luxembourg	25,1	33,4	54,9	54,0
Hongrie	20,2	6,7	23,2	20,3
Malte	31,0	0,5	31,0	23,8
Pays-Bas	61,1	49,3	82,9	89,4
Autriche	27,4	88,0	98,8	80,4
Pologne	17,9	1,0	20,9	20,9
Portugal	13,0	62,2	66,3	62,5
Roumanie	69,4	7,7	73,0	71,6
Slovénie	57,9	75,9	86,9	79,4
Slovaquie	35,1	14,8	38,4	35,7
Royaume-Uni	17,4	7,2	32,7	21,3
Zone euro	28,9	64,3	75,0	73,4
Hors zone euro	23,1	6,5	34,2	28,2
Total	26,8	50,3	63,9	60,9
Total (pays couverts par l'enquête WDN1)	31,9	64,2	76,0	77,1

Source : Calculs de la BCE à partir de l'enquête WDN3.

Notes : Les entreprises de moins de cinq salariés ne sont pas prises en compte dans les calculs. Les chiffres sont pondérés afin de refléter l'emploi total et recalculés de manière à exclure les non-réponses. Les chiffres pour l'Irlande ne sont pas pondérés. Les totaux sont calculés pour les pays ayant une pondération.

Le pourcentage d'entreprises appliquant un certain type de convention collective en 2013 est très élevé dans les pays de la zone euro couverts par l'enquête mais plus faible qu'en 2007. En moyenne, quelque 75 % des

entreprises appliquaient une convention collective dans la zone euro en 2013, tandis qu'elles étaient 95 % en 2007. En revanche, dans les pays n'appartenant pas à la zone euro couverts par l'enquête, seulement 34 % environ des entreprises appliquaient une convention collective en 2013 contre 28 % en 2007. Il convient de noter que dans les États baltes, seule une très faible proportion des entreprises

appliquait des conventions collectives (11-18 % en 2013)⁸⁶. Des différences entre les pays de la zone euro et les pays n'appartenant pas à la zone sont également visibles lorsque l'on examine séparément les conventions collectives signées au niveau de l'entreprise et celles signées en dehors de l'entreprise. Dans la zone euro, les conventions collectives ont continué d'être signées essentiellement en dehors de l'entreprise, au niveau sectoriel (cela concerne 64,3 % des entreprises, représentant la plus grande partie des salariés), à l'exception des États baltes, où les négociations salariales ont été principalement organisées au niveau de l'entreprise. Cette dernière situation concerne également les pays n'appartenant pas à la zone euro (cf. tableau 1)⁸⁷. Toutefois, une tendance à une plus grande décentralisation des négociations a été observée en Espagne, en Italie, aux Pays-Bas et en Slovaquie.

Le pourcentage de salariés couverts par une convention collective a diminué durant la crise dans la plupart des pays de la zone euro⁸⁸. Toutefois, les informations recueillies par l'enquête WDN3 confirment qu'une large proportion de salariés demeure couverte par une convention collective. Avant la crise, le taux de couverture était élevé (68 % en moyenne et plus de 80 % dans la zone euro), tandis qu'en 2013 la couverture moyenne était de 60 % pour l'ensemble des entreprises de l'échantillon et de 73 % pour les entreprises de la zone euro.

3.3 Les réformes des marchés du travail au cours de la période 2010-2013

La crise a conduit certains gouvernements à engager différentes réformes du marché du travail et des politiques conçues pour faciliter l'ajustement de ce marché et renforcer la compétitivité. Il s'agit d'un autre facteur susceptible d'avoir influencé la réaction des entreprises aux chocs et contribué à l'hétérogénéité constatée entre les marchés du travail des différents pays⁸⁹. Dans l'enquête WDN3, il a été demandé aux entreprises s'il était devenu plus facile ou plus difficile qu'en 2010 d'ajuster l'emploi (via différents canaux) et les salaires (tant des salariés en place que des nouveaux recrutés)⁹⁰. Le graphique 2 présente le pourcentage d'entreprises dans chaque pays qui ont jugé plus facile d'ajuster l'emploi en 2013 qu'en 2010 (moyenne entre les différents canaux), tandis que le graphique 3

⁸⁶ En Irlande, les accords de partenariat définissant le cadre des négociations salariales collectives dans les secteurs public et privé ont été abandonnés en 2010 et la plupart des entreprises ont fonctionné depuis sans accord salarial formel. Toutefois, il est probable qu'elles opèrent dans le cadre d'accords informels.

⁸⁷ Cf. également J. Visser, *Database on Institutional Characteristics of Trade Unions, Wage Setting, State Intervention and Social Pacts, 1960-2014 (ICTWSS)*, Version 5.0, *Amsterdam Institute for Advanced Labour Studies*, Amsterdam, octobre 2015, et l'encadré intitulé *Rigidité à la baisse des salaires et rôle des réformes structurelles dans la zone euro*, *Bulletin économique*, numéro 8, BCE, 2015.

⁸⁸ Si l'on compare les éléments recueillis par l'enquête WD1 et ceux de l'enquête WDN3, la couverture a diminué dans tous les pays de la zone euro à l'exception de la France, et, dans une moindre mesure, de l'Italie.

⁸⁹ Pour un débat sur les réformes structurelles dans la zone euro, cf. l'article intitulé *Les progrès en matière de réformes structurelles dans la zone euro et leurs éventuels effets*, *Bulletin économique*, numéro 2, BCE, 2015.

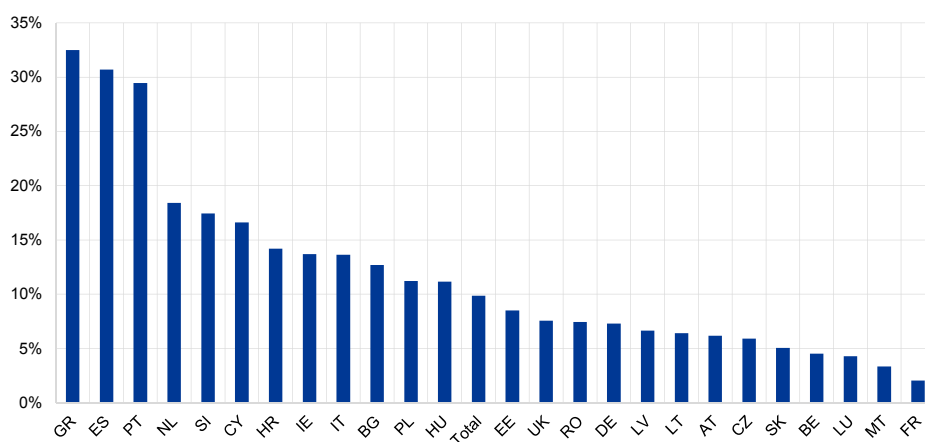
⁹⁰ L'encadré 1 du présent article propose une analyse détaillée de ces informations pour les pays en difficulté.

présente le pourcentage d'entreprises jugeant plus facile d'ajuster les salaires en 2013 qu'en 2010. Ces graphiques montrent que c'est précisément dans les pays où sont intervenues les réformes du marché du travail les plus importantes et les plus ambitieuses (principalement les pays « en difficulté ») que des proportions significatives d'entreprises ont jugé plus facile d'ajuster les coûts de main-d'œuvre en 2013 qu'en 2010.

Graphique 2

Pourcentage des entreprises jugeant plus facile d'ajuster l'emploi en 2013 qu'en 2010

(moyenne des différents canaux d'ajustement ; pourcentage des entreprises ; valeurs pondérées par entreprise)



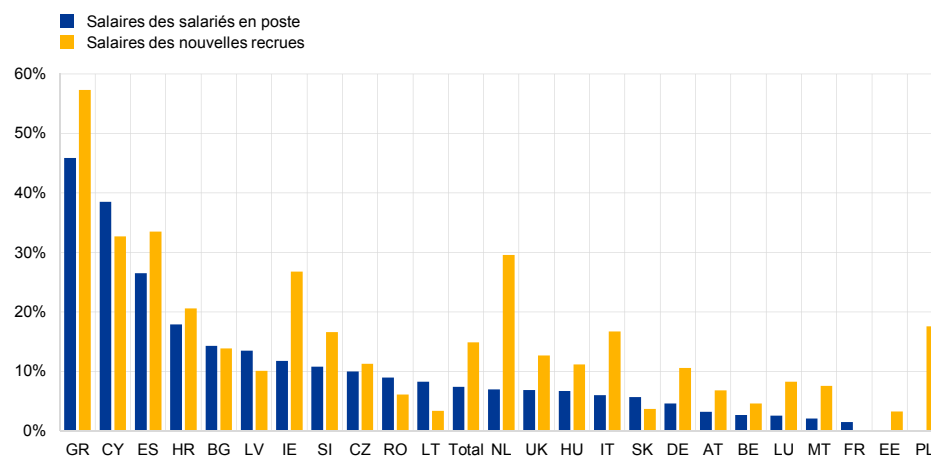
Source : Calculs de la BCE à partir de l'enquête WDN3.

Notes : Les entreprises de moins de cinq salariés ne sont pas prises en compte dans les calculs. Les chiffres sont pondérés afin de refléter l'ensemble des entreprises et recalculés de manière à exclure les non-réponses. Les chiffres pour l'Irlande ne sont pas pondérés. Les canaux d'ajustement comprennent les licenciements collectifs ou individuels de salariés pour des raisons économiques, les licenciements disciplinaires, les licenciements temporaires, les embauches de salariés, l'ajustement du nombre d'heures travaillées et la réaffectation des salariés.

Graphique 3

Pourcentage des entreprises jugeant plus facile d'ajuster les salaires en 2013 qu'en 2010

(pourcentage des entreprises ; valeurs pondérées par entreprise)



Source : Calculs de la BCE à partir de l'enquête WDN3.

Notes : Les entreprises de moins de cinq salariés ne sont pas prises en compte dans les calculs. Les chiffres sont pondérés afin de refléter l'ensemble des entreprises et recalculés de manière à exclure les non-réponses. Les chiffres pour l'Irlande ne sont pas pondérés.

La perception par les entreprises de la facilité à procéder à des ajustements, telle que ressortant de l'enquête WDN3, pourrait être considérée comme un indicateur de l'efficacité des réformes du marché du travail mises en œuvre sur la période 2010-2013. Toutefois, il convient de garder à l'esprit que la facilité à opérer des ajustements peut dépendre d'autres facteurs. Par exemple, 27 % des entreprises espagnoles ont déclaré qu'il était plus facile de baisser les salaires des salariés en poste en 2013 qu'en 2010, mais, interrogées sur les raisons spécifiques de cette évolution, elles ont attribué une importance particulière aux changements d'attitude des salariés (cf. encadré 1). Cette situation est probablement liée à l'intensité et à la durée de la crise en Espagne, plutôt qu'à des évolutions réglementaires.

Encadré 1

La perception par les entreprises des changements dans la facilité d'ajustement du marché du travail et le rôle des réformes dans les pays de la zone euro en difficulté au cours de la période 2010-2013 (à partir de l'enquête WDN3).

Le présent encadré analyse la perception par les entreprises de l'ajustement du marché du travail dans les pays de la zone euro en difficulté au cours de la période

2010-2013⁹¹, ces pays ayant mis en œuvre plusieurs réformes institutionnelles et du marché du travail durant la crise⁹². Il se concentre sur les réponses des entreprises à l'enquête WDN3

s'agissant des canaux d'ajustement du marché du travail et de la façon dont ils ont été influencés par les réformes de ce marché, l'attitude des salariés, le comportement des syndicats et l'application de la législation. L'encadré définit les canaux d'ajustement du marché du travail de manière très large mais accorde une attention particulière aux réformes de ce marché⁹³. Dans le même temps, les informations de l'enquête WDN3 relatives aux perceptions des entreprises nous permettent également de distinguer l'incidence des facteurs de demande, tels que la gravité des différents chocs affectant les pays en difficulté, de celle des facteurs d'offre, tels que des modifications du comportement des syndicats et de l'attitude des salariés.

Compte tenu des évolutions significatives de l'environnement économique et des efforts de réforme considérables mis en œuvre dans les pays en difficulté au cours de la période 2010-

2013, les entreprises de ces pays se sont ajustées par le biais de nombreux canaux. En

particulier, comme l'analyse cet article, les entreprises ont ajusté les salaires, l'emploi et les prix pour accroître leur compétitivité et leurs performances. Par exemple, les entreprises des pays les plus en difficulté ont déclaré qu'il était soit juste aussi facile, soit moins difficile d'ajuster les salaires et/ou l'emploi en 2013 qu'en 2010 (cf. tableau 1). Globalement, il semble que l'ajustement du marché du travail a été perçu comme plus aisé que par le passé en Grèce, en Espagne, à Chypre et au Portugal (c'est-à-dire que les entreprises estimant qu'il était plus aisé d'ajuster les salaires et/ou l'emploi ont été nettement plus nombreuses que celles qui ont trouvé cela plus difficile), tandis que la capacité globale des entreprises à réaliser ces ajustements a peu changé en Irlande, en Italie et en Slovaquie. Cette situation est cohérente avec les calendriers différents des réformes du marché du travail dans chaque pays. Par exemple, il était plus probable que les effets des réformes antérieures du premier groupe de pays soient identifiés sur la période d'échantillonnage de l'enquête WDN3 (2010-2013). En revanche, en Italie, des réformes importantes du marché du travail n'ont été mises en œuvre que plus tard, en 2012 et 2015, tandis qu'en Slovaquie la réforme du marché du travail a été mise en application vers la fin de la période d'échantillonnage de l'enquête WDN3, en 2013. Parallèlement, l'Irlande était déjà considérée comme une économie relativement flexible avant la crise et a connu des difficultés principalement lors de la première

⁹¹ D'après la définition utilisée dans l'article intitulé *L'incidence de la crise économique sur les marchés du travail de la zone euro*, *Bulletin mensuel*, BCE, octobre 2014, les pays en difficulté (c'est-à-dire ceux classés comme tels au cours de la période 2010-2013) sont l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, l'Italie, Chypre, le Portugal et la Slovaquie.

⁹² Les réformes en Irlande, en Espagne et au Portugal sont décrites en détail dans l'encadré 2 de l'article intitulé *Quelles sont les origines du récent rebond de l'emploi dans la zone euro ?*, *Bulletin économique*, numéro 8, BCE, 2015. L'incidence des réformes dans les pays en difficulté a également été analysée dans l'article intitulé *Les progrès en matière de réformes structurelles dans la zone euro et leurs éventuels effets*, *Bulletin économique*, numéro 2, BCE, 2015.

⁹³ Il faut reconnaître que la question des canaux d'ajustement du marché du travail va bien au-delà de l'analyse présentée dans cet encadré. De plus, il convient également de tenir compte des limites des données d'enquêtes lors de l'étude de l'incidence des réformes.

phase de celle-ci (2008-2009) ; il n'est donc pas surprenant que les perceptions aient peu changé dans ce pays sur la période 2010-2013.

Ajuster les salaires des salariés en poste ou des nouvelles recrues semble être devenu globalement moins difficile en Grèce, en Espagne et à Chypre (cf. tableau)⁹⁴. Les réformes du marché du travail dans ces pays ont modifié certains des aspects institutionnels les plus importants du marché du travail, tels que le degré de centralisation du système de négociations collectives ainsi que les coûts et les procédures de licenciement⁹⁵. Il n'est donc pas surprenant que les entreprises déclarant qu'il était à présent plus facile d'ajuster ou de baisser les salaires soient plus nombreuses que celles estimant que cela était plus difficile. En revanche, en Slovaquie, les entreprises déclarent que la facilité à ajuster les salaires des salariés en poste en 2013 est demeurée globalement similaire à 2010 ; cette constatation s'applique également s'agissant de la baisse des salaires des nouvelles recrues en Irlande. De plus, l'ajustement des salaires des salariés en poste en Italie semble en fait avoir été légèrement plus difficile en 2013 qu'en 2010, tandis qu'il est resté globalement similaire pour les nouvelles recrues. Dans l'ensemble, la flexibilité accrue des salaires, telle qu'elle ressort des réponses des entreprises, doit être considérée comme un instrument important permettant de se prémunir contre des augmentations potentiellement encore plus fortes du chômage dans les pays en difficulté durant la crise. Dans le même temps, il importe de garder à l'esprit que les politiques salariales doivent également refléter les conditions plus générales sur le marché du travail et les évolutions de la productivité.

La facilité à licencier les salariés pour des raisons économiques ou à ajuster le nombre d'heures travaillées semble également s'être accrue dans la plupart des pays en difficulté.

Cette évolution est mentionnée notamment par les entreprises en Grèce, en Espagne et au Portugal. À Chypre et en Slovaquie, licencier pour raisons économiques est devenu plus facile, mais dans une moindre mesure, et en Irlande et en Italie, la situation est restée globalement inchangée. En Irlande, les entreprises ont également déclaré que la facilité à ajuster le nombre d'heures travaillées était globalement la même qu'en 2010, tout comme en Italie, à Chypre et en Slovaquie⁹⁶. Du point de vue des politiques publiques, il est important que l'accroissement de la flexibilité aille de pair avec des politiques actives du marché du travail pour permettre aux salariés de se redéployer rapidement vers de nouveaux secteurs et de nouvelles opportunités d'emploi. Ce dosage des politiques permettrait de raccourcir la durée du chômage et de réduire encore le chômage structurel dans la zone euro. En particulier, les entreprises seront davantage susceptibles d'accroître l'emploi dans le futur si l'ajustement des besoins de main-d'œuvre est plus flexible.

⁹⁴ Aucune information sur ces aspects spécifiques de l'ajustement n'est disponible pour le Portugal dans l'enquête WDN.

⁹⁵ L'incidence des institutions du marché du travail sur les évolutions des salaires est également analysée en détail dans l'encadré 4 de l'article intitulé *Renforcement de la résilience et de la croissance à long terme : l'importance d'institutions et de structures économiques solides pour les pays de la zone euro et l'UEM* du présent *Bulletin économique*.

⁹⁶ Une telle interprétation est cohérente avec les indicateurs relatifs à la législation sur la protection de l'emploi publiés par l'Organisation de coopération et de développement économique pour la période 2008-2013 pour la plupart des pays en difficulté.

Tableau

Perceptions par les entreprises des canaux d'ajustement du marché du travail dans les pays en difficulté fin 2013, comparaison par rapport à la situation en 2010

Actions	Licencier des salariés (collectivement) (%)	Licencier des salariés (individuellement) (%)	Licencier des salariés (temporairement) (%)	Ajuster le nombre d'heures travaillées (%)	Ajuster les salaires des salariés en poste (%)	Baisser les salaires des nouvelles recrues (%)
Irlande						
Beaucoup moins/moins difficile de...	8	12	13	19	12	27
Inchangé	74	66	69	63	62	53
Plus/beaucoup plus difficile de...	18	22	18	18	26	20
Écart : moins - plus difficile	-8	-9	-3	3	-12	9
Grèce						
Beaucoup moins/moins difficile de...	42	46	22	42	46	57
Inchangé	57	51	77	49	48	40
Plus/beaucoup plus difficile de...	1	3	1	9	6	3
Écart : moins - plus difficile	41	43	22	33	40	54
Espagne						
Beaucoup moins/moins difficile de...	42	47	29	30	27	33
Inchangé	48	42	55	61	60	58
Plus/beaucoup plus difficile de...	10	11	16	9	13	9
Écart : moins - plus difficile	33	37	12	21	14	25
Italie						
Beaucoup moins/moins difficile de...	13	14	18	16	6	16
Inchangé	72	69	71	71	64	63
Plus/beaucoup plus difficile de...	15	17	11	13	30	21
Écart : moins - plus difficile	-2	-2	7	3	-24	-5
Chypre						
Beaucoup moins/moins difficile de...	13	23	18	22	39	33
Inchangé	78	64	77	65	46	62
Plus/beaucoup plus difficile de...	9	13	5	13	15	5
Écart : moins - plus difficile	3	10	13	8	23	28
Portugal						
Beaucoup moins/moins difficile de...	32	33	31	32	*	*
Inchangé	56	52	59	58	*	*
Plus/beaucoup plus difficile de...	12	15	10	10	*	*
Écart : moins - plus difficile	20	18	21	22	*	*
Slovénie						
Beaucoup moins/moins difficile de...	19	27	*	14	11	17
Inchangé	74	65	*	80	82	76
Plus/beaucoup plus difficile de...	7	8	*	6	8	7
Écart : moins - plus difficile	12	19	*	7	3	10

Sources : Base de données de l'enquête WDN3, rapports par pays de l'enquête WDN3 et calculs de la BCE.

Notes : Les entreprises de moins de cinq salariés ne sont pas prises en compte dans les calculs. Les pourcentages sont calculés à partir des réponses pondérées aux questions afin de refléter l'ensemble des entreprises et recalculés de manière à exclure les non-réponses. Les chiffres pour l'Irlande ne sont pas pondérés. * indique des données manquantes.

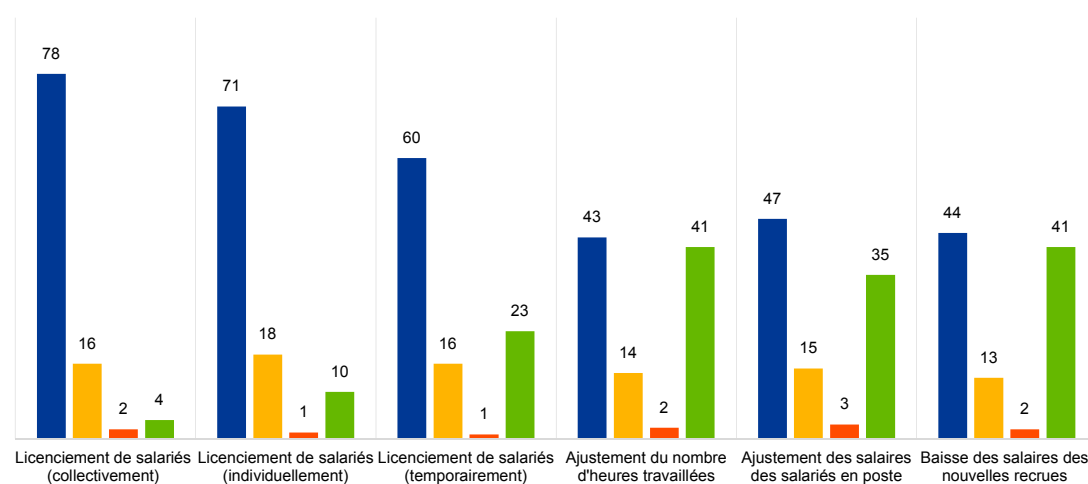
Les réformes du marché du travail apparaissent comme un facteur important à l'origine des évolutions constatées, en particulier en Grèce et en Espagne⁹⁷. Les entreprises interrogées dans ces deux pays ont indiqué que les réformes étaient une raison importante de l'ajustement plus aisé du marché du travail, tandis que les changements d'attitude des salariés en Espagne ont également joué un rôle significatif, notamment en ce qui concerne le canal des salaires (cf. graphique A). Ces changements peuvent être expliqués en partie par la forte hausse du taux de chômage en Espagne sur la période 2010-2013.

Graphique A

Facteurs à l'œuvre pour les canaux d'ajustement du marché du travail en Espagne entre 2010 et 2013

(pourcentage des entreprises)

- Réformes des législations sur le travail
- Application des législations
- Comportement des syndicats
- Attitude des salariés



Sources : Base de données de l'enquête WDN3, rapports par pays de l'enquête WDN3 et calculs de la BCE.

Notes : Les entreprises de moins de cinq salariés ne sont pas prises en compte dans les calculs. Les pourcentages sont calculés à partir des réponses pondérées aux questions afin de refléter l'ensemble des entreprises et recalculés de manière à exclure les non-réponses.

Même si les réformes structurelles ont joué un rôle important en influençant la perception par les entreprises de l'ajustement en Grèce, les modifications tant de l'application de la législation que de l'attitude des salariés ont également contribué à renforcer l'ajustement du marché du travail (cf. graphique B). Cette constatation est cohérente avec les diverses réformes du travail en Grèce, notamment la décentralisation des négociations salariales⁹⁸. Même si la flexibilité de l'ajustement du marché du travail s'est peu améliorée en Italie (cf. tableau), les résultats de l'enquête laissent penser que les réformes du travail mises en œuvre ont influencé la dynamique du marché du travail pour certaines entreprises (cf. graphique C).

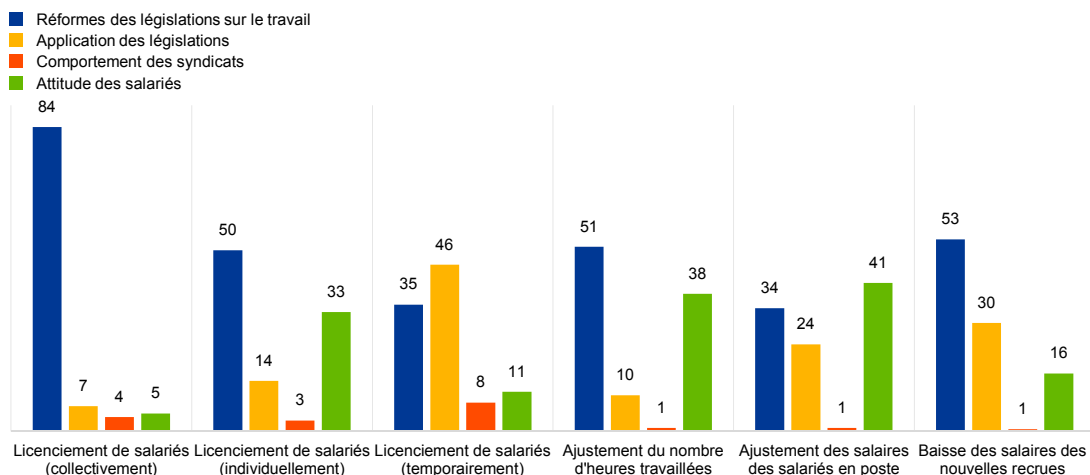
⁹⁷ Il convient de noter que dans l'enquête WDN3, il n'a été demandé qu'à un nombre limité de pays d'identifier les raisons spécifiques à l'origine de l'évolution de la facilité du marché du travail à s'ajuster.

⁹⁸ Cf. J. Visser, *op. cit.*

Graphique B

Facteurs à l'œuvre pour les canaux d'ajustement du marché du travail en Grèce entre 2010 et 2013

(pourcentage des entreprises)



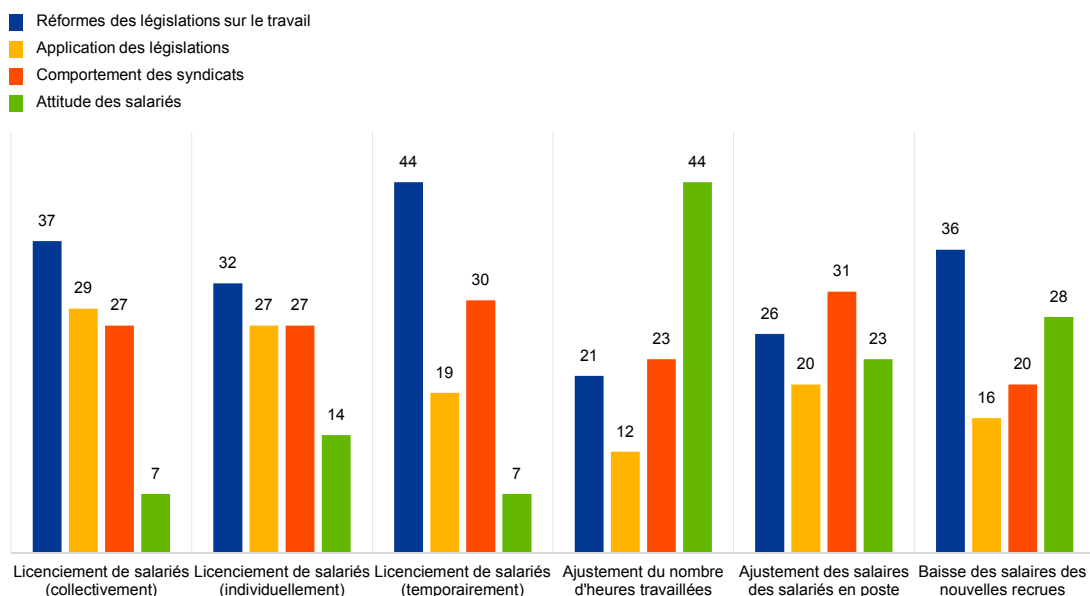
Sources : Base de données de l'enquête WDN3, rapports par pays de l'enquête WDN3 et calculs de la BCE.

Note : Les entreprises de moins de cinq salariés ne sont pas prises en compte dans les calculs. Les pourcentages sont calculés à partir des réponses pondérées aux questions afin de refléter l'ensemble des entreprises et recalculés de manière à exclure les non-réponses.

Graphique C

Les facteurs à l'œuvre pour les canaux d'ajustement du marché du travail en Italie entre 2010 et 2013

(pourcentage des entreprises)



Sources : Base de données de l'enquête WDN3, rapports par pays de l'enquête WDN3 et calculs de la BCE.

Note : Les entreprises de moins de cinq salariés ne sont pas prises en compte dans les calculs. Les pourcentages sont calculés à partir des réponses pondérées aux questions afin de refléter l'ensemble des entreprises et recalculés de manière à exclure les non-réponses.

Afin de faciliter encore l'ajustement des marchés du travail et de générer des créations d'emplois, des réformes crédibles et efficaces de ces marchés sont primordiales. L'enquête WDN3 montre que les pays de la zone euro ayant accompli des efforts de réforme plus importants ont facilité l'ajustement de l'emploi et des salaires pour les entreprises, favorisant ainsi le processus

d'ajustement à un niveau plus global. Cet encadré montre que la flexibilité des salaires a contribué à réduire les licenciements durant la période d'ajustement. Les indicateurs relatifs à l'efficacité des marchés du travail montrent également que les pays de la zone euro se situent encore loin derrière les pays membres de l'OCDE affichant les meilleures performances et il est donc nécessaire de poursuivre les réformes dans tous les pays de la zone. De nouvelles réformes des marchés des biens et services et du travail sont essentielles pour apporter la flexibilité nécessaire et la capacité d'ajustement requise des pays de la zone euro. Cela est particulièrement important compte tenu du ralentissement du rythme des réformes dans les pays de la zone euro au cours des deux dernières années, comme le montrent divers indicateurs⁹⁹ et comme en témoignent les progrès très limités réalisés dans la mise en œuvre des recommandations spécifiques par pays de la Commission européenne. Toutefois, les réformes doivent également permettre de réduire la dualité du marché du travail, garantissant ainsi que l'ajustement ne porte pas injustement sur des groupes spécifiques de salariés, tels que les employés temporaires ou les nouvelles recrues. Dans le même temps, des politiques actives du marché du travail, qui améliorent les qualifications, la recherche d'emploi et l'employabilité sont nécessaires pour faciliter les améliorations sur les marchés du travail et réduire les niveaux de chômage actuellement élevés, en mettant particulièrement l'accent sur l'aide apportée aux jeunes chômeurs et aux chômeurs de longue durée pour trouver du travail.

4 Les rigidités nominales des salaires

Cette section présente des données sur les rigidités nominales des salaires, leurs sources et leurs conséquences pour la période allant de 2010 à 2013, et les compare à la période antérieure à la crise (2002-2007).

4.1 La fréquence de modification des salaires

On parle de viscosité des salaires ; en effet ceux-ci réagissent avec un décalage aux évolutions de la situation économique ; ce phénomène d'inertie est un facteur qui influe de manière déterminante sur la transmission de la politique monétaire. La fréquence de modification des salaires permet de mesurer leur degré de rigidité. Cette mesure est souvent utilisée dans la littérature et pour l'analyse de la politique économique. C'est un élément essentiel pour le calibrage des modèles d'équilibre général stochastiques dynamiques classiques comportant des mécanismes d'ajustement échelonné, qui sont largement utilisés pour l'analyse de la politique monétaire.

Les entreprises de l'UE procèdent à un ajustement des salaires le plus généralement une fois par an. Au cours de la période comprise entre 2010

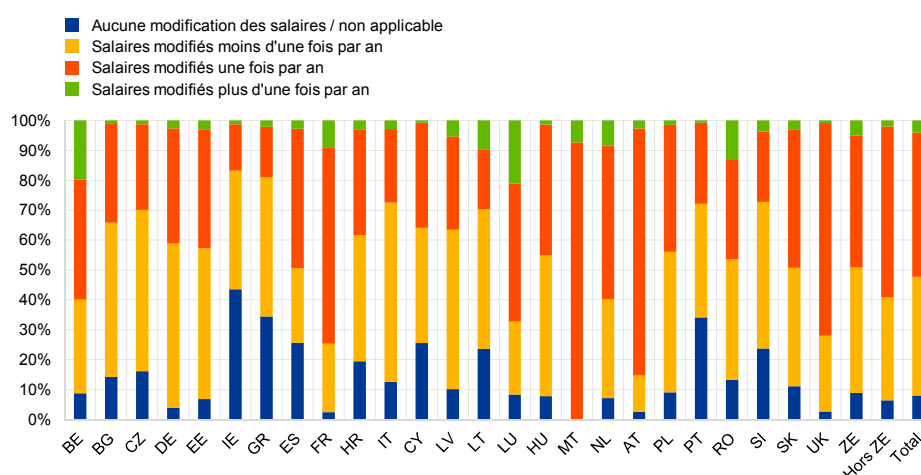
⁹⁹ Cf. l'article intitulé *Renforcement de la résilience et de la croissance à long terme : l'importance d'institutions et de structures économiques solides pour les pays de la zone euro et l'UEM* du présent Bulletin économique.

et 2013, cet ajustement est intervenu tous les 17 mois en moyenne¹⁰⁰. Dans l'enquête WDN3, il était explicitement demandé aux entreprises à quelle fréquence elles modifiaient les salaires de leur principale catégorie professionnelle. Une question analogue figurait dans l'enquête WDN1, permettant ainsi de comparer le comportement des entreprises au cours de la période 2010-2013, d'une part, et durant la période de stabilité économique antérieure à la crise (2002-2007), d'autre part. Le graphique 4 présente une synthèse en regroupant les réponses possibles en : (a) plus d'une fois par an, (b) une fois par an, et (c) moins d'une fois par an. Environ 48,5 % des entreprises des 25 pays de l'UE faisant partie de l'échantillon de l'enquête WDN3 ont déclaré qu'elles avaient modifié les salaires de base de leurs salariés une fois par an, au cours de la période 2010-2013 ; 40 % moins d'une fois par an ; et seulement 4 % plus d'une fois par an. Ces données agrégées masquent une forte hétérogénéité entre les pays ; par exemple, le pourcentage d'entreprises ayant ajusté les salaires moins d'une fois par an au cours de la période 2010-2013 varie de 60 % en Italie à 12 % en Autriche¹⁰¹. En revanche, l'hétérogénéité est beaucoup moins forte entre secteurs qu'entre pays.

Graphique 4

Fréquence de modification des salaires de base au cours de la période 2010-2013

(pourcentage d'entreprises ; valeurs pondérées de l'emploi)



Source : Calculs de la BCE à partir de l'enquête WDN3.

Notes : Les entreprises de moins de cinq salariés ne sont pas prises en compte dans les calculs. Les chiffres sont pondérés afin de refléter l'emploi total et recalculés de manière à exclure les non-réponses. Les chiffres pour l'Irlande ne sont pas pondérés. Les totaux sont calculés pour les pays ayant une pondération.

La fréquence de modification des salaires dans les pays de l'UE est moins élevée pour la période 2010-2013 que pour celle antérieure à la crise (2002-2007). La durée estimée séparant deux modifications des salaires (nombre de mois durant lesquels les salaires demeurent inchangés) a été de 15 mois en moyenne dans les pays de l'échantillon en 2007, contre 16,8 mois pour ces mêmes pays au

¹⁰⁰ Estimations établies à l'aide d'une méthodologie analogue à celle utilisée dans l'enquête WDN1. Cf. M. Druant *et al.*, *How are firms' wages and prices linked: survey evidence in Europe*, *Working Paper Series*, n° 1084, BCE, août 2009.

¹⁰¹ À Malte, les entreprises modifient les salaires au moins une fois par an, en raison du mécanisme d'ajustement annuel au coût de la vie (*Cost-of-Living Adjustment – COLA*), les salaires étant partiellement indexés sur l'inflation passée.

cours de la période 2010-2013. Pour les 25 pays de l'enquête WDN3, la durée moyenne entre deux changements a été de 17 mois, comme évoqué plus haut. Cette diminution générale de la fréquence de modification des salaires peut être observée dans chaque pays. La fréquence faible (et en baisse) confirme le phénomène d'inertie des salaires, qui a probablement retardé l'ajustement aux chocs à l'échelle nationale.

Les importantes différences constatées entre les pays au cours de la période 2010-2013 s'agissant de la fréquence de modification des salaires peuvent être attribuées non seulement à des caractéristiques institutionnelles mais également à des facteurs généralement liés à la crise, comme l'incidence des chocs et la réticence des entreprises à réduire les salaires en dépit de ces chocs. C'est ce qu'explore officiellement une analyse multivariée des 25 pays de l'échantillon, à partir des données de l'enquête WDN3. D'après les conclusions, les salaires de base sont modifiés moins fréquemment si l'entreprise fait face à des restrictions de crédit ou à une baisse de la demande, et si elle est réticente à abaisser les salaires nominaux. En effet, pendant une période au cours de laquelle la situation économique pourrait justifier une réduction des salaires, la réticence à abaisser le salaire nominal est susceptible d'empêcher une modification des salaires, les entreprises préférant le gel à la réduction des salaires. D'après les données de l'enquête WDN3, le nombre très élevé de gels de salaires est largement responsable de la moindre fréquence de modification des salaires observée¹⁰². Les caractéristiques institutionnelles du marché du travail contribuent également à expliquer les différences entre les pays en matière de viscosité des salaires : les salaires de base sont modifiés plus fréquemment en présence de négociations collectives et de politiques internes d'ajustement des salaires à l'inflation¹⁰³.

À plus long terme, l'inertie des salaires devrait finir par revenir aux niveaux d'avant la crise, au fur et à mesure du renforcement de la reprise économique. À première vue, la plus forte inertie des salaires pourrait signifier qu'ils mettront plus de temps à réagir à la reprise économique. Néanmoins, la moindre fréquence de modification des salaires au cours de la période 2010-2013 semble être associée à des facteurs liés à la crise ; il est donc probable que cette fréquence renouera avec ses niveaux d'avant la crise, en particulier au fur et à mesure du dégel des salaires. En tout cas, bien que plus élevée que durant la crise, la fréquence de modification des salaires observée avant la crise reflète également un phénomène d'inertie et un retard d'ajustement des salaires.

4.2 La rigidité à la baisse des salaires

La rigidité à la baisse du salaire nominal désigne la réticence des entreprises à réduire le salaire nominal et/ou le refus des travailleurs d'accepter ces

¹⁰² Cf. la section 4.2 sur la rigidité à la baisse du salaire nominal.

¹⁰³ Ces résultats confirment ceux de l'enquête WDN1 pour la période antérieure à la crise (2002-2007). Cf. M. Druant *et al.*, *Firms' price and wage adjustment in Europe: Survey evidence on nominal stickiness*, *Labour Economics*, vol. 19, numéro 5, octobre 2012, p. 772-782.

réductions. Elle est généralement définie sur la base des gels du salaire nominal. La rigidité à la baisse du salaire nominal empêche les réductions de salaires, ce qui signifie que les entreprises maintiennent les salaires de base inchangés même si la situation économique justifie une réduction. Les trois vagues de l'enquête WDN ont collecté des informations permettant de déterminer si les entreprises avaient eu recours à la réduction ou au gel du salaire de base d'une partie de leurs salariés, ainsi que la proportion de salariés concernés. Babecký *et al.* ont synthétisé les données relatives à la rigidité à la baisse des salaires pour la période 2002-2007¹⁰⁴. Fabiani *et al.* ont utilisé les données de l'enquête WDN2 pour démontrer comment la rigidité des salaires avait amené les entreprises à ajuster leur main-d'œuvre en réponse aux chocs durant la période 2008-2009¹⁰⁵. Le présent article résume les informations relatives à la rigidité à la baisse du salaire nominal pour la période 2010-2013, en s'appuyant sur l'enquête WDN3.

Une conclusion essentielle des trois enquêtes WDN est que les réductions du salaire de base nominal sont extrêmement rares dans les entreprises européennes.

En 2007, seulement 2,3 % environ des entreprises des pays de l'échantillon ont déclaré avoir réduit les salaires au cours des cinq années précédentes. Durant la phase aiguë de la crise, au second semestre 2008 et au premier semestre 2009, 3,2 % seulement des entreprises participant à l'enquête ont déclaré avoir réduit les salaires¹⁰⁶. Les résultats de l'enquête WDN3 montrent que 4 % seulement des entreprises interrogées ont réduit les salaires au moins une fois au cours de la période 2010-2013¹⁰⁷. On observe, cependant, une forte hétérogénéité entre les pays en matière de réduction des salaires. En 2013, 55 % environ des entreprises en Grèce ont mis en œuvre des réductions de salaires, contre 37 % à Chypre et 25 % en Croatie. À l'autre extrême, moins de 2 % des entreprises ont abaissé les salaires en Belgique, en France, en Italie, au Luxembourg, en Hongrie et aux Pays-Bas. Au cours de la période 2008-2009, l'Estonie a été l'exception, 40 % des entreprises du pays (soit 30 % des salariés) ayant décidé de réduire les salaires. Tout cela semble indiquer que les réductions de salaires par les entreprises interviennent uniquement en cas de graves difficultés économiques. En effet, la nature et l'intensité des chocs subis par les entreprises sont un déterminant important de la propension à diminuer les salaires, ce qui peut expliquer en partie l'hétérogénéité observée entre les pays. Un premier examen des données montre que 8 % environ des entreprises confrontées à une baisse de la demande ont réduit les salaires de base (contre 4 % en moyenne), et ce chiffre

¹⁰⁴ J. Babecký, *et al.*, *Downward Nominal and Real Wage Rigidity: Survey Evidence from European Firms*, *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 112, numéro 4, décembre 2010, p. 884-910.

¹⁰⁵ Cf. M. Druant *et al.*, *How are firms' wages and prices linked: survey evidence in Europe*, *Working Paper Series*, n° 1084, BCE, août 2009.

¹⁰⁶ Le faible pourcentage d'entreprises ayant déclaré des réductions du salaire nominal en 2007 n'est pas nécessairement une indication de la rigidité à la baisse du salaire nominal, mais peut simplement refléter l'absence de choc suffisamment important pour jouer le rôle de déclencheur. Ce n'est plus le cas à compter de 2009.

¹⁰⁷ L'incidence des diminutions de salaire en termes de salariés touchés est également très faible. Au cours de la période antérieure à la crise (2002-2007), seulement 0,2 % environ des salariés, en moyenne par an, ont été concernés par une diminution de salaire. Durant la période 2008-2009, en dépit de la profondeur du choc, l'incidence des réductions de salaires ne s'est que légèrement accentuée, touchant 1,8 % des travailleurs. Enfin, au cours de la période 2010-2013, elle a également été mineure, variant de 0,4 % à 0,8 % des travailleurs par an.

passé à 12 % pour les entreprises soumises en outre à des contraintes de crédit. La proportion est la plus élevée (18 %) pour les entreprises ayant subi un choc de demande important ainsi que des contraintes de crédit.

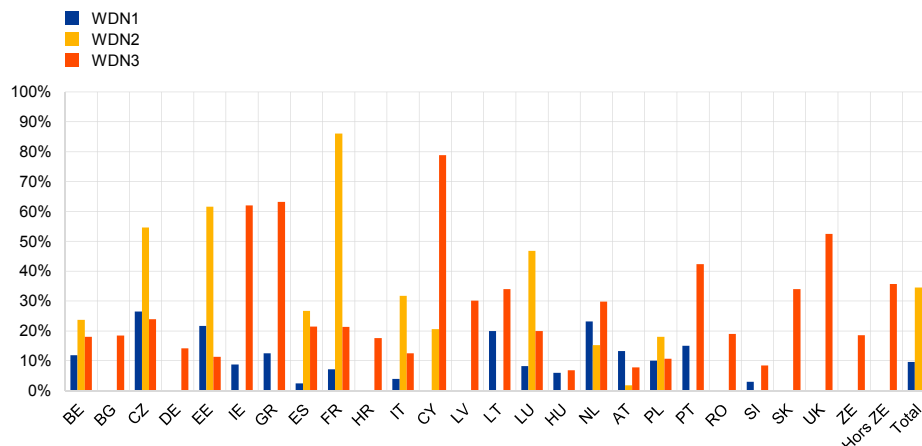
Le pourcentage d'entreprises déclarant avoir gelé les salaires de base a très fortement augmenté au début de la crise avant de s'atténuer légèrement au cours de la période 2010-2013. Parmi les entreprises de l'échantillon de l'enquête WDN1, 9,6 % ont déclaré avoir gelé les salaires de base au moins une fois durant la période 2002-2007. Ce pourcentage s'est fortement accru, à 34,5 %, au cours de la période 2008-2009 dans les pays qui ont participé à l'enquête WDN2 (35 % des entreprises indiquant par ailleurs leur intention de geler les salaires dans le futur). Dans l'enquête WDN3, 24 % des entreprises de l'échantillon ont déclaré avoir gelé les salaires de base au moins une fois durant la période 2010-2013 (cf. graphique 5)¹⁰⁸. Ces informations relatives au gel des salaires, ainsi que la faible incidence des réductions de salaires, indiquent une rigidité à la baisse du salaire nominal. Dans l'ensemble, cette rigidité était encore présente durant la période 2010-2013 en dépit de l'intensité et de la durée de la crise, mais elle semble avoir atteint un point haut durant les premières années de la crise (2008-2009). On observe également d'importantes différences entre les pays en ce qui concerne l'incidence des gels de salaires au cours de la période 2010-2013, la propension des entreprises à geler les salaires de base durant cette période étant plus forte en Irlande, en Grèce et à Chypre (cf. graphique 5). L'hétérogénéité entre secteurs et tailles d'entreprise concernant l'incidence des gels et des réductions de salaires n'est pas aussi prononcée que celle constatée entre les pays. La construction est probablement le secteur où le pourcentage de gels de salaires est le plus faible, mais il convient de garder à l'esprit que ce secteur a connu d'importantes suppressions d'emplois avant cette période. Selon les premières recherches, non seulement la nature et l'intensité des chocs mais également les caractéristiques institutionnelles et les caractéristiques des entreprises sont des facteurs à l'origine des différences observées entre les pays du point de vue de la rigidité à la baisse du salaire nominal.

¹⁰⁸ Au cours de la période 2010-2013, 18 % des entreprises de l'échantillon couvert dans l'enquête WDN1 ont procédé au moins une fois à un gel des salaires de base.

Graphique 5

Pourcentage d'entreprises ayant procédé à un gel des salaires

(pourcentage d'entreprises ; valeurs pondérées de l'emploi)



Source : Calculs de la BCE à partir des enquêtes WDN1 (2002-2007), WDN2 (2008-2009) et WDN3 (2010-2013).

Notes : Les entreprises de moins de cinq salariés ne sont pas prises en compte dans les calculs. Les chiffres sont pondérés afin de refléter l'emploi total et recalculés de manière à exclure les non-réponses. Les totaux sont calculés pour les pays ayant une pondération. Les valeurs des enquêtes WDN1, WDN2 et WDN3 font référence aux gels de salaires qui sont intervenus au moins une fois au cours des périodes allant, respectivement, de 2002 à 2007, de 2008 à 2009 et de 2010 à 2013.

Durant la période actuelle de reprise économique, la rigidité à la baisse du salaire nominal demeure une préoccupation essentielle, car elle est susceptible de freiner les augmentations de salaire.

En présence d'une rigidité à la baisse du salaire nominal, les entreprises sont également susceptibles de ralentir les hausses de salaire ; en période de faible inflation comme c'est le cas actuellement, cela peut entraîner des effets de second tour, qui pèseront davantage encore sur la hausse des salaires. Selon Elsby, Stüber et Beissinger, notamment, même si l'augmentation du salaire nominal accroît la motivation et la productivité des salariés, une diminution du salaire de même montant réduira la motivation et la productivité dans des proportions plus élevées, de sorte qu'une inversion des hausses de salaires aura un coût supplémentaire en termes de productivité¹⁰⁹. Par conséquent, les entreprises ayant une vision prospective préféreront modérer les hausses de salaires en présence d'une rigidité à la baisse des salaires¹¹⁰.

¹⁰⁹ Cf. M. Elsby, *Evaluating the economic significance of downward nominal wage rigidity*, *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, numéro 2, mars 2009, p. 154-169, et H. Stüber et T. Beissinger, *Does downward nominal wage rigidity dampen wage increases?*, *European Economic Review*, vol. 56, numéro 4, mai 2012, p. 870-887.

¹¹⁰ En effet, les deux principales raisons identifiées dans la littérature pour expliquer la réticence des entreprises à réduire le salaire nominal sont (a) la conviction qu'une diminution du salaire nominal peut nuire au moral et à la motivation des salariés, et (b) la possibilité que les salariés les plus productifs quittent l'entreprise. Cf. T. Bewley, *Why Wages Don't Fall During a Recession*, Harvard University Press, 1999, et J. Babecký et al., *Downward Nominal and Real Wage Rigidity: Survey Evidence from European Firms*, *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 112, numéro 4, décembre 2010, p. 884-910.

4.3 Les primes et avantages divers comme autres moyens de réduire la masse salariale des entreprises

L'importance de la rigidité à la baisse du salaire nominal dépend des autres marges de manœuvre dont les entreprises disposent, outre le salaire de base, pour ajuster leurs coûts de main-d'œuvre. En effet, la rigidité à la baisse des salaires de base peut être (partiellement) contournée grâce à l'intégration dans la masse salariale totale d'une « composante variable de la rémunération ». Les primes et les avantages en sont les principaux exemples. Alors que les entreprises évitent de diminuer les salaires de base pour diverses raisons, les réductions de primes sont considérées comme plus acceptables¹¹¹. L'enquête WDN1 a ouvert la voie à l'étude du rôle de plusieurs composantes variables de la rémunération¹¹². L'enquête WDN3 est plus particulièrement consacrée aux primes et aux avantages.

¹¹¹ L'utilisation des primes pour remédier également à la moindre fréquence d'ajustement des salaires (ou à un échelonnement dans la fixation des salaires) dépend de la fréquence à laquelle ces primes sont versées.

¹¹² L'enquête WDN1 fournit des informations, pour 13 pays de l'UE, concernant l'utilisation des moyens d'ajustement suivants de la masse salariale : les primes et les avantages, la lenteur de l'avancement, la retraite anticipée, la modification des affectations ou des primes en travail d'équipe, et les nouvelles embauches à moindre coût. Cf. J. Babecký et al., *How do European firms adjust their labour costs when nominal wages are rigid?*, *Labour Economics*, vol. 19, numéro 5, octobre 2012, p. 792-801.

Tableau 2

Primes : vue d'ensemble des différents pays en 2013

Pays	Entreprises versant des primes (en %)	Primes en pourcentage de la rémunération totale, sans conditions (en %)	Primes en pourcentage de la rémunération totale, sous conditions (en %)
Belgique	61,1	3,2	5,3
Bulgarie	55,8	5,2	9,4
République tchèque	84,1	10,1	12,0
Allemagne	72,9	5,2	7,2
Estonie	79,6	12,9	16,3
Irlande	41,6	3,5	8,5
Grèce	59,6	4,9	8,2
Espagne	56,3	4,5	7,9
France	79,2	5,6	7,1
Croatie	54,8	4,5	8,1
Italie	77,4	5,6	7,3
Chypre	54,2	4,2	7,7
Lettonie	73,0	9,1	12,4
Lituanie	83,2	13,1	15,7
Luxembourg	51,3	4,0	7,7
Hongrie	69,2	9,2	13,4
Malte	61,7	3,5	5,7
Pays-Bas	58,2	4,1	7,0
Autriche	79,4	5,0	6,3
Pologne	86,6	13,1	15,1
Portugal	99,0	24,9	25,1
Roumanie	59,4	5,8	9,8
Slovénie	85,3	10,4	12,2
Slovaquie	93,2	15,1	16,2
Royaume-Uni	75,3	7,7	10,2
Zone euro	73,5	6,2	8,4
Hors zone euro	75,9	8,8	11,6
Total	74,3	7,0	9,4
Total (pays de l'enquête WDN1)	75,5	7,4	9,9

Source : Calculs de la BCE à partir de l'enquête WDN3.

Notes : Les entreprises de moins de cinq salariés ne sont pas prises en compte dans les calculs. Les chiffres sont pondérés afin de refléter l'emploi total et recalculés de manière à exclure les non-réponses. Les chiffres de l'enquête WDN3 pour l'Irlande ne sont pas pondérés. Les totaux sont calculés pour les pays ayant une pondération. Le pourcentage de primes non soumises à conditions dans la rémunération totale est calculé pour l'ensemble des entreprises (y compris celles qui ne versent pas de primes). Le pourcentage de primes soumises à conditions dans la rémunération totale est calculé uniquement pour les entreprises qui versent des primes.

Les versements de primes et d'avantages ont nettement diminué par rapport à la période antérieure à la crise. La part moyenne des primes dans la masse salariale totale des entreprises de l'échantillon était de 11 % en 2007, puis de 7,4 % en 2013 pour le sous-ensemble de pays qui ont participé à l'enquête WDN1¹¹³. Pour les 25 pays ayant participé à l'enquête WDN3, la moyenne est de 7 %. Une diminution de la part des primes et avantages dans la masse salariale totale peut refléter le ralentissement de la croissance économique en 2013 par rapport à la

¹¹³ Cf. tableau 2 : Sous réserve du versement de primes par les entreprises, les chiffres étaient de 16 % en 2007 et 10 % en 2013.

période antérieure à la crise (2002-2007), mais elle peut également traduire le rôle accru des primes dans la flexibilité des coûts de main-d'œuvre.

Les entreprises confrontées à une rigidité à la baisse du salaire nominal sont davantage susceptibles de recourir aux primes et aux avantages pour réduire leurs coûts de main-d'œuvre. Dans l'enquête WDN3, il a été demandé aux entreprises si elles avaient utilisé les primes et les avantages comme mécanisme d'ajustement afin de réduire leurs coûts de main-d'œuvre au cours de la période 2010-2013. L'analyse de régression à l'aide des données de cette enquête montre que les entreprises en proie à des rigidités nominales de salaires sont davantage susceptibles de réduire les primes afin d'ajuster leurs coûts de main-d'œuvre. Cette observation confirme un certain degré de substituabilité entre la flexibilité des salaires et la flexibilité des primes durant la période 2010-2013. Une substituabilité analogue a été observée pour la période 2002-2007 avec les données de l'enquête WDN1.

Les résultats indiquent que les primes et les avantages ont joué un rôle d'amortisseur des chocs durant la période 2010-2013. Les chocs de demande et de crédit sont associés à un recours accru aux composantes variables de la rémunération comme moyen d'ajuster les coûts. En outre, l'analyse de régression va dans le sens de la thèse selon laquelle le recours aux primes et aux avantages n'est pas influencé par la syndicalisation ; la réduction des primes pourrait donc être une stratégie développée en dehors du cadre formel des négociations collectives.

Encadré 2

Les courbes de Phillips sectorielles pour les salaires et les informations que les microdonnées de l'enquête WDN3 peuvent fournir concernant leur pente

Le présent encadré explique les différences entre pays et secteurs concernant la pente de la courbe de Phillips pour les salaires, qui résultent des caractéristiques structurelles des marchés du travail. Les données relatives aux performances des marchés du travail de la zone euro aux niveaux national et sectoriel ont été associées aux informations issues de l'enquête WDN3 afin d'expliquer un aspect de la rigidité des salaires : la réactivité de la croissance des salaires à une sous-utilisation des capacités productives. Les courbes de Phillips pour les salaires propres à un pays ou à un secteur ont été estimées en s'attachant plus particulièrement au coefficient de pente de la courbe, qui permet d'appréhender la réactivité de la progression des salaires à une sous-utilisation des capacités productives. La pente de la courbe de Phillips reflète le degré de viscosité des salaires¹¹⁴, qui dépend lui-même de divers facteurs largement étudiés dans la littérature. Les données de l'enquête WDN3 ont été utilisées pour rendre compte de ces facteurs et analyser leur capacité à expliquer la réactivité estimée de la progression des salaires à une sous-utilisation des capacités productives.

L'approche par pays et par secteurs fournit des indications précieuses sur la structure sous-jacente de l'économie de la zone euro. Chaque secteur peut être décrit selon un degré spécifique de sous-utilisation des capacités productives et les différentes caractéristiques du

¹¹⁴ Plus la rigidité des salaires est élevée, plus le coefficient de pente est faible et la courbe de Phillips, plate.

marché du travail (par exemple la composition des travailleurs ou les institutions du marché du travail) qui influent sur la hausse des salaires. Cette hétérogénéité a été particulièrement notable depuis la crise, tous les secteurs n'ayant pas été affectés de la même manière¹¹⁵. L'hétérogénéité a pu être mesurée en estimant la courbe de Phillips à l'aide de données sectorielles plutôt qu'agrégées et en les regroupant avec les informations de l'enquête WDN3 relatives aux caractéristiques des entreprises et du marché du travail. On a ensuite évalué comment les différentes caractéristiques du marché du travail des différents pays et secteurs influent sur la réactivité de la croissance des salaires à une sous-utilisation des capacités productives.

La spécification de la courbe de Phillips pour les salaires relie la croissance des salaires à une mesure sectorielle de la sous-utilisation des capacités productives¹¹⁶, à la hausse de la productivité sectorielle et aux anticipations d'inflation à l'échelle nationale. Une régression de la courbe de Phillips a été réalisée pour cinq secteurs dans chacun des pays de la zone euro (93 régressions au total). La classification des secteurs est la même que celle utilisée dans l'enquête WDN3 : (a) industrie manufacturière, (b) énergie, gaz et eau, (c) construction, (d) services aux entreprises et commerce¹¹⁷, et (e) intermédiation financière.

Les estimations du coefficient de pente, issues des régressions de la courbe de Phillips pour les salaires à l'échelle des pays et des secteurs, ont été en majorité de signe positif, comme attendu. En revanche, pour la deuxième partie de l'analyse à l'aide des données de l'enquête WDN3, ont été utilisés uniquement les coefficients de pente des courbes de Phillips pour lesquels tous les coefficients estimés des variables explicatives étaient de signe conforme à la théorie économique¹¹⁸.

Plusieurs facteurs sont décrits dans la littérature comme ayant un impact sur la viscosité des salaires, ce qui influe sur la pente de la courbe de Phillips pour les salaires¹¹⁹. Il s'agit notamment de la taille de l'entreprise¹²⁰, de la proportion de salariés hautement qualifiés et de cadres dans l'entreprise¹²¹, du pourcentage des coûts de l'entreprise attribuables à la main-d'œuvre¹²², de la présence d'autres moyens d'ajustement des coûts (primes, etc.)¹²³, du degré

¹¹⁵ Cf. *Euro area labour markets and the crisis*, Occasional Paper Series, n° 138, BCE, octobre 2012, et *Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets*, Occasional Paper Series, n° 159, BCE, février 2015.

¹¹⁶ L'écart de croissance de la valeur ajoutée sectorielle, calculé comme le taux de croissance de la valeur ajoutée par rapport à sa moyenne mobile de long terme, est utilisé comme mesure de la sous-utilisation des capacités productives au niveau des secteurs.

¹¹⁷ Dans la série de données d'origine de l'enquête WDN3, les « services aux entreprises » et le « commerce » sont deux secteurs distincts. Ici, ils sont regroupés pour plus de cohérence avec les données sectorielles disponibles pour l'estimation de la courbe de Phillips pour les salaires.

¹¹⁸ Une approche similaire (fondée uniquement sur les modèles pour lesquels les signes des paramètres sont « corrects ») a été utilisée par la Deutsche Bundesbank dans l'article intitulé *The Phillips curve as an instrument for analysing prices and forecasting inflation in Germany*, Rapport mensuel, avril 2016.

¹¹⁹ Pour une analyse connexe sur la manière dont les rigidités institutionnelles - telles que les institutions et réglementations des marchés du travail et des biens et services - sont susceptibles de freiner la réactivité des salaires de la zone euro au chômage, cf. l'encadré 4 de l'article intitulé *Renforcement de la résilience et de la croissance à long terme : l'importance d'institutions et de structures économiques solides pour les pays de la zone euro et l'UEM* du présent Bulletin économique.

¹²⁰ Cf. P. Du Caju et al., *Understanding sectoral differences in downward real wage rigidity: workforce composition, institutions, technology and competition*, Working Paper Series, n° 1006, BCE, février 2009, et M. Druant et al., *Firms' price and wage adjustment in Europe: Survey evidence on nominal stickiness*, *Labour Economics*, vol. 19, numéro 5, octobre 2012, p. 772-782.

¹²¹ Cf. J. Messina et al., *The incidence of nominal and real wage rigidity: an individual-based sectoral approach*, Working Paper Series, n° 1213, BCE, juin 2010, et M. Druant et al., *ibid.*

¹²² Cf. M. Druant et al., *ibid.*

¹²³ Cf. J. Messina et al., *ibid.*, et M. Druant et al., *ibid.*

d'indexation et de la fréquence d'ajustement des salaires¹²⁴, et du recours aux réductions et aux gels de salaires¹²⁵. Tous ces facteurs ont pu être estimés à l'aide des réponses données dans l'enquête WDN3. Les coefficients de pente estimés ont été régressés sur les variables de l'enquête WDN3 à l'aide d'une régression transversale.

Tableau

Résultats des régressions : facteurs affectant la réactivité de la croissance des salaires à la sous-utilisation des capacités productives

	Réactivité de la croissance des salaires à la sous-utilisation des capacités productives
Taille	0,2413*
Salariés hautement qualifiés	-0,0174**
Cadres	-0,0042
Ratio main-d'œuvre/coût total	0,0229
Ratio primes/masse salariale totale	0,0022
Indexation des salaires de base sur l'inflation	-0,7006*
Fréquence de modification des salaires de base	0,0854
Recours au gel des salaires	-0,0032
Recours aux réductions de salaires	0,0083**
Constant	1,7386
R2	60,6

Source : Données de l'enquête WDN3.

Note : * valeur de $p < 0,05$, ** valeur de $p < 0,1$.

La taille de l'entreprise, la proportion de salariés hautement qualifiés et la proportion de salariés touchés par des réductions de salaire sont autant d'éléments qui ont eu une forte influence sur la réactivité de la progression des salaires à la sous-utilisation des capacités productives et dont le signe était conforme à la théorie économique (cf. tableau). En particulier, la flexibilité des salaires (et donc la pente de la courbe de Phillips) est négativement corrélée à la proportion de salariés hautement qualifiés en raison du niveau élevé des coûts de recrutement et de formation les concernant. Cela tend à limiter les diminutions de salaire pour cette catégorie de salariés et, par conséquent, à réduire la flexibilité des salaires. Les salaires tendent à être plus flexibles dans les grandes entreprises et ce, pour plusieurs raisons : (a) la plus grande probabilité qu'il existe, à l'échelle de l'entreprise, des accords

salariaux collectifs, généralement considérés comme plus souples que les accords signés à l'extérieur de l'entreprise ; (b) la plus grande complexité des structures de rémunération ; (c) la présence souvent de composantes supplémentaires de rémunération qui contribuent à la flexibilité des salaires ; et (d) la tendance à une plus forte dispersion des salaires. La réticence des entreprises à diminuer les salaires sert généralement à définir la rigidité à la baisse du salaire nominal. À cet égard, une plus forte proportion de salariés effectivement touchés par des réductions de salaire indique une moindre rigidité des salaires.

L'effet de l'indexation des salaires de base sur l'inflation a été difficile à interpréter dans le cas présent car l'enquête WDN3 ne précisait pas s'il s'agissait de l'inflation passée (conformément à l'acception commune de l'indexation) ou des anticipations d'inflation future. Néanmoins, le signe négatif du coefficient d'indexation pourrait laisser penser que l'indexation, lorsqu'elle est en vigueur, détermine la formation des salaires indépendamment des évolutions économiques.

Même si les coefficients estimés pour les proportions de cadres et de salariés touchés par les gels de salaire, ainsi que pour la part des primes dans la masse salariale totale de

¹²⁴ Cf. l'article intitulé *La courbe de Phillips dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de juillet 2014.

¹²⁵ Cf. J. Babecký, et al., *Downward Nominal and Real Wage Rigidity: Survey Evidence from European Firms*, *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 112, numéro 4, décembre 2010, p. 884-910, et P. Du Caju et al., *ibid.*

l'entreprise, sont de signe conforme à la théorie économique et à la littérature, ils sont néanmoins négligeables. Il est donc difficile de tirer des conclusions au sujet de leur impact sur la pente de la courbe de Phillips. Toutefois, leur caractère négligeable pourrait être attribué à la taille limitée de l'échantillon, liées à la disponibilité des données, et au fait que la courbe de Phillips pour les salaires a été estimée pour la période 1997-2014 mais que la régression transversale n'a pu être effectuée qu'à l'aide des données de l'enquête WDN3 (c'est-à-dire pour la période 2010-2013). Cela peut expliquer, par exemple, le caractère négligeable de la proportion de salariés concernés par les gels de salaire ; celle-ci a fortement augmenté durant la crise, mais la courbe de Phillips estimée sur plus longue période ne rend probablement pas compte intégralement de cette évolution.

En résumé, l'analyse du présent encadré montre que les données de l'enquête WDN3 relatives aux caractéristiques des entreprises et du marché du travail peuvent expliquer dans une certaine mesure les différences constatées entre secteurs et entre pays dans la réactivité de la hausse des salaires à une sous-utilisation des capacités productives. En dépit des limitations liées à la disponibilité des données et à la construction de l'échantillon, l'analyse fournit des informations précieuses sur les caractéristiques de l'entreprise et du marché du travail qui semblent avoir de l'importance pour la réactivité des salaires à la situation sur le marché du travail. Ces observations contribuent à la compréhension par les services de la BCE de la dynamique de croissance des salaires au niveau agrégé, ce qui est particulièrement important dans le contexte actuel de progression modérée des salaires.

5 Conclusion

Comprendre les rigidités des salaires est essentiel pour mener une politique monétaire efficace et élaborer les stratégies susceptibles de faciliter les ajustements macroéconomiques. À partir des informations issues de l'enquête WDN3, réalisée à l'échelle des entreprises de 25 pays de l'UE, le présent article contribue à une meilleure compréhension des rigidités salariales dans l'Union européenne après la Grande récession, c'est-à-dire durant la période allant de 2010 à 2013. Plusieurs premiers éléments de conclusion se dégagent de cette analyse.

Premièrement, les entreprises de l'UE procèdent à un ajustement des salaires une fois par an le plus généralement. Environ 49 % des entreprises des 25 pays de l'UE faisant partie de l'échantillon déclarent avoir modifié les salaires de base de leurs salariés une fois par an, au cours de la période 2010-2013, et 40 % moins d'une fois par an.

Deuxièmement, la fréquence de modification des salaires dans les pays de l'UE a été moins élevée durant la période 2010-2013 qu'au cours de la période antérieure à la crise (2002-2007). Cela semble être au moins partiellement attribuable à la réticence des entreprises à réduire les salaires de base, c'est-à-dire à l'existence d'une rigidité à la baisse du salaire nominal.

Troisièmement, une rigidité à la baisse du salaire nominal a effectivement été constatée durant la période 2010-2013, en dépit de la longueur et de l'intensité

de la crise, mais dans une moindre mesure qu’au cours de la période 2008-

2009. Les réductions du salaire de base nominal sont extrêmement rares parmi les entreprises européennes, et cela a été le cas même durant la crise. En revanche, le pourcentage d’entreprises ayant déclaré avoir gelé les salaires de base a fortement augmenté avec la crise, atteignant un point haut durant la période 2008-2009 avant de diminuer au cours de la période 2010-2013.

Quatrièmement, les données de l’enquête WDN3 confirment un certain degré de substituabilité entre la flexibilité des salaires et la flexibilité des primes durant la période 2010-2013.

Les entreprises confrontées à une rigidité à la baisse du salaire nominal sont davantage susceptibles de recourir aux primes et aux avantages pour réduire leurs coûts de main-d’œuvre ; cela peut leur permettre de contourner la contrainte de la rigidité. Les résultats font également état du rôle (probablement modéré) des primes et des avantages comme amortisseurs de chocs durant la période 2010-2013.

Enfin, un pourcentage élevé d’entreprises des pays ayant mis en œuvre des réformes du marché du travail (principalement les pays « en difficulté », où la crise a été la plus sévère) ont eu plus de facilité à ajuster l’emploi et les salaires en 2013 qu’en 2010.

L’analyse permettant de mieux comprendre ces rigidités de salaires et leurs conséquences se poursuit actuellement.

Les principaux objectifs de recherche du WDN portent également sur la compréhension de l’ajustement de l’emploi et des prix et, d’une manière plus générale, de la manière dont les entreprises se sont ajustées aux divers chocs et réformes du marché du travail qui sont intervenus durant la période 2010-2013.

Renforcement de la résilience et de la croissance à long terme : l'importance d'institutions et de structures économiques solides pour les pays de la zone euro et l'UEM

Des institutions et des structures économiques solides sont essentielles pour la résilience et la prospérité à long terme de la zone euro. Toutefois, il subsiste un écart significatif en termes de qualité des institutions nationales et d'efficacité des structures économiques entre la majorité des pays de la zone euro et les membres de l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE) affichant les meilleurs résultats. Après s'être accélérée en 2011-2013, la dynamique des réformes structurelles s'est affaiblie dans les pays de la zone euro au cours des dernières années, en dépit du fait que des efforts de réforme importants demeurent nécessaires pour renforcer la résilience et assurer la croissance à long terme. Cet article rappelle les principaux bénéfices, pour l'Union économique et monétaire (UEM), de la solidité de ses institutions, fournit des éléments attestant de l'existence d'écarts entre les pays de la zone euro et ceux affichant les meilleurs résultats en termes de qualité des institutions et de fonctionnement des marchés des produits et du travail et examine les perspectives, tant nationale que commune, pour modeler une zone euro plus forte et plus résiliente. Il montre qu'en termes de qualité des institutions et de fonctionnement des marchés des produits et du travail, les pays de la zone euro sont encore loin de ceux affichant les meilleurs résultats au plan international. Cet article fournit des éléments attestant que réduire l'écart par rapport à la frontière renforcerait la productivité et la croissance à long terme, et garantirait une meilleure résistance aux chocs négatifs. Cela serait important non seulement pour les pays eux-mêmes, mais aussi pour améliorer le bon fonctionnement de l'UEM. Il est donc fondamental de mettre en œuvre des réformes institutionnelles et structurelles décisives afin de stimuler la croissance de l'emploi et de l'investissement et d'accroître la production potentielle dans tous les pays de la zone euro.

1

Introduction

Cet article examine le rôle des facteurs institutionnels et structurels dans la résilience économique et les perspectives de croissance à long terme des pays de la zone euro. Il s'appuie sur deux articles antérieurs du Bulletin économique qui traitent de l'importance des réformes structurelles dans la zone euro

et de la nécessité d'encourager la convergence réelle¹²⁶. Ces deux articles présentent les effets des réformes structurelles sur les variables macroéconomiques clés et montrent comment des institutions faibles et des rigidités structurelles limitent la convergence réelle entre les pays de l'UE. Ils suggèrent également que la poursuite des réformes structurelles pourrait être un outil puissant pour restaurer la croissance et la compétitivité dans la zone euro. Le présent article complète l'analyse précédente en réexaminant l'importance d'institutions solides, en particulier s'agissant de deux questions fondamentales et urgentes : *comment renforcer la résilience et comment stimuler la productivité* et la croissance potentielle dans les pays de la zone euro.

Des structures économiques rigides et des niveaux de dette élevés font obstacle à la résilience. En cas de changements structurels ou de choc négatif soudain, des structures économiques rigides entravent la réorientation rapide des ressources, c'est-à-dire le capital et le travail, vers d'autres secteurs. Un endettement public élevé rend plus difficile la poursuite de politiques budgétaires contracycliques¹²⁷, tandis qu'un niveau de dette privée élevé réduit la capacité des ménages et des entreprises à prendre de bonnes décisions de consommation et d'investissement. De la même façon, et en liaison avec cela, un niveau important d'endettement extérieur net rend les pays vulnérables à un retrait soudain des fonds des investisseurs étrangers. Le graphique 1 montre que le problème de l'endettement élevé concerne une large majorité de pays de la zone euro et est généralement associé à une croissance économique faible depuis le début de la crise financière et économique.

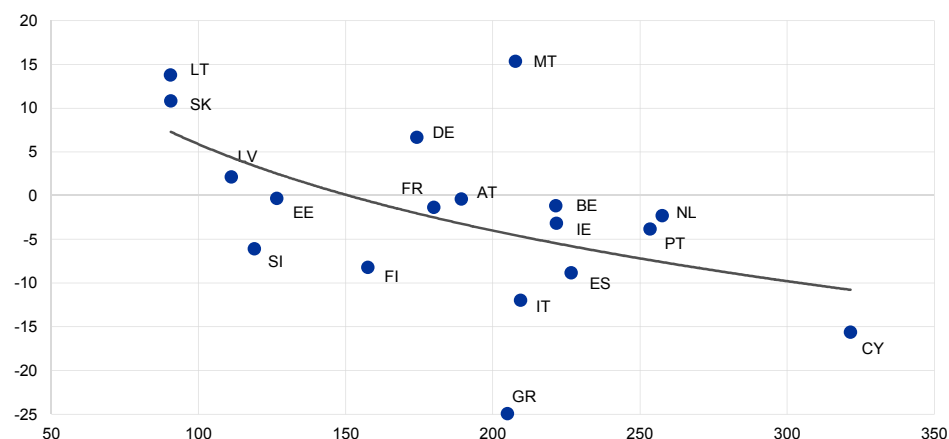
¹²⁶ *Les progrès en matière de réformes structurelles dans la zone euro et leurs éventuels effets*, Bulletin économique, numéro 2, BCE, 2015 et *La convergence réelle dans la zone euro : éléments probants, théorie et implications pour la politique économique*, Bulletin économique, numéro 5, BCE, 2015.

¹²⁷ Pour une analyse de cette question, cf. l'article intitulé *Stratégies de réduction de la dette publique dans la zone euro*, Bulletin économique, numéro 3, BCE, 2016.

Graphique 1

Dettes privée et publique (2007) et croissance de la production par habitant (2007-2015)

(axe des abscisses : dette publique et privée en pourcentage du PIB (2007) ; axe des ordonnées : variation du PIB par habitant depuis le point haut)



Sources : Calculs de la BCE établis à partir des données Eurostat pour la dette privée et publique et des estimations du FMI pour la croissance potentielle de la production.

Note : 2007 représente le point haut du cycle pour l'ensemble de la zone euro.

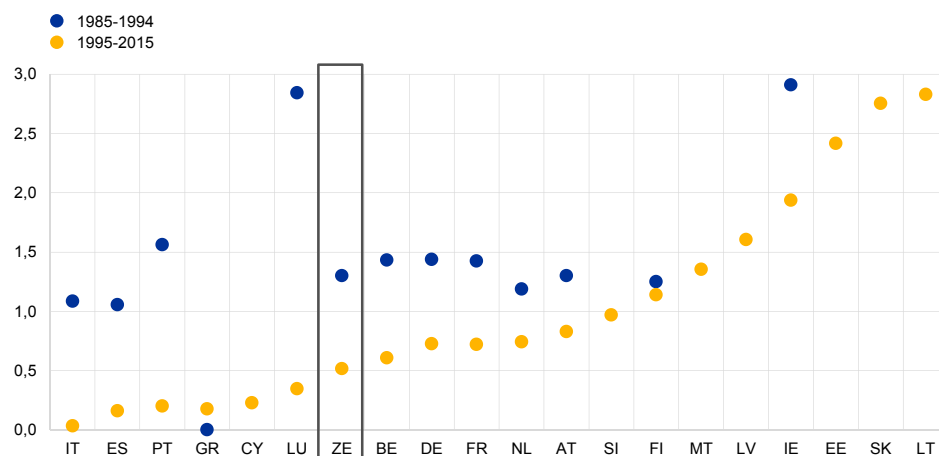
La faible croissance de la productivité, qui découle en partie de nombreux obstacles structurels et institutionnels, est un problème de longue date dans la zone euro. Le graphique 2 montre que pour les deux tiers des pays de la zone euro, la croissance de la productivité globale des facteurs (PGF) s'est en moyenne établie en deçà de 1 % au cours des vingt dernières années. Dans le même temps, les États-Unis ont affiché des taux légèrement supérieurs à 1 %. Ce constat est inquiétant, dans la mesure où la PGF est un déterminant essentiel de la croissance du PIB, qui est elle-même nécessaire pour stimuler l'emploi et contribuer à réduire les niveaux d'endettement privé et public élevés.

Dans ce contexte, cet article examine comment des institutions et des structures économiques solides peuvent répondre à la problématique d'une résilience insuffisante et d'une productivité faible, en particulier au sein d'une union monétaire. Cette analyse est réalisée en trois étapes.

Graphique 2

Croissance moyenne de la productivité globale des facteurs de 1985 à 1995
et de 1995 à 2015

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Moyenne non pondérée des estimations établies par la BCE, la Commission européenne et le FMI.

Notes : Sur la période 1985-1995, les estimations ne sont pas disponibles pour certains pays. ZE signifie zone euro.

La section 2 examine la performance des pays de la zone euro, établie à partir d'une sélection d'indicateurs institutionnels et structurels. Cette section montre que, s'agissant des principales structures économiques (c'est-à-dire les marchés du travail et des produits) et d'une sélection des principales institutions, les pays de la zone euro restent très éloignés du niveau constituant la frontière pour l'OCDE en termes de meilleures pratiques.

La section 3 analyse les données empiriques attestant des bénéfices inhérents à des institutions et des structures solides, en mettant un accent particulier sur les pays de la zone euro. Elle montre comment une réglementation solide des marchés du travail et des produits ainsi que de bonnes institutions de gouvernance renforcent la résilience et constituent une source fondamentale de croissance à long terme. Cette section explique qu'en dépit des importants bénéfices attendus des réformes institutionnelles et structurelles et de l'écart toujours significatif par rapport aux meilleures pratiques, le rythme des réformes dans la zone euro, après s'être accéléré au début de la crise, a été lent, en particulier dans les pays faisant l'objet d'un programme d'ajustement.

La section 4 explique combien il est important d'évoluer vers des structures économiques et des institutions solides pour garantir le bon fonctionnement de l'UEM dans son ensemble. L'importance, pour le bon fonctionnement de l'UEM dans un contexte de politique monétaire unique, de marchés des produits, du travail et des capitaux adaptables est largement attestée et reconnue. Cette section examine le cadre de gouvernance actuel de l'UE et tire certains enseignements pour l'avenir, sur fond de lenteur de la mise en œuvre des réformes.

Des institutions internationales telles que le Fonds monétaire international (FMI), l'OCDE, la Commission européenne et la BCE ont appelé à plusieurs reprises à la mise en œuvre de réformes structurelles ambitieuses¹²⁸. Cela tient au fait que de telles réformes peuvent 1) promouvoir une meilleure utilisation des ressources d'une économie en réduisant les obstacles aux mouvements rapides du capital et du travail entre les entreprises, conduisant ainsi à une meilleure utilisation du facteur travail et par conséquent à un taux d'emploi plus élevé, 2) éliminer les barrières à l'entrée pour les nouvelles entreprises et 3) plus généralement, garantir une égalité de traitement entre tous les acteurs économiques.

Les réformes structurelles sont généralement associées à des politiques réglementaires visant à renforcer les incitations fondées sur le marché pour les marchés intérieurs du travail et des produits. Ces dernières recouvrent souvent les conditions globales de création et de gestion d'entreprises.

Elles ont toutefois également trait à la qualité des institutions économiques de base. Des institutions solides, telles que la sécurité juridique, des administrations publiques efficaces ou l'absence de corruption posent les fondements d'un fonctionnement approprié de l'ensemble des structures économiques spécifiques, telles que les marchés du travail et des produits. L'encadré 1 présente en détail les concepts d'institutions et de structures économiques et dresse la liste des politiques envisageables pouvant affecter leur fonctionnement.

Encadré 1

Les concepts d'institutions et de structures économiques et comment ils affectent l'économie

Acemoglu et al.¹²⁹ définissent les institutions comme l'ensemble de règles et de politiques à même de garantir une égalité de traitement à tous les acteurs économiques et de veiller à ce que des incitations économiques solides soient en place pour encourager l'investissement, l'innovation, l'épargne et la résolution des problèmes liés à l'action collective ainsi que pour assurer la fourniture efficace de biens publics. Un des exemples les plus marquants est à cet égard l'opposabilité du droit de propriété qui, si elle est garantie, influence de façon significative les incitations à investir et à innover.

En s'appuyant sur des institutions qui remplissent les critères décrits ci-dessus, des structures économiques peuvent être définies comme un cadre définissant les incitations pour toutes les transactions entre agents d'une économie. Dans les économies de marché, les réglementations visent à prévenir les défaillances du marché et à préserver la cohésion sociale et jouent par conséquent un rôle important dans la détermination des structures économiques, par

¹²⁸ Cf. par exemple, *Perspectives de l'économie mondiale*, FMI, avril 2016 ; *Economic Policy Reforms 2016: Going for Growth Interim Report*, OCDE, 2016 ; Commission européenne : programme du Semestre européen 2016, incluant les recommandations spécifiques par pays ; ou les déclarations introductives à la conférence de presse de la BCE prononcées par le président de la BCE.

¹²⁹ Comme défini dans D. Acemoglu et al., *Institutions as the Fundamental Cause of Long-Run Growth*, NBER Working Paper, n° 10481, 2004.

exemple sur les marchés du travail ou des produits. Dans de nombreux cas, les réglementations peuvent accroître le bien-être si elles sont correctement utilisées. Si un marché ne fonctionne pas bien, par exemple en cas de monopole naturel de grandes activités de réseau (comme l'énergie), il peut être bénéfique de le réguler. De manière générale, toutefois, trop de régulation peut créer de mauvaises incitations pour les investisseurs, les entreprises et les salariés, résultant ainsi dans une allocation moins efficace du travail et du capital, dans une perspective de bien-être. Un tel excès de régulation ou de protection peut *in fine* peser sur la croissance de la productivité et de l'emploi et freiner la réaction aux chocs négatifs.

Les réglementations du marché du travail affectent le taux de création et de destruction de l'emploi, les niveaux de chômage, de productivité, des salaires et des bénéfices ainsi que le degré de protection sociale. D'une part, il pourrait être nécessaire de réguler les dispositifs de sécurisation de l'emploi, les salaires minimum et les négociations collectives afin de fournir un niveau de protection sociale suffisant aux travailleurs ou pour encourager la croissance de la productivité (par le biais de la formation et du développement de compétences spécifiques aux entreprises). D'autre part, un excès de régulation entrave l'ajustement rapide des entreprises et des salariés aux chocs économiques en décourageant les embauches et en favorisant les personnes occupant déjà un emploi au détriment des chômeurs. La question fondamentale pour les autorités est de trouver un équilibre entre la nécessité d'un certain degré de régulation et le besoin d'éviter des distorsions excessives. Les principales catégories d'institutions du marché du travail recouvrent (1) les règles du processus de fixation des salaires, (2) la législation (de protection) de l'emploi, (3) les politiques d'activation, (4) les politiques de remplacement du revenu, (5) la fiscalité du travail et (6) les politiques d'éducation et de formation professionnelle.

Les structures du marché du travail affectent le potentiel d'une économie à croître et à s'adapter rapidement aux évolutions (soudaines) des circonstances. Les évolutions économiques peuvent être progressives, comme les changements structurels liés à la mondialisation, ou plus soudaines, lorsque des chocs négatifs frappent l'économie. Dans ce cas, le travail doit pouvoir s'ajuster en termes de prix et de quantité. De plus, la mesure dans laquelle il est possible d'opérer une réallocation entre secteurs peut être très importante. Dans ce contexte, les politiques du marché du travail doivent fournir une flexibilité suffisante du dispositif de fixation des salaires et empêcher qu'une législation sur la protection du travail excessivement stricte crée un effet de blocage. Dans le même temps, la sécurité des travailleurs doit être garantie en cas de chômage temporaire par l'octroi d'allocations chômage suffisantes et leur réactivation doit être facilitée par des programmes d'emploi ciblés.

Une régulation excessive du marché des produits est susceptible d'exercer des effets négatifs sur la croissance de la productivité et du PIB. Un degré élevé de concurrence entre les entreprises sur les marchés de biens et de services garantit un niveau des prix raisonnable par rapport aux coûts de production. Étant donné que les marchés sur lesquels la concurrence est plus forte tendent à afficher des prix moins élevés que ceux sur lesquels la concurrence est limitée, les consommateurs tirent avantage de marchés plus concurrentiels. Cette situation réduit les rentes injustifiées des producteurs et accroît le bien-être du consommateur. En outre, la concurrence tend également à favoriser la variété des produits, offrant ainsi davantage de choix aux consommateurs. De plus, il semble que les entreprises tendent à moins innover lorsqu'elles opèrent sur des marchés où il existe de fortes barrières à l'entrée. Cela entrave le progrès technologique, la productivité et, par conséquent, la création d'emplois.

Les structures du marché des produits affectent la capacité de l'économie à absorber les chocs.

Pour que l'économie surmonte les chocs, les prix doivent pouvoir s'ajuster rapidement et les facteurs de production être réaffectés entre les entreprises et les secteurs. Les ajustements des prix sont essentiels pour garantir la transmission des variations des coûts de main-d'œuvre aux prix à la consommation. En cas de baisse des coûts de main-d'œuvre à la suite d'un choc négatif, la compétitivité d'une économie ne peut s'améliorer que si les prix s'ajustent également. Sans un ajustement rapide des prix, le coût d'un choc négatif retomberait sur le revenu disponible réel des ménages.

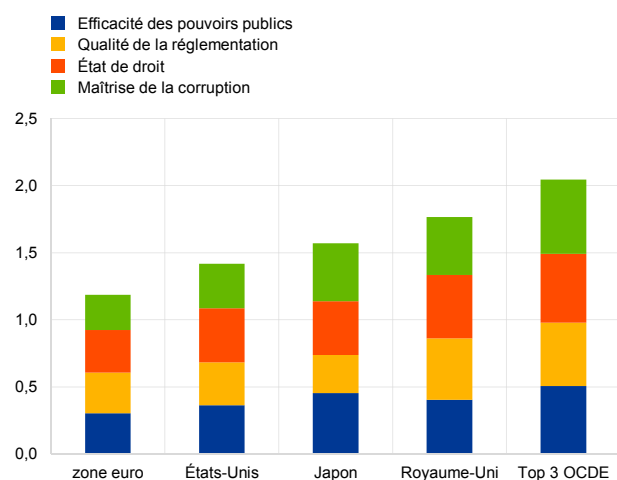
Il existe diverses politiques du marché des produits visant à faciliter la concurrence.

Les politiques générales ont trait, par exemple, à l'existence d'une autorité de régulation forte et efficace à même de surveiller l'état de la concurrence sur l'ensemble des marchés pertinents. De plus, les politiques peuvent créer un climat des affaires général favorable pour faciliter l'entrée de nouvelles entreprises et alléger la charge administrative pesant sur les entreprises existantes. Des politiques spécifiques à chaque secteur incluent par exemple les politiques de concurrence pour les activités de réseau (par exemple, l'énergie, les télécommunications ou le transport), le secteur du commerce de détail et les professions protégées (comme les notaires, les pharmaciens ou les avocats).

Graphique 3

Qualité des institutions au sein de l'OCDE en 2015

(indice)



Sources : Calculs de la BCE établis à partir des données de la Banque mondiale.

Notes : Le « Top 3 de l'OCDE » comprend la Finlande, la Nouvelle-Zélande et la Suisse. Plus l'indice est élevé, meilleure est la qualité des institutions. Les données pour la zone euro sont une moyenne non pondérée de ses pays membres.

Mesurer la qualité des institutions et des structures économiques est une tâche difficile.

S'il est courant de mesurer la qualité institutionnelle, en particulier en termes de perception, cela ne reflète pas nécessairement la qualité de la législation, mais plutôt le fonctionnement effectif de l'économie. Dans cet article, nous utilisons comme approximation de la qualité institutionnelle les quatre indicateurs de gouvernance calculés par la Banque mondiale : efficacité des pouvoirs publics, qualité de la réglementation, État de droit et maîtrise de la corruption. Agrégés, ces indicateurs représentent la qualité des services de l'État¹³⁰ ou, plus simplement, les services institutionnels. Le graphique 3 présente ces quatre indicateurs pour les pays de la zone euro, les États-Unis et les trois pays de l'OCDE affichant les meilleurs résultats. Un indice élevé indique des normes institutionnelles élevées. Pour les quatre indicateurs, la qualité des institutions est en moyenne plus faible pour la zone euro que pour ses pairs.

Si presque tous les pays de la zone euro sont dotés d'institutions plus faibles que celles des pays de l'OCDE affichant les meilleurs résultats, il existe toutefois une forte hétérogénéité.

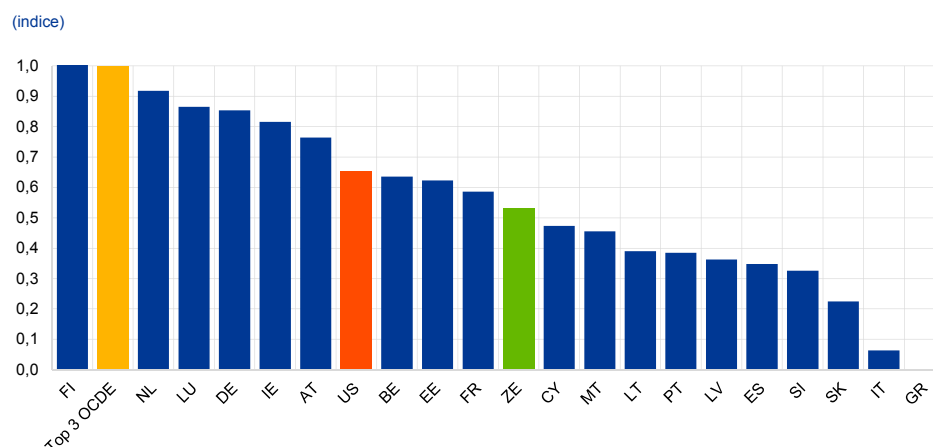
Le graphique 4 montre que l'indicateur de qualité institutionnelle varie nettement selon les pays de la zone euro, la Finlande se situant à la frontière de la solidité institutionnelle, certains pays (comme les

¹³⁰ J.F. Helliwell et al., *Good Governance and National Well-being: What are the Linkages?*, OCDE Working Papers on Public Governance, n° 25, 2014.

Pays-Bas et le Luxembourg) étant très proches des pays de l'OCDE affichant les meilleurs résultats et d'autres (la Grèce ou l'Italie par exemple) se rapprochant des pays de l'OCDE affichant les moins bons résultats.

Graphique 4

Distance des pays de la zone euro par rapport à la frontière en termes de qualité des institutions (2015)



Sources : *Governance Indicators 2015* de la Banque mondiale (Indice de gouvernance mondiale ; efficacité des pouvoirs publics, État de droit, qualité de la réglementation et maîtrise de la corruption) et calculs de la BCE.

Notes : Indicateur composite recouvrant les indices standard ci-dessus, en moyenne, et réajustés pour s'établir entre 0 et 1 (niveau de pointe). Le « Top 3 de l'OCDE » comprend la Finlande, la Nouvelle-Zélande et la Suisse. ZE signifie zone euro.

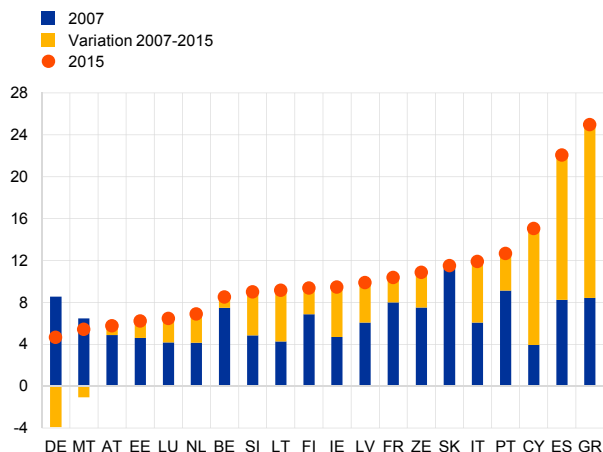
Mesurer l'efficacité du marché du travail requiert d'examiner un large éventail de réglementations. Cela tient au fait que la pertinence des réglementations spécifiques (comme la protection de l'emploi) ne peut être évaluée que dans un contexte plus large (par exemple, le niveau de protection sociale). C'est pour cette raison qu'il est nécessaire d'utiliser une large gamme d'indicateurs pour évaluer l'efficacité globale du marché du travail. Comme cela a été indiqué dans le rapport des cinq présidents¹³¹, les meilleures pratiques pour le marché du travail devraient conjuguer des éléments de sécurité et de flexibilité. Cela signifie des contrats de travail flexibles et fiables évitant un marché du travail à deux vitesses, des stratégies globales d'apprentissage tout au long de la vie, des politiques aidant réellement les chômeurs à revenir sur le marché du travail, des systèmes de sécurité sociale modernes et une fiscalité du travail efficace. Durant la crise, les pays de la zone euro ont enregistré une augmentation du chômage, qui demeure très élevé dans certains États membres (cf. graphique 5). Les réformes améliorant la flexibilité et la sécurité d'une façon équilibrée accroissent l'efficacité du marché du travail, facilitant ainsi la création d'emplois et réduisant les taux de chômage élevés dans les pays concernés.

¹³¹ J.C. Juncker *et al.*, *Compléter l'Union économique et monétaire européenne*, 22 juin 2015.

Graphique 5

Le chômage dans les pays de la zone euro

(en pourcentage de la population active)



Source : Eurostat.

Pour mesurer la régulation du marché des produits, il est nécessaire d'examiner le fonctionnement de nombreux secteurs de l'économie.

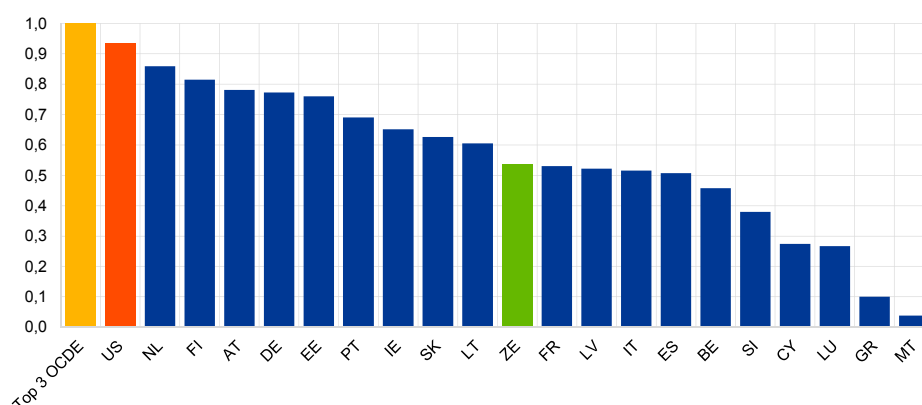
Les indicateurs consultés recouvrent des aspects *de jure* et *de facto*. L'indice relatif à la réglementation du marché des produits de l'OCDE est axé sur les aspects législatifs de l'environnement réglementaire lié à la réglementation au niveau de l'ensemble de l'économie (par exemple, le contrôle par l'État) et à la réglementation par secteur (comme les obstacles aux échanges dans l'industrie manufacturière). En revanche, l'indicateur *Doing business* de la Banque mondiale est essentiellement centré sur l'aspect mise en œuvre du coût relatif à la conduite des affaires (*cost of doing business*). Le graphique 6 présente l'agrégation (standardisée) des deux indicateurs. Cet indicateur agrégé suggère que les marchés des produits de la zone euro fonctionnent moins bien que ceux des trois pays de l'OCDE les plus performants.

Sur la base de cet indicateur, tous les pays de la zone euro, et en particulier les plus éloignés de la frontière, doivent améliorer la concurrence et les conditions globales de conduite des affaires.

Graphique 6

Distance des pays de la zone euro par rapport à la frontière en termes d'efficacité du marché des produits (2015 ou dernières données disponibles)

(indice)



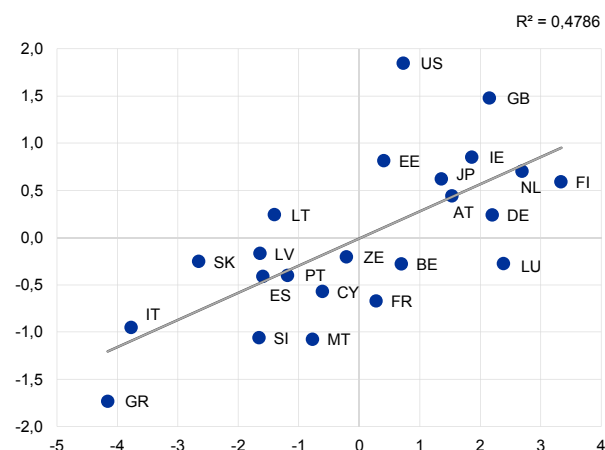
Sources : Dernier indice relatif à la réglementation du marché des produits de l'OCDE, indicateur *Doing Business* de la Banque mondiale et calculs de la BCE.

Notes : Indicateur composite recouvrant les deux indices standard, en moyenne, et réajustés pour s'établir entre 0 et 1 (niveau de pointe). Le « Top 3 de l'OCDE » comprend la Nouvelle-Zélande, le Royaume-Uni et le Danemark.

Graphique 7

Qualité institutionnelle et efficacité des marchés
des produits et du travail
(2015 ou dernières données disponibles)

(axe des abscisses : qualité institutionnelle (z-score) ; axe des ordonnées : efficacité des marchés des produits et du travail (z-score))



Sources : Calculs de la BCE établis sur la base des données de la Banque mondiale, de l'OCDE, de l'indice de compétitivité mondial, de la *Heritage Foundation* et du *Fraser Institute*.

Notes : La mesure de la qualité institutionnelle est une moyenne de six indicateurs de gouvernance mondiale de la Banque mondiale (voix citoyenne et responsabilité, efficacité des pouvoirs publics, État de droit, qualité de la réglementation, maîtrise de la corruption et stabilité politique et absence de violence). Ces indicateurs sont présentés sous la forme de z-scores.

Il existe une forte corrélation entre la qualité des institutions et le bon fonctionnement des marchés du travail et des biens et services. Le graphique 7 montre que, sur la base des indicateurs utilisés pour cette analyse, dans les pays où la qualité des institutions est inférieure à la moyenne, la qualité des marchés du travail et des biens et services tend également à se situer au-dessous de la moyenne. Cette forte corrélation pourrait notamment refléter la plus grande probabilité que, en présence d'institutions solides, la société et le législateur privilégient les réformes bénéficiant à la majorité des citoyens au détriment des intérêts particuliers.

Les indicateurs permettant d'évaluer la qualité des institutions et des structures économiques posent tous d'importants problèmes de mesure. Comme l'explique plus en détail l'encadré 1, les institutions et certaines structures économiques (comme celles relevant des marchés du travail et des biens et services) sont multiformes et souvent difficilement, voire pas du tout, quantifiables. De même, les indicateurs étant souvent fondés sur des perceptions, ils peuvent être influencés par la conjoncture : en période de crise, par exemple, la perception du

fonctionnement de certaines institutions peut être plus mauvaise qu'en période favorable. Un autre problème a trait au caractère arbitraire de l'échelle utilisée, en particulier pour les indicateurs *de facto*. En outre, la taille et la composition de l'échantillon retenu sont importants, tout comme leur évolution au fil du temps. Par conséquent, les conclusions tirées des indicateurs composites larges, choisis dans les graphiques 4 à 6 pour jauger la qualité institutionnelle et réglementaire d'un pays donné, doivent être complétées d'une analyse plus approfondie du fonctionnement effectif de l'économie et de son secteur public.

3 Les éléments permettant de déterminer l'impact des réformes institutionnelles et structurelles dans les pays de la zone euro

À partir des indicateurs évoqués précédemment, la présente section examine les éléments empiriques qui relient les institutions et les structures économiques à la résilience et à la hausse de la productivité à long terme.

3.1 Accroître la résilience de l'économie

Les réformes institutionnelles et structurelles sont essentielles pour accroître la résilience de l'économie. Celle-ci revêt un aspect à la fois *ex ante* et *ex post*.

D'une manière générale, la résilience *ex ante* fait référence à la capacité de résister à des chocs et la résilience *ex post*, à la capacité de limiter les coûts d'un choc négatif et de récupérer rapidement par la suite. Les deux aspects sont reliés. La capacité d'une économie à faire face à un choc dépend d'un ensemble de facteurs, notamment du contexte de politique générale, de l'ampleur de la diversification économique et financière et, en particulier, de la qualité des institutions et des structures économiques.

La résilience d'un pays est généralement évaluée de manière empirique en identifiant, dans un premier temps, les sources des chocs. Les chocs négatifs frappant une économie peuvent avoir une origine commune ou être idiosyncratiques. Lorsqu'ils ont une origine commune (par exemple, l'éclatement de la bulle internet ou la crise financière de 2007-2008), la résilience de l'économie peut être analysée en comparant la réaction des différents pays au même choc. Cette comparaison est généralement réalisée en évaluant l'incidence du choc sur l'économie (résilience *ex ante*) et en calculant le délai de récupération (résilience *ex post*).

S'agissant tout d'abord de la résilience *ex ante*, il a été montré que la profondeur de la récession ou de la crise qui faisait suite à un choc négatif était liée au dispositif institutionnel du pays. Selon Acemoglu *et al.*¹³², les pays connaissant des problèmes institutionnels enregistrent une volatilité beaucoup plus élevée, telle que mesurée par l'écart type ou par le PIB par habitant. Rodrik¹³³ parvient à une conclusion similaire : plus les conflits sociaux latents au sein de l'économie sont importants et les institutions de gestion des conflits faibles, plus l'incidence des chocs externes sur la croissance est forte. Des institutions et des structures économiques de grande qualité tendent également à réduire la probabilité d'une crise, comme le montre l'encadré 2. Les pays de l'échantillon de l'OCDE dont les institutions sont les plus faibles sont beaucoup plus exposés aux chocs économiques que les pays dont les institutions fonctionnent bien et dont les marchés du travail et de biens et services sont solides.

De nombreuses études empiriques confirment l'importance du bon fonctionnement des marchés du travail et de biens et services pour le renforcement de la résilience *ex post*, c'est-à-dire après le choc. Canavo *et al.*¹³⁴ utilisent l'approche décrite précédemment, qui consiste à identifier les chocs communs et à évaluer leur incidence sur des pays dotés de structures économiques différentes. Ils examinent les données sectorielles des différents pays de la zone euro et observent qu'un degré élevé de réglementation sur les marchés de biens et

¹³² Cf. la note de bas de page n° 129.

¹³³ D. Rodrik, *Where Did All the Growth Go? External Shocks, Social Conflict, and Growth Collapses*, *Journal of Economic Growth*, vol. 4, n° 4, 1999, p. 385-412.

¹³⁴ Canavo *et al.*, *Measuring the macroeconomic resilience of industrial sectors in the EU and assessing the role of product market regulations*, *European Economy – Occasional Papers*, n° 112, Commission européenne, juillet 2012.

services affaiblit la résilience des secteurs à des chocs négatifs. Ils montrent que la capacité différente des sous-secteurs industriels à absorber les chocs semble s'expliquer dans une large mesure par le degré d'avancement des réformes sur le marché des biens et des services. Duval et Vogel¹³⁵ mènent une analyse similaire en mettant l'accent, cependant, sur la persistance des chocs dans l'écart de production. D'après leurs simulations, des marchés du travail et des biens et services rigides allongent le délai de retour du PIB à son niveau potentiel après un choc, et accentuent les pertes de production cumulées au cours de la période. L'encadré 3 décrit plus en détail un exemple de résilience *ex post*, en mettant en évidence des épisodes de baisse du chômage après la mise en œuvre de réformes structurelles.

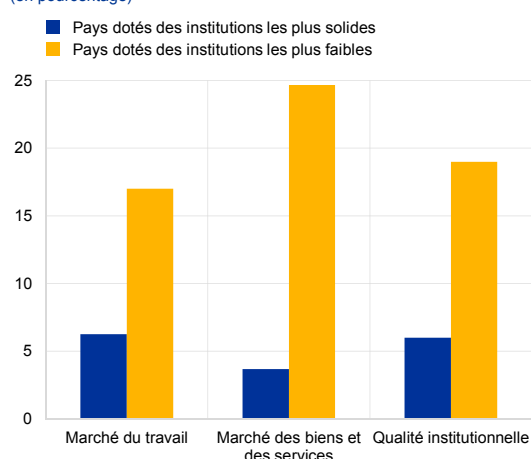
Encadré 2

Des institutions et des structures économiques de plus grande qualité réduisent la probabilité d'une crise

Graphique

Probabilité d'événements de crise, conditionnée à la qualité des institutions

(en pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le graphique montre le résultat d'un modèle probit dans lequel la probabilité d'une crise est calculée aux extrêmes des variables institutionnelles, c'est-à-dire pour la valeur institutionnelle la plus faible et pour la valeur la plus élevée dans les différents pays, en supposant que les variables de contrôle (total des dépenses publiques et taux d'intérêt nominaux à court terme) ont des valeurs moyennes. S'agissant de la qualité institutionnelle, la probabilité moyenne est obtenue à l'aide de l'indice de gouvernance mondiale ; pour les institutions des marchés de biens et services, grâce à l'indicateur *Doing Business* et à l'indice de compétitivité mondial relatif à l'efficacité des marchés de biens et services ; et pour les institutions du marché du travail, à partir de la législation sur la protection de l'emploi, de l'indice de compétitivité mondiale et de la flexibilité sur le marché du travail telle que mesurée par la fondation Heritage. Les données portent sur la période allant de 1990 à 2014 et sur un échantillon de pays de l'OCDE.

pays de l'échantillon doté des institutions et des caractéristiques structurelles les plus solides que pour un pays où elles sont les moins solides. Le message est cohérent dans les trois domaines de politique économique : marché du travail, marché des biens et des services et qualité

Le présent encadré décrit un exercice simple permettant d'évaluer dans quelle mesure la probabilité d'une forte baisse du PIB dépend des différents dispositifs institutionnels et structurels. L'exercice, dont le résultat est présenté dans le graphique, identifie dans un premier temps une forte diminution du PIB. Pour cela, il considère la distribution de la croissance du PIB annuel sur l'ensemble des pays de l'OCDE entre 1990 et 2014, et définit le dixième percentile de la distribution comme événement de crise. Le taux de croissance médian du PIB de ce percentile est de - 4 %. Deuxièmement, un modèle de régression probit est estimé, dans lequel la variable dépendante correspond à la probabilité d'une forte baisse du PIB, du même ordre de grandeur que celui observé pour le dixième percentile. Au terme droit de l'équation on ajoute des variables institutionnelles et structurelles ainsi qu'un ensemble de variables de contrôle, comme les dépenses publiques et les taux d'intérêt à court terme. Les résultats montrent que la probabilité d'une forte diminution du PIB, c'est-à-dire d'un événement de crise relevant du dixième percentile de la distribution, est beaucoup moins élevée pour un

¹³⁵ R. Duval et L. Vogel, *Economic resilience to shocks. The role of structural policies*, *Revue économique de l'OCDE*, vol. 2008/1.

institutionnelle. Par conséquent, l'amélioration sur tous ces fronts est très importante pour réduire la probabilité qu'une crise sévère affecte un pays. En particulier, les réformes sur les marchés de biens et de services, qui recouvrent également les conditions générales régissant la création et la gestion d'entreprises, semblent être particulièrement bénéfiques pour accroître la capacité d'ajustement d'un pays.

La résilience ex post serait très nettement améliorée si le canal de la compétitivité fonctionnait correctement dans la zone euro.

Avant la crise financière, plusieurs études avaient montré à quel point le fonctionnement du canal de la compétitivité était lent dans la zone euro en raison des rigidités structurelles¹³⁶. Dans une étude récente, Biroli *et al.*¹³⁷ confirment ces résultats. Ils observent globalement qu'une réglementation excessive des marchés du travail et des biens et services accentue la persistance d'écarts d'inflation en cas de choc commun. Cela signifie que dans une union monétaire, où le canal du taux de change nominal n'est plus disponible comme outil d'ajustement, une forte réglementation des structures de ces marchés freine le fonctionnement du canal de la compétitivité, ce qui empêche le lissage automatique des chocs au niveau national. Entre 2011 et 2013, les réformes structurelles mises en œuvre par les pays les plus touchés par la crise de la dette souveraine ont probablement amélioré le fonctionnement du canal de la compétitivité.

Un endettement élevé limite la résilience tant ex ante qu'ex post de l'économie.

Un niveau de dette élevé peut rendre l'économie plus vulnérable aux chocs et accentuer ou prolonger les phases de ralentissement économique. Cela est dû au fait qu'un endettement élevé entrave la capacité des ménages et des entreprises à lisser leurs décisions de dépenses de consommation et d'investissement, et la capacité des gouvernements à amortir ces chocs. Un niveau de dette publique élevé rime en général avec taux d'imposition futurs élevés, compromettant ainsi l'investissement. Les interactions négatives entre une dette souveraine élevée et un secteur financier faible continuent de peser sur les décisions d'investissement et sur la croissance économique. Le niveau de dette élevé des secteurs public et privé demeure une grande vulnérabilité dans de nombreux pays de la zone euro. Certaines études empiriques calculent des seuils implicites pour les ratios de dette et concluent qu'une fois qu'un certain niveau d'endettement est maintenu pendant plusieurs années, on constate que la croissance du PIB reste faible¹³⁸.

Il existe une relation empirique solide entre la dynamique de la dette du secteur privé et l'efficacité des cadres d'insolvabilité nationaux.

Par exemple, selon une analyse récente menée par les services de la Commission européenne,

¹³⁶ Par exemple *The EU Economy: 2006 Review: Adjustment Dynamics in the Euro Area: Experiences and Challenges*, Commission européenne, 2006.

¹³⁷ Biroli *et al.*, *Adjustment in the Euro Area and Regulation of Product and Labour Markets: An Empirical Assessment*, *European Economy – Economic Papers*, n° 428, Commission européenne, octobre 2010.

¹³⁸ Au sujet de la relation entre dette publique et croissance, cf. C. Checherita-Westphal et P. Rother, *The impact of high government debt on economic growth and its channels: An empirical investigation for the euro area*, *European Economic Review*, vol. 56, n° 7, octobre 2012, p. 1392-1405. Au sujet de la relation entre dette privée et croissance, cf. S. Cecchetti, M. Mohanty et F. Zampolli, *The real effects of debt*, *Working Papers*, n° 352, Banque des règlements internationaux, septembre 2011.

en présence d'un encours de dette privée élevé, la qualité des cadres d'insolvabilité est importante pour la stabilité financière et pour encourager l'entrepreneuriat et, donc, réduire l'impact du processus de désendettement sur la croissance. En particulier, il a été établi qu'un cadre d'insolvabilité de bonne qualité allait de pair avec un ajustement plus rapide des ratios de créances douteuses¹³⁹. Des ratios de créances douteuses élevés tendent à être associés à des cadres d'insolvabilité de moins bonne qualité. La qualité des cadres d'insolvabilité est importante pour accélérer le processus de résolution des créances douteuses, ce qui favorise les investissements efficaces et la croissance à long terme.

Encadré 3

Épisodes de baisse du chômage dans la zone euro et rôle des réformes structurelles

L'un des coûts les plus importants imposé par la crise financière et de la dette souveraine a été la forte hausse du taux de chômage dans de nombreux pays de la zone euro. Cet encadré se propose d'expliquer les épisodes de résorption du chômage, en s'intéressant à l'importance relative du taux de chômage, de la croissance du PIB et des réformes des marchés du travail et des biens et services. L'approche mise en œuvre est l'étude de cas. Un événement de résorption du chômage se définit comme un événement qui remplit cumulativement les conditions suivantes : (1) le taux de chômage baisse d'au moins 3 points de pourcentage sur une période de trois ans ; (2) la diminution du taux de chômage sur une période de trois ans représente au moins 25 % du taux de chômage initial ; et (3) au bout de cinq ans, le taux de chômage demeure inférieur à celui enregistré au début de l'épisode¹⁴⁰. L'échantillon des données couvre les pays de la zone euro au cours de la période 1995-2015. Au total 12 épisodes peuvent être identifiés (cf. tableau A).

¹³⁹ M. Carpus Carcea et al., *The Economic Impact of Rescue and Recovery Frameworks in the EU, European Economy – Discussion Papers*, n° 004, Commission européenne, septembre 2015.

¹⁴⁰ Une approche semblable a été suivie par C. Freund et B. Rijkers, *Episodes of unemployment reduction in rich, middle-income and transition economies*, *Journal of Comparative Economics*, vol. 42, numéro 4, décembre 2014, p. 907-923.

Tableau A

Pays et années où ont été enregistrés des épisodes de résorption forte et durable du chômage

Allemagne	2005
Estonie	2003, 2010
Irlande	1995
Espagne	1996
France	1998
Lettonie	2002, 2010
Lituanie	2001, 2010
Slovaquie	2004
Finlande	1996

Source : Calculs de la BCE à partir de données Eurostat.

Note : L'année indique le début d'un épisode de résorption du chômage. Par exemple, l'Allemagne a entamé un épisode de résorption du chômage en 2005, ce qui, d'après la définition retenue, signifie que lors de la période 2005-2008, le taux de chômage a baissé au minimum de 3 points de pourcentage et de 25 %, et qu'en 2010 le taux de chômage était inférieur au niveau enregistré en 2005.

Le tableau A montre que des périodes de fortes réductions du chômage ne sont pas courantes mais ne sont pas non plus des événements rares. Les évolutions

macroéconomiques jouent un rôle important dans le déclenchement de ces épisodes. Le graphique (première partie) montre que le taux de chômage augmente avant un épisode de baisse et qu'il est nettement plus élevé que la moyenne de l'échantillon. En outre, le pic de chômage est précédé d'un fort ralentissement du taux de croissance du PIB (cf. graphique, deuxième partie). La croissance du PIB se redresse au cours de la période précédant le début de l'épisode, et le taux de chômage diminue avec un décalage.

Outre le rôle joué par le cycle économique,

l'intention de réformer semble également très importante. L'intention de réformer se mesure à l'aide des indicateurs sur la législation de protection de l'emploi (LPE) et de réglementation dans les secteurs de l'énergie, des transports et des communications (RETC) de l'OCDE¹⁴¹. Ces séries sont des variables substitutives des réformes des marchés du travail et des biens et services. L'accent est mis sur les réformes relativement importantes, qui se définissent comme les réformes excédant une fois l'écart-type de la variation de l'indicateur sur toutes les observations de chaque série¹⁴². La somme des épisodes dans le domaine des marchés du travail et des biens et services donne l'intention de réformer, qui prend la valeur 0 en l'absence de toute réforme correspondant à la définition donnée précédemment, 1 en présence d'un épisode de réforme et 2 en présence d'épisodes simultanés de réforme de la LPE et de la RETC. Le graphique (troisième partie) montre qu'au cours des années qui ont précédé l'épisode de résorption du chômage, les pays ont généralement mis en œuvre un plus grand nombre de réformes. Le volume de réformes atteint un pic un an avant le début de l'épisode et diminue par la suite. Considérées ensemble, les trois parties du graphique indiquent qu'en moyenne la volonté d'engager des réformes est plus élevée lorsque le PIB augmente à un rythme plus lent et que le chômage est important et en hausse. En d'autres termes, elle augmente lors de situations économiques défavorables.

¹⁴¹ On utilise l'indice RETC, au regard de sa périodicité annuelle, en lieu et place de l'indice plus large de la réglementation des marchés de produits (RMP) de l'OCDE, qui est disponible seulement avec une périodicité de 5 ans.

¹⁴² Une approche comparable est suivie par R. Bouis et R. Duval, *Raising Potential Growth After the Crisis: A Quantitative Assessment of the Potential Gains from Various Structural Reforms in the OECD Area and Beyond*, OECD Economics Department Working Papers, n° 835, 2011.

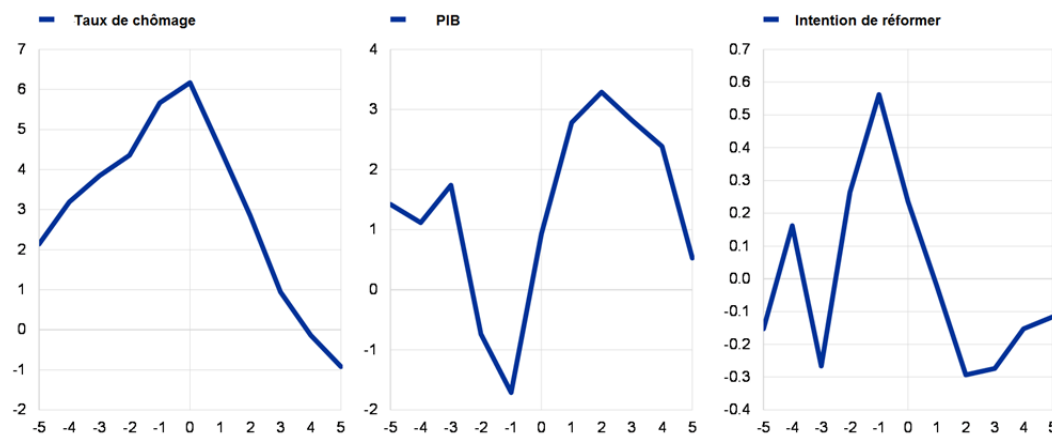
Graphique

Évolution des variables clés des épisodes de résorption du chômage

(chômeurs en pourcentage de la population active ; données centrées)

(variation annuelle en pourcentage ; données centrées)

(indice 0-2 ; données centrées)



Notes : « 0 » marque le début de l'épisode de résorption du chômage. Chaque variable est centrée sur la moyenne de l'échantillon des observations pour chaque année (le taux de chômage est centrée sur le taux de chômage moyen pour chaque année ; la croissance du PIB est centrée sur la croissance moyenne du PIB pour chaque année ; et l'intention de réformer est centrée sur le nombre de réformes retenues pour chaque année).

Tableau B

Probabilité d'un épisode de résorption du chômage (résultat d'un modèle de probabilité linéaire)

	(1)	(2)
Taux de chômage	0,0596***n	0,0533***
Croissance du PIB	0,0274***	0,0432**
Intention de réformer (t-1)		0,0928*
Var. substitutives année	Oui	Oui
Var. substitutives pays	Oui	Oui
Nombre d'observations	223	143
R carré	0,427	0,539

Notes : Régression réalisée sur la période d'échantillonnage 1995-2010 pour les pays enregistrant un taux de chômage supérieur à 5 %. Les erreurs-types robustes sont indiquées entre parenthèses.

Un modèle de probabilité linéaire est utilisé pour corroborer l'importance de l'intention de réformer dans la prédiction des épisodes de résorption du chômage. Dans ce modèle la variable dépendante prend la valeur 1 lorsqu'un épisode de résorption du chômage débute et 0 en l'absence d'épisode de résorption du chômage. Les résultats de la régression montrent que des taux de chômage plus élevés et des taux de croissance du PIB plus élevés ont une incidence positive sur la probabilité de démarrage d'un épisode de résorption du chômage. En outre, les résultats montrent que l'intention de réformer, une fois le taux de chômage et le taux de croissance du

PIB pris en compte, est également positivement corrélée au démarrage d'un épisode de résorption du chômage. Le tableau B indique qu'un épisode de réforme est associé à une augmentation de 9 % de la probabilité que l'épisode de résorption du chômage soit un succès.

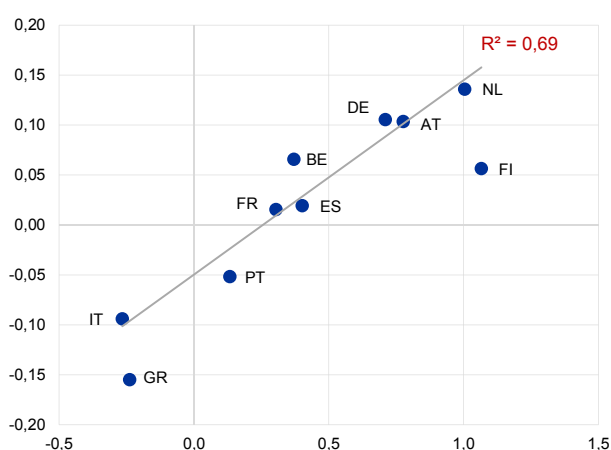
Au total, ces résultats montrent que la mise en œuvre de réformes importantes pourrait contribuer à la résilience *ex post* en accélérant la baisse du chômage.

3.2 Renforcement de la productivité et de la croissance à long terme

L'importance d'institutions saines et efficaces pour la croissance à long terme a été établie dans un certain nombre d'articles de recherche depuis les années 1970. Au début de la décennie 1970, la mise en place d'un système économique efficient et de droits de propriété bien définis était déjà apparue comme un facteur clé permettant aux économies occidentales d'accroître leur richesse par rapport au reste du monde¹⁴³. Trente ans plus tard, Acemoglu *et al.*¹⁴⁴ ont montré, à l'aide d'un certain nombre d'épisodes historiques dans les économies développées et en développement, que l'existence (et l'opposabilité) du droit de propriété a déterminé les incitations des agents à investir en capital physique et humain ou à adopter des technologies plus efficaces.

Graphique 8

Lien entre institutions et croissance dans la zone euro



Sources : Eurostat, Banque mondiale et calculs de la BCE.

Notes : La mesure de la qualité institutionnelle est une moyenne de six indicateurs de gouvernance mondiale de la Banque mondiale (voix citoyenne et responsabilité, efficacité des pouvoirs publics, État de droit, qualité de la réglementation, maîtrise de la corruption et stabilité politique et absence de violence). Sur l'axe des ordonnées, la croissance attendue est le résultat d'une régression de rattrapage simple, dans laquelle la croissance moyenne du PIB par habitant entre 1999 et 2014 dépend uniquement du niveau du PIB par habitant en 1999, auquel on ajoute une constante.

Les données empiriques attestant de l'importance de la qualité institutionnelle en Europe sont relativement limitées. Le graphique 8 présente la

corrélation entre la valeur résiduelle d'un modèle simple de rattrapage et la qualité des institutions en 1999, où la croissance moyenne du PIB par habitant entre 1999 et 2014 dépend uniquement du niveau du PIB par habitant en 1999, auquel on ajoute une constante. Pour les pays de la zone euro, on observe une relation clairement positive entre la qualité institutionnelle et la valeur résiduelle. S'agissant tout d'abord des éléments présentés dans le graphique 8, des travaux récents (Masuch *et al.*¹⁴⁵) fournissent une analyse confirmant que la qualité des institutions est un important facteur de croissance à long terme dans les pays européens. Les résultats semblent particulièrement pertinents pour les pays dont les structures institutionnelles sont inférieures à la moyenne de l'UE et dont la dette publique initiale est supérieure à un certain seuil. Ils confirment également l'opinion selon laquelle la qualité

des institutions est probablement plus importante pour la croissance à long terme des pays qui ne disposent plus du taux de change comme outil d'ajustement. La hausse de la productivité est un vecteur essentiel par lequel la meilleure qualité des institutions influe sur la croissance. Selon De Rosa *et al.*¹⁴⁶, pour un panel

¹⁴³ D. North et R. Thomas, *The Rise of the Western World: A New Economic History*, Cambridge University Press, Cambridge, 1973.

¹⁴⁴ Cf. la note de bas de page n° 129.

¹⁴⁵ Masuch *et al.* dans *Institutions and Growth in Europe*, CEPS Working Document, n° 421, 2016, observent notamment que des institutions relativement faibles semblent nuire tout particulièrement à la croissance à long terme en présence d'une dette publique élevée.

¹⁴⁶ D. De Rosa, N. Gooroochurn et H. Görg, *Corruption and Productivity: Firm-Level Evidence from the BEEPS Survey*, Policy Research Working Paper, n° 5348, Banque mondiale, 2010.

comprenant des pays européens, la corruption tend à réduire la croissance de la productivité à l'échelle de l'entreprise.

Un meilleur fonctionnement des marchés du travail et des biens et services entraîne également un renforcement de la croissance économique à long terme.

C'est ce que montrent de nombreuses études empiriques réalisées entre les différents pays ou propres à chaque pays. S'agissant de la réglementation du marché des biens et des services, de nombreux éléments indiquent qu'elle accroît les obstacles à l'entrée de nouvelles entreprises, ce qui contribue à la hausse des prix et à la diminution du chiffre d'affaires, et peut ralentir le processus de réallocation des ressources¹⁴⁷. Une concurrence plus faible dans un secteur peut également influencer la concurrence dans d'autres secteurs le long de la chaîne de valeur. Des études montrent qu'une moindre réglementation des secteurs qui alimentent le niveau suivant de la chaîne de valeur pourrait améliorer l'accès à des biens intermédiaires essentiels, et donc accroître la concurrence au niveau suivant¹⁴⁸. En outre, les pays pourraient retirer d'importants gains de productivité de la mise en œuvre de réformes structurelles leur permettant d'atteindre les meilleurs résultats observés sur les marchés du travail et des biens et services. S'agissant de la réglementation du marché du travail, Bouis et Duval¹⁴⁹ et Bassanini *et al.*¹⁵⁰ constatent qu'une législation sur la protection de l'emploi excessivement contraignante réduit la productivité des secteurs dans lesquels la rotation de la main-d'œuvre est généralement assez élevée. Ces observations confirment l'opinion selon laquelle, en présence d'une législation stricte sur la protection de l'emploi, les entreprises ont plus de difficultés à réagir rapidement aux évolutions de la technologie ou de la demande de biens et services nécessitant une réallocation ou une réduction des effectifs, ce qui les pousse à une utilisation moins efficace de leurs ressources. En liaison avec cela, l'encadré 4 étudie les rigidités du marché du travail et la manière dont elles affectent la réactivité des salaires dans les pays de la zone euro. Il montre qu'un meilleur fonctionnement des structures du marché du travail aurait une incidence sur la réactivité des salaires, laquelle faciliterait le processus d'ajustement en laissant les salaires réagir convenablement aux évolutions du niveau du chômage. Toutefois, il existe aussi plusieurs études dans lesquelles l'incidence de la LPE sur la productivité est moins évidente. Koeniger¹⁵¹ avance que l'absence d'incidence claire serait attribuable aux entreprises en place, qui sont incitées à innover afin d'éviter les réductions d'effectifs, tandis que, d'un autre côté, une LPE plus élevée empêche l'entrée de nouvelles entreprises et entrave par conséquent la productivité. Une réglementation stricte des marchés des

¹⁴⁷ Pour une vue d'ensemble de la littérature, cf. F. Schiantarelli, *Product Market Regulation and Macroeconomic Performance: A Review of Cross-Country Evidence*, Boston College Working Paper, n° 623, 2005.

¹⁴⁸ Bourlès *et al.*, *Do product market regulations in upstream sectors curb productivity growth? Panel data evidence for OECD countries*, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 95, numéro 5, décembre 2013, p.1750-1768.

¹⁴⁹ Cf. note de bas de page n° 142.

¹⁵⁰ A. Bassanini *et al.*, *Economic Growth :The Role of Policies and Institutions: Panel Data. Evidence from OECD Countries*, OCDE, *Documents de travail du Département des affaires économiques*, n° 283, 2001.

¹⁵¹ W. Koeniger, *Dismissal costs and innovation*, *Economics Letters*, vol. 88, numéro 1, juillet 2005, p. 79-84.

biens et services peut aussi avoir une incidence négative sur l'allocation du facteur travail, dans la mesure où cela empêche les entreprises les moins productives de quitter le marché ou de réduire leurs effectifs, contrariant ainsi une allocation efficace.

Encadré 4

L'incidence des rigidités institutionnelles sur la réactivité des salaires dans la zone euro

Cet encadré examine la relation entre les rigidités institutionnelles et la réactivité des salaires dans plusieurs secteurs et la façon dont elle affecte la résilience et l'adaptation aux chocs de la zone euro. Il montre comment les rigidités institutionnelles – telles que les institutions et les réglementations des marchés du travail et des biens et services – réduisent la réactivité des salaires au chômage dans la zone euro. Ces rigidités institutionnelles ont tendance, par conséquent, à accroître les pertes d'emplois et de production associées à des chocs baissiers asymétriques, et à freiner les ajustements qui empêchent une surchauffe excessive de l'économie durant les chocs haussiers. Des réformes des marchés du travail et des biens et services peuvent réduire les rigidités salariales, améliorant ainsi la croissance, la résilience et l'adaptation aux chocs de la zone euro.

Tableau

Rigidités institutionnelles affaiblissant la réactivité des salaires au chômage dans la zone euro

	LPE	RETC	Taux de syndicalisation
Industrie	0,24	0,04	0,01
Construction	0,31	0,03	0,00
Services*	0,27	0,01	0,00

Sources : Anderton *et al.* et calculs de la BCE.

Notes : Les coefficients représentés sont les termes de l'interaction entre le taux de chômage et les indicateurs de rigidité institutionnelle tirés de régressions séparées de la courbe de Phillips pour les salaires estimées au niveau sectoriel (rémunération nominale par personne et par heure). Les coefficients sont en gras si leur significativité est d'au moins 10 %. Le signe positif du paramètre d'interaction implique une moindre réaction du chômage aux salaires – c'est-à-dire que la pente de la courbe de Phillips s'aplatit – dans les cas suivants : un degré plus élevé de protection de l'emploi (indicateur de l'OCDE mesurant la rigueur de la réglementation relative aux licenciements individuels et collectifs de travailleurs titulaires de contrats réguliers/à durée indéterminée) ; une réglementation plus stricte des marchés des biens et services (indicateur de l'OCDE relatif à la réglementation dans les secteurs de l'énergie, des transports et des communications) ; et un taux de syndicalisation plus élevé (le rapport du nombre de salariés qui sont membres d'un syndicat au nombre total de salariés (Statistiques de la population active de l'OCDE)).

* Ce coefficient se rapporte à celui obtenu par régression d'une courbe de Phillips des salaires réels.

biens et services sont plus réglementés. Le tableau montre qu'un degré plus élevé de protection de l'emploi, une réglementation plus stricte du marché des biens et services et un taux de syndicalisation plus élevé semblent tous affaiblir la réaction des salaires au chômage tant en

Les observations montrent que les rigidités salariales sont présentes dans les principaux secteurs de l'économie de la zone euro. Anderton *et al.*¹⁵² obtiennent des estimations basées sur des échantillons des courbes de Phillips pour les salaires relatives à quatre secteurs de l'économie de la zone euro – l'industrie, les services marchands, la construction et le secteur public – en regroupant les données individuelles des différents pays de la zone¹⁵³. Les termes de l'interaction entre les indicateurs de rigidités institutionnelles et le taux de chômage sont statistiquement significatifs et assortis d'un signe positif, ce qui indique que la réaction des salaires au chômage est plus faible – c'est-à-dire que la pente de la courbe de Phillips est moins forte – si les marchés du travail et des

¹⁵² R. Anderton, A. Hantzsche, S. Savsek et M. Tóth, *Sectoral Wage Rigidities and Labour and Product Market Institutions in the Euro Area*, CFCM Working Paper, n° 16/01, Université de Nottingham, mars 2016.

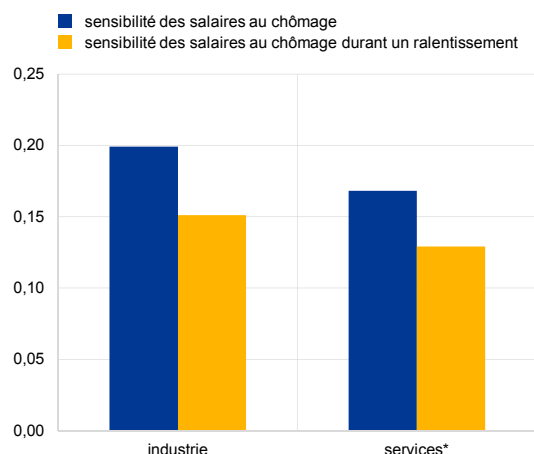
¹⁵³ Leurs résultats sont conformes aux courbes de Phillips classiques, c'est-à-dire que la progression des salaires s'accroît avec les hausses de la productivité et de l'inflation, et diminue lorsque le chômage augmente.

période de reprise que de ralentissement, en particulier dans des secteurs comme l'industrie, entravant ainsi le fonctionnement du canal de la compétitivité¹⁵⁴.

Graphique

Sensibilité des salaires au chômage
dans les secteurs de l'industrie et des services

(semi-élasticité)



Source : Anderton *et al.* et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique représente les valeurs absolues des coefficients issus des régressions. Il rend compte de la variation en pourcentage des salaires lorsque le chômage varie d'un point de pourcentage, c'est-à-dire la semi-élasticité. Le paramètre lié aux ralentissements indique la mesure dans laquelle la réaction de la croissance des salaires nominaux aux variations du chômage est réduite durant un ralentissement économique (sur la base des régressions des échantillons regroupant les données des différents pays de la zone euro). Toutes les variables sont statistiquement significatives au niveau de 10 % à partir de régressions séparées. L'astérisque (*) indique une estimation des salaires réels.

En outre, la réaction des salaires dans la zone euro aux variations du chômage semble encore plus limitée durant les ralentissements économiques, ce qui suggère que ces salaires sont caractérisés par des rigidités à la baisse significatives. Le graphique montre que la réaction des salaires au chômage est inférieure d'un quart environ durant les ralentissements économiques, la rigidité à la baisse des salaires étant particulièrement visible dans les secteurs de l'industrie et des services, ce qui entrave les ajustements de compétitivité¹⁵⁵. La rigidité à la baisse semble être confirmée par de récentes données d'enquêtes au niveau microéconomique¹⁵⁶ qui tendent à indiquer que les gels des salaires sont une limite inférieure fréquente de la flexibilité des salaires en raison de difficultés institutionnelles ou liées à la négociation dans l'application de réductions des salaires¹⁵⁷.

Des réformes structurelles sont essentielles pour accroître la réaction des salaires au

chômage. Une flexibilité accrue des salaires induira une plus grande différenciation salariale entre les différents types de travailleurs et les différents secteurs. Cela permettra aux salaires de progresser convenablement dans les secteurs en expansion, ce qui est nécessaire pour contribuer à l'accélération du processus de réallocation et garantir une adéquation plus efficiente entre l'offre et la demande de travail. De plus, l'élimination des rigidités dans l'économie permettra à la croissance économique de se redresser plus rapidement, en favorisant l'emploi et en réduisant les tensions désinflationnistes.

¹⁵⁴ De plus, les courbes de Phillips pour les salaires estimées par Anderton *et al.* pour l'industrie et les services – secteurs essentiels pour les ajustements de compétitivité – affichent également la plus faible vitesse d'ajustement lorsqu'ils réagissent aux chocs.

¹⁵⁵ Pour une explication plus détaillée de la façon dont sont calculées les rigidités à la baisse des salaires, et d'autres éventuels facteurs sous-jacents à l'origine de ces rigidités, cf. l'encadré intitulé *Rigidité à la baisse des salaires et rôle des réformes structurelles dans la zone euro*, *Bulletin économique*, numéro 8, décembre 2015.

¹⁵⁶ Pour plus de précisions, cf. l'article intitulé *Nouvelles données sur l'ajustement des salaires en Europe au cours de la période 2010-2013* dans le présent numéro du *Bulletin économique*.

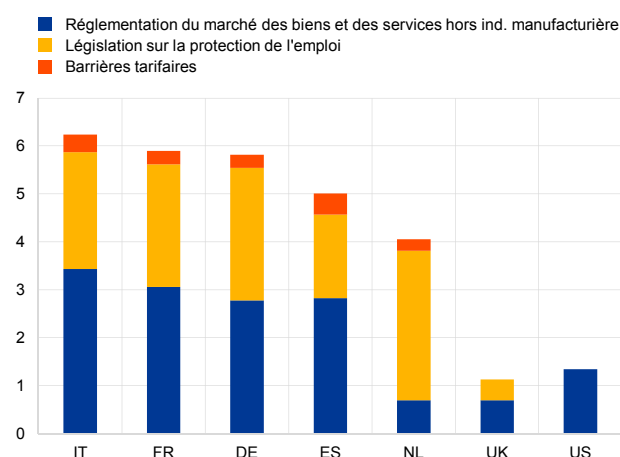
¹⁵⁷ Différentes études constatent que la rigidité à la baisse des salaires au niveau macroéconomique dans les pays de la zone euro (ou de l'UE) est liée à des rigidités institutionnelles telles que, entre autres, un degré élevé de protection de l'emploi ou l'étendue de la syndicalisation. Cf., par exemple : R. Anderton et B. Bonthuis, *Downward Wage Rigidities in the Euro Area*, GEP Research Paper Series, n° 15/09, Université de Nottingham, juillet 2015 ; F. F. Heinz et D. Rusinova, *How flexible are real wages in EU countries? A panel investigation*, *Working Paper Series*, n° 1360, BCE, Francfort-sur-le-Main, juillet 2011.

Il a également été démontré que l'association de réformes du marché du travail et du marché des biens et services et leur bon séquençage étaient à l'origine de gains plus élevés que dans le cas de réformes mises en œuvre isolément. Varga et in't Veld¹⁵⁸ ont comparé les indicateurs structurels des marchés du travail et des biens et services, et défini pour chacun d'eux l'écart par rapport aux trois meilleures performances. En partant de l'hypothèse que la moitié de l'écart par rapport au meilleur résultat est comblée, les simulations font ressortir d'importants gains potentiels en termes de production et d'emploi, soit une hausse de 3 % du PIB de l'UE au bout de cinq ans et de 6 % au bout de six ans. Cette *et al.* mènent une autre analyse (cf. graphique 9) dont les conclusions vont dans le même sens. Dans le cadre qu'ils proposent, l'incidence de la réglementation en termes de productivité s'exerce *via* des effets sur la production, sur les prix et sur les salaires. Ils simulent l'impact sur la PGF de réformes visant à alléger au maximum la réglementation sur les marchés du travail et des biens et services. S'agissant des plus grands pays de la zone euro, ils montrent que tous pourraient enregistrer une hausse de la productivité beaucoup plus soutenue s'ils évoluaient vers les meilleures pratiques.

Graphique 9

Simulation de l'impact à long terme sur la PGF de l'adoption de la réglementation la plus allégée sur les marchés du travail et des biens et services dans les principaux pays de la zone euro, au Royaume-Uni et aux États-Unis.

(en pourcentage)



Source : G. Cette et al., *Market Regulations, Prices, and Productivity*, *American Economic Review*, vol. 106(5), 2016, p. 104-108.

Note : La simulation prend comme hypothèse que les pratiques les plus allégées (*lightest practices*) en matière de réglementation observées à compter de 2013 peuvent être mises en œuvre immédiatement dans l'ensemble de secteurs. Selon Cette *et al.*, ces pratiques correspondent aux niveaux de réglementation les plus bas parmi les 14 pays de leur échantillon, pour les trois indicateurs suivants : indicateurs de l'OCDE relatifs à la réglementation hors industrie manufacturière, indicateur harmonisé de l'OCDE relatif aux tarifs et indicateur de l'OCDE sur la protection de l'emploi.

Si la littérature est unanime au sujet de l'impact positif à long terme des réformes, l'effet à court terme sur la croissance économique est moins net.

Par exemple, selon le FMI¹⁵⁹ et Bouis *et al.*¹⁶⁰, si les réformes sur les marchés de biens et de services produisent déjà des gains à court terme, l'impact de certaines réformes sur le marché du travail dépend dans une large mesure des conditions économiques en vigueur au moment de leur mise en œuvre. La réduction du coin fiscal sur le travail, par exemple, aurait des effets plus importants en période de sous-utilisation des capacités productives. En revanche, la réforme des dispositifs de protection de l'emploi et des systèmes d'indemnisation du chômage aurait un effet positif en période favorable, mais peut avoir des effets redistributifs négatifs à court et moyen terme en période de sous-utilisation des capacités productives. Un bon séquençage des réformes est donc nécessaire. Par exemple, les réformes destinées à remédier aux principaux goulets d'étranglement et inefficiences du cadre réglementaire, de l'environnement relatif à la marche des affaires, de l'administration publique ou du système judiciaire, et donc à favoriser l'entrée sur le marché et l'expansion des entreprises, devraient soutenir la demande intérieure et la production, même à court terme. Si un séquençage approprié des

réformes peut éviter des coûts potentiels à court terme, un report prolongé des réformes nécessaires peut en revanche réduire le bien-être à long terme et nuire à la nécessaire capacité d'ajustement des pays.

¹⁵⁸ J. Varga, et J. in't Veld, *The potential growth impact of structural reforms in the EU: A benchmarking exercise*, *European Economy – Economic Papers*, n° 541, Commission européenne, 2014.

¹⁵⁹ *Perspectives de l'économie mondiale : Une croissance trop faible depuis trop longtemps*, FMI, avril 2016.

¹⁶⁰ R. Bouis *et al.*, *The Short-Term Effects of Structural Reforms: an Empirical Analysis*, OCDE, Documents de travail du Département des affaires économiques, n° 949, 2012.

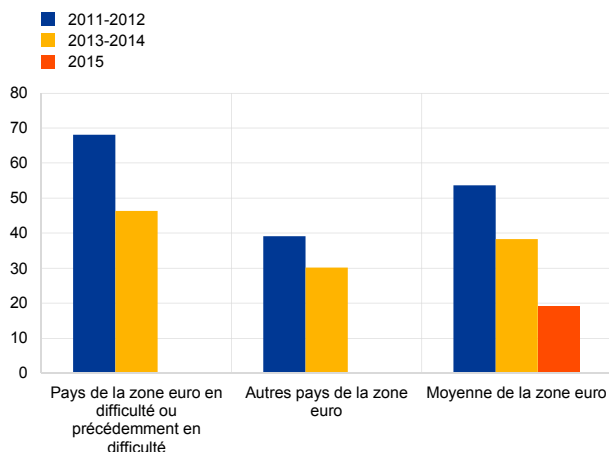
3.3 Les progrès en matière de réformes

Bien que la mise en œuvre de réformes soit clairement nécessaire en raison de l'écart constaté avec les pays les plus performants sur le plan des institutions et des structures économiques, la dynamique des réformes structurelles a néanmoins été relativement faible dans l'ensemble des pays de la zone euro au cours des dernières années. La crise financière a créé un nouvel élan de réforme par rapport aux années précédant la crise. Toutefois, les mesures de politique économique ambitieuses ont été généralement circonscrites aux pays les plus vulnérables. En particulier, les pays faisant l'objet d'un programme d'ajustement macroéconomique ont engagé des réformes importantes destinées à réduire les rigidités sur les marchés du travail et des biens et services. C'est ce que reflète également l'expérience de la mise en œuvre des recommandations de politique économique « *Going for Growth* » de l'OCDE (cf. graphique 10)¹⁶¹. En dépit de progrès remarquables accomplis durant les années de crise, l'OCDE a constaté un essoufflement important de la dynamique de réforme ces dernières années dans les pays plus vulnérables de la zone euro, souvent en liaison avec la fin d'un programme d'ajustement. Le bilan est également moyen s'agissant du respect des recommandations spécifiques par pays de l'UE¹⁶².

Graphique 10

Part des recommandations *Going for Growth* de l'OCDE mises en œuvre

(en pourcentage)



Sources : OCDE *Going for Growth* (2015, 2016).

Notes : Le graphique illustre le rythme des réformes tel qu'il ressort de l'indicateur de l'OCDE sur la réactivité aux priorités de réforme. Les données pour 2015 correspondent aux mesures mises en œuvre dans leur intégralité et ne sont pas disponibles pour chacun des pays. Les pays en difficulté et précédemment en difficulté sont l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, l'Italie, le Portugal et la Slovaquie. Les « autres économies de l'UE » recouvrent les économies de la zone euro n'appartenant pas au groupe précédent. Chypre, la Lettonie, la Lituanie et Malte ne sont pas pris en compte dans le rapport de l'OCDE.

La faible dynamique des réformes est source de préoccupation compte tenu de la persistance de déséquilibres importants s'agissant des encours.

Le niveau élevé des dettes publique et privée ainsi que des taux de chômage pèse sur la capacité de redressement de l'économie et nécessite un nouvel élan de réforme. En dépit d'un certain ajustement des déséquilibres au cours des dernières années, de nouvelles réformes structurelles renforceraient la résilience à un choc négatif futur ainsi que la capacité de croissance des pays.

De nombreux pays plus compétitifs et plus grands de la zone euro ont déployé peu d'efforts pour améliorer leurs structures et leurs institutions économiques.

Les résultats concernant la mise en œuvre des recommandations *Going for Growth* de l'OCDE et des recommandations par pays indiquent qu'aucune réforme majeure n'a été engagée au cours des dernières années. Bien que ces pays soient moins exposés à des chocs, l'absence de réformes structurelles pèse néanmoins sur leur croissance économique et, dans une certaine mesure également,

¹⁶¹ *Economic Policy Reforms 2016: Going for Growth Interim Report*, OCDE, 2016.

¹⁶² Cf. l'encadré intitulé *La procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques pour 2016 et la mise en œuvre des recommandations par pays pour 2015*, *Bulletin économique*, numéro 2, BCE, mars 2016.

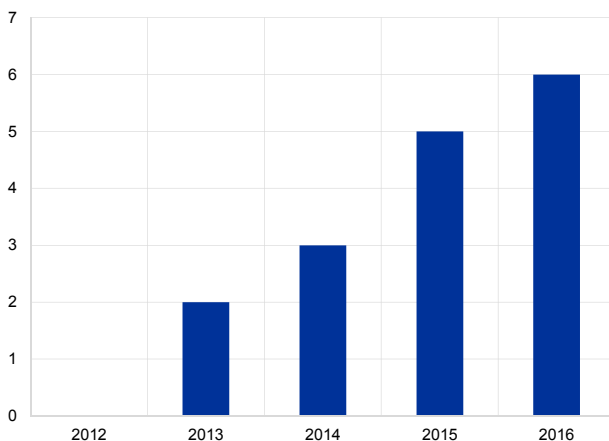
sur la croissance économique de l'ensemble de la zone euro (pour plus de détail, cf. la section 4).

4 Faciliter le bon fonctionnement de l'UEM

Dans une union monétaire, il existe de nombreux canaux par le biais desquels les politiques économiques (et autres) nationales sont susceptibles d'affecter d'autres pays membres ainsi que l'union dans son ensemble. Les réformes structurelles menées dans un pays membre peuvent avoir une incidence positive sur l'ensemble de la zone euro, même si cet effet est probablement relativement modeste¹⁶³. Toutefois, si les réformes structurelles indispensables ne sont pas engagées, cela pourrait nuire au bon fonctionnement de l'UEM, accentuant probablement les vulnérabilités des pays en question et donc l'exposition de l'ensemble de la zone à des chocs négatifs.

Graphique 11

Nombre de pays présentant des déséquilibres excessifs dans le cadre de la procédure concernant les déséquilibres excessifs depuis 2012



Source : Calculs de la BCE.

Note : Le graphique recense pour chaque année les pays dont la Commission européenne a considéré qu'ils présentaient des « déséquilibres excessifs ». Les pays faisant l'objet d'un programme d'ajustement économique basculent automatiquement vers PDM à la fin de leur programme. L'Irlande, le Portugal et Chypre ont été automatiquement ajoutés à la procédure en 2014, 2015 et 2016, respectivement.

Le cadre de gouvernance économique commun de l'UE a pour objet de garantir la solidité des politiques économiques nationales pour le bon fonctionnement de l'UEM. L'interdépendance accrue, inhérente au partage d'une monnaie et d'une politique monétaire uniques, appelle à une plus grande surveillance des politiques économiques nationales de la zone euro. À titre d'enseignement de la crise, le cadre de gouvernance a été renforcé. S'agissant du bon fonctionnement des structures économiques, la création d'une procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM) et le renforcement des recommandations par pays en matière de réforme visent à garantir une dynamique des réformes suffisante. À l'instar des recommandations par pays, la PDM s'applique à l'ensemble des pays de l'UE mais revêt une importance particulière pour les pays de la zone euro, dans la mesure où elle définit un cadre de surveillance ayant vocation à prévenir l'apparition de déséquilibres préjudiciables, susceptibles de compromettre le bon fonctionnement de l'UEM.

Toutefois, les procédures existantes ne sont pas encore assez efficaces pour garantir la mise en œuvre des réformes indispensables dans les pays de la zone euro. Comme le souligne, par exemple, le Rapport des cinq présidents, l'application dans leur intégralité des outils de gouvernance existants est essentielle

¹⁶³ Cf. *Cross-border spillovers in euro area countries*, Rapport trimestriel sur la zone euro, vol. 13, n° 4, Commission européenne, 2014 ; K. Weyerstrass et al., *Economic spillover and policy coordination in the Euro Area*, *European Economy – Economics Papers*, n° 246, Commission européenne, mars 2006 ; S. Gomes et al., *Structural reforms and macroeconomic performance in the euro area countries: a model-based assessment*, *Working Paper Series*, n° 323, BCE, Francfort-sur-le-Main, avril 2011.

afin de faciliter les efforts de réforme et de garantir le bon fonctionnement de l'UEM. Toutefois, s'agissant de la PDM, malgré l'identification de déséquilibres excessifs dans un nombre croissant de pays sur plusieurs années (cf. graphique 11), le volet correctif (procédure concernant les déséquilibres excessifs) n'a pas encore été appliqué. La mise en œuvre dans son intégralité du volet correctif de la PDM, y compris l'approbation d'un plan d'action corrective avec les pays concernés, pourrait faciliter la correction en temps voulu des déséquilibres excessifs et renforcer la dynamique des réformes. Le cadre actuel, s'il est intégralement mis en œuvre, pourrait améliorer la surveillance des politiques économiques nationales à court terme.

À plus long terme, comme l'envisage le Rapport des cinq présidents, la prochaine étape pourrait consister notamment en un processus de convergence plus contraignant vers des structures résilientes. Ce nouveau processus de convergence vers des structures économiques plus résilientes permettrait de définir une voie de réforme claire, destinée à accroître la résilience des pays de la zone euro et de l'ensemble de la zone. Un premier pas a été effectué dans cette direction avec la communication de la Commission européenne du 21 octobre 2015, qui propose d'identifier progressivement des critères d'évaluation des meilleures pratiques et des examens croisés des performances dans des domaines stratégiques ou thématiques pour la mise en œuvre du cadre de gouvernance. Ces meilleures pratiques renforceraient la résilience et le potentiel de croissance des pays de la zone euro, comme le décrit la section 3.

5 Conclusion

Le présent article a montré l'importance de disposer d'institutions et de structures économiques solides pour accroître la résilience et parvenir à une croissance durable. Il a examiné comment l'amélioration des institutions et des structures économiques nationales pouvait produire un double dividende en élevant le bien-être de chaque pays et en favorisant le bon fonctionnement de l'UEM. Si de nombreuses données empiriques confirment ce double dividende, les progrès en matière de réforme vers les meilleures pratiques ont été, dans l'ensemble, relativement modestes depuis la création de l'UEM. Cela comporte un coût élevé. La faible croissance du PIB tendanciel et de l'emploi semble être essentiellement imputable à la relative faiblesse des institutions nationales et à la rigidité des structures de marché et, donc, à un manque de réformes structurelles et institutionnelles appropriées. Après un net redressement de la dynamique des réformes entre 2011 et 2013, en particulier dans les pays faisant l'objet d'un programme d'ajustement, il semble y avoir un retour à la lenteur observée durant la période antérieure à la crise. Toutefois, ce ralentissement ne semble pas justifié compte tenu des performances des pays de la zone euro par rapport aux autres pays comparables de l'OCDE.

Les pays de la zone euro sont encore très éloignés des meilleures pratiques. Cela est préoccupant en raison de la persistance d'une faible hausse de la productivité et du niveau élevé de l'encours de la dette, notamment publique, et des

créances douteuses du secteur privé, encours qui diminue seulement lentement. Stimuler la mise en œuvre de réformes est un des objectifs de la nouvelle structure de gouvernance économique. Toutefois, cet objectif n'a guère été atteint au cours des quatre premières années de mise en œuvre de la PDM. Un recours plus déterminé aux instruments de gouvernance économique est essentiel afin de respecter le délai fixé dans le *Rapport des cinq présidents* pour compléter l'UEM.

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 ²⁾	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 ³⁾ (IPCH)
	1	2	3	4	5	6	Total	Hors produits alimentaires et énergie	9	10	11	12	13
2013	3,1	1,5	1,9	1,4	7,7	-0,3	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	3,1	-0,1	7,3	0,9	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,1	2,4	2,2	0,6	6,9	1,7	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2015 T3	0,8	0,5	0,4	0,4	1,8	0,3	0,5	1,7	0,1	0,0	0,2	1,7	0,1
T4	0,7	0,3	0,7	-0,4	1,5	0,4	0,7	1,8	0,5	0,1	0,3	1,5	0,2
2016 T1	0,7	0,3	0,4	0,5	1,1	0,6	1,0	1,9	1,1	0,3	0,1	2,1	0,0
T2	.	.	.	.	.	.	.	.	1,1	0,3	.	2,1	-0,1
2016 Janvier	—	—	—	—	—	—	1,2	1,9	1,4	0,3	0,0	1,8	0,3
Février	—	—	—	—	—	—	1,0	1,9	1,0	0,3	0,3	2,3	-0,2
Mars	—	—	—	—	—	—	0,8	1,9	0,9	0,5	-0,1	2,3	0,0
Avril	—	—	—	—	—	—	0,8	1,8	1,1	0,3	-0,3	2,3	-0,2
Mai	—	—	—	—	—	—	0,8	1,9	1,0	0,3	-0,4	2,0	-0,1
Juin	—	—	—	—	—	—	.	.	1,0	0,5	.	1,9	0,1

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

1) Données trimestrielles cvs; données annuelles brutes.

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

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

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

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

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

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

2) Hors zone euro.

2 Évolutions financières

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; valeurs moyennes sur la période)

	Zone euro ¹⁾					États-Unis	Japon
	Dépôts à vue (Eonia)	Dépôts à 1 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Euribor)	Dépôts à 6 mois (Euribor)	Dépôts à 12 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Libor)	Dépôts à 3 mois (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,31	0,09
2015 Décembre	-0,20	-0,19	-0,13	-0,04	0,06	0,53	0,08
2016 Janvier	-0,24	-0,22	-0,15	-0,06	0,04	0,62	0,08
Février	-0,24	-0,25	-0,18	-0,12	-0,01	0,62	0,01
Mars	-0,29	-0,31	-0,23	-0,13	-0,01	0,63	-0,01
Avril	-0,34	-0,34	-0,25	-0,14	-0,01	0,63	-0,02
Mai	-0,34	-0,35	-0,26	-0,14	-0,01	0,64	-0,03
Juin	-0,33	-0,36	-0,27	-0,16	-0,03	0,65	-0,03

Source : BCE.

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

2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux			Taux à terme instantanés			
	Zone euro ^{1), 2)}					Zone euro ^{1), 2)}	États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro ^{1), 2)}			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2015 Décembre	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016 Janvier	-0,45	-0,45	-0,47	-0,23	0,44	0,89	1,47	1,18	-0,47	-0,46	0,43	1,55
Février	-0,50	-0,51	-0,54	-0,36	0,22	0,73	1,14	1,01	-0,54	-0,56	0,18	1,23
Mars	-0,49	-0,49	-0,49	-0,30	0,26	0,75	1,18	1,03	-0,49	-0,47	0,25	1,21
Avril	-0,54	-0,52	-0,50	-0,27	0,34	0,86	1,28	1,13	-0,50	-0,45	0,33	1,39
Mai	-0,56	-0,54	-0,53	-0,33	0,22	0,76	1,17	1,03	-0,53	-0,48	0,19	1,19
Juin	-0,65	-0,65	-0,66	-0,52	-0,10	0,54	1,03	0,72	-0,66	-0,66	-0,12	0,60

Source : BCE.

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

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

2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs											
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4
2015	356,2	3 444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2 061,1	19 203,8
2015 Décembre	346,0	3 288,6	652,5	262,8	630,2	278,1	180,2	494,9	391,7	263,6	363,3	811,0	2 054,1	19 202,6
2016 Janvier	320,8	3 030,5	589,3	250,1	584,0	252,6	161,6	463,6	379,6	254,3	345,1	769,6	1 918,6	17 302,3
Février	304,3	2 862,6	559,2	245,9	569,1	250,5	144,0	449,9	352,5	245,7	332,8	732,6	1 904,4	16 347,0
Mars	322,2	3 031,4	598,6	257,6	595,8	271,6	155,9	483,1	366,3	248,1	349,9	746,9	2 022,0	16 897,3
Avril	323,4	3 031,2	623,9	254,7	597,3	273,2	153,6	491,4	364,9	252,3	337,0	772,7	2 075,5	16 543,5
Mai	319,5	2 983,7	602,3	248,6	591,6	279,5	150,8	491,9	357,8	252,1	335,4	755,7	2 065,6	16 612,7
Juin	312,2	2 910,8	591,8	243,6	588,2	276,9	141,7	481,3	359,9	249,8	320,4	761,3	2 083,9	16 068,8

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 renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement					Indicateur composite du coût d'emprunt
		À vue	Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux		TAEG ³⁾		Par période de fixation initiale du taux				TAEG ³⁾	
				≤ 2 ans	> 2 ans			Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an			> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans			
															1		
2015	Juin	0,15	0,78	0,77	1,11	6,97	17,02	4,88	6,15	6,47	2,59	2,03	2,27	2,12	2,31	2,48	2,18
	Juillet	0,15	0,74	0,67	1,14	6,83	17,08	5,10	6,20	6,53	2,61	2,06	2,32	2,21	2,35	2,56	2,22
	Août	0,14	0,67	0,67	1,00	6,83	17,03	5,30	6,28	6,62	2,60	2,12	2,35	2,30	2,33	2,60	2,26
	Septembre	0,14	0,67	0,67	1,08	6,85	17,06	5,21	6,18	6,55	2,68	2,07	2,36	2,29	2,38	2,61	2,25
	Octobre	0,14	0,66	0,64	0,99	6,71	16,98	5,22	6,03	6,43	2,64	2,06	2,32	2,30	2,41	2,58	2,26
	Novembre	0,14	0,65	0,64	0,96	6,68	16,91	5,23	6,22	6,60	2,68	2,04	2,31	2,32	2,45	2,62	2,27
	Décembre	0,13	0,64	0,64	0,98	6,61	16,95	4,84	5,94	6,25	2,53	1,99	2,27	2,27	2,41	2,55	2,22
2016	Janvier	0,12	0,62	0,63	1,25	6,65	16,88	5,31	6,29	6,65	2,53	1,99	2,22	2,30	2,40	2,53	2,23
	Février	0,12	0,60	0,60	0,89	6,66	16,89	5,01	6,13	6,46	2,61	1,99	2,19	2,23	2,33	2,48	2,19
	Mars	0,11	0,58	0,59	0,87	6,63	16,88	5,14	5,97	6,34	2,53	1,90	2,09	2,10	2,24	2,38	2,11
	Avril	0,11	0,57	0,58	0,86	6,54	16,82	5,20	5,98	6,33	2,56	1,86	2,09	2,17	2,23	2,41	2,09
	Mai ^(p)	0,10	0,56	0,54	0,88	6,56	16,74	5,15	6,08	6,45	2,56	1,84	2,03	2,06	2,12	2,37	2,02

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAE³⁾).

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

		Dépôts			Crédits renou- velables et décou- verts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur com- posite du coût d'em- prunt
		À vue	D'une durée :			≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros			
			≤ 2 ans	> 2 ans		Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2015	Juin	0,18	0,31	1,09	3,25	3,19	3,47	2,87	2,09	2,33	2,23	1,59	1,91	2,03	2,24
	Juillet	0,17	0,32	0,86	3,19	3,27	3,60	2,87	2,07	2,36	2,20	1,50	1,73	2,04	2,17
	Août	0,17	0,24	0,92	3,16	3,25	3,57	2,91	2,07	2,32	2,22	1,42	1,53	2,03	2,15
	Septembre	0,17	0,26	0,98	3,20	3,23	3,51	2,89	2,03	2,25	2,21	1,53	1,87	2,17	2,22
	Octobre	0,16	0,26	0,80	3,09	3,18	3,42	2,89	2,04	2,28	2,20	1,45	1,69	2,02	2,15
	Novembre	0,16	0,23	0,84	3,05	3,14	3,39	2,88	2,02	2,16	2,20	1,43	1,62	1,98	2,12
	Décembre	0,14	0,23	0,85	3,01	3,07	3,18	2,77	2,01	2,13	2,17	1,47	1,77	1,92	2,08
2016	Janvier	0,13	0,27	0,77	2,97	3,23	3,25	2,78	2,00	2,22	2,17	1,39	1,67	2,07	2,09
	Février	0,13	0,24	0,70	2,93	3,16	3,28	2,76	1,96	2,11	2,09	1,33	1,47	1,74	2,01
	Mars	0,13	0,16	0,87	2,89	3,03	3,20	2,68	1,92	2,03	2,02	1,35	1,74	1,77	2,03
	Avril	0,12	0,19	0,64	2,80	2,99	3,12	2,66	1,93	1,96	1,98	1,34	1,59	1,82	1,99
	Mai ^(p)	0,11	0,13	0,63	2,77	2,91	3,10	2,62	1,91	1,94	1,92	1,27	1,68	1,75	1,91

Source : BCE.

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

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

2 Évolutions financières

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

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

		Encours						Émissions brutes ¹⁾							
		Total	IFM (y compris Euro- système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro- système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques			
				Sociétés finan- cières autres que les IFM	Véhi- cules finan- ciers	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale			Autres admi- nistra- tions pu- bliques	Sociétés finan- cières autres que les IFM	Véhi- cules finan- ciers	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale	Autres admi- nistra- tions pu- bliques
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Court terme															
2013		1 255	483	124	.	67	529	53	508	314	31	.	44	99	21
2014		1 318	543	129	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015		1 262	517	140	.	61	478	65	336	150	37	.	32	82	34
2015 Décembre		1 262	517	140	.	61	478	65	296	133	53	.	27	57	26
2016 Janvier		1 284	524	142	.	68	483	67	329	141	35	.	33	87	33
Février		1 302	536	142	.	71	487	66	318	144	32	.	30	81	31
Mars		1 283	515	135	.	72	493	69	321	123	38	.	30	89	40
Avril		1 285	519	126	.	77	495	68	352	155	36	.	33	82	46
Mai		1 296	530	123	.	79	495	68	332	153	36	.	34	75	34
Long terme															
2013		15 111	4 403	3 091	.	921	6 069	628	222	70	39	.	16	89	9
2014		15 130	4 046	3 162	.	995	6 285	642	220	65	43	.	16	85	10
2015		15 242	3 783	3 273	.	1 067	6 481	637	213	67	44	.	13	81	8
2015 Décembre		15 242	3 783	3 273	.	1 067	6 481	637	154	49	61	.	16	23	4
2016 Janvier		15 214	3 753	3 252	.	1 054	6 521	634	206	75	25	.	6	93	8
Février		15 152	3 750	3 172	.	1 047	6 549	633	209	66	42	.	4	88	10
Mars		15 154	3 728	3 126	.	1 058	6 603	639	249	73	39	.	26	94	17
Avril		15 118	3 724	3 139	.	1 075	6 548	633	217	61	33	.	25	91	7
Mai		15 250	3 731	3 176	.	1 098	6 611	634	235	58	48	.	34	87	8

Source : BCE.

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

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

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

		Titres de créance							Actions cotées			
		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques			Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières
				Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques					
								Véhicules financiers				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours												
2013		16 366,6	4 886,3	3 214,7	.	987,4	6 598,1	680,0	5 649,0	569,1	742,5	4 337,4
2014		16 448,2	4 588,1	3 290,8	.	1 053,4	6 823,2	692,7	5 958,0	591,1	780,6	4 586,3
2015		16 503,1	4 300,8	3 413,2	.	1 128,3	6 959,4	701,4	6 744,7	586,1	911,6	5 247,0
2015	Décembre	16 503,1	4 300,8	3 413,2	.	1 128,3	6 959,4	701,4	6 744,7	586,1	911,6	5 247,0
2016	Janvier	16 498,7	4 277,2	3 394,1	.	1 121,5	7 004,9	701,1	6 343,7	490,7	858,0	4 995,0
	Février	16 453,5	4 286,2	3 313,9	.	1 118,0	7 036,4	698,9	6 240,5	471,7	877,4	4 891,5
	Mars	16 436,9	4 243,4	3 260,2	.	1 129,4	7 096,6	707,2	6 419,6	483,4	902,0	5 034,2
	Avril	16 402,5	4 243,1	3 264,5	.	1 152,2	7 042,5	700,2	6 462,3	505,5	909,8	5 047,0
	Mai	16 545,5	4 261,0	3 298,7	.	1 177,5	7 106,7	701,6	6 552,2	491,5	915,6	5 145,0
Taux de croissance												
2013		-1,4	-8,9	-3,3	.	8,0	4,5	-1,1	0,7	7,2	-0,4	0,2
2014		-0,7	-7,9	0,4	.	5,1	3,1	1,1	1,5	7,2	1,2	0,7
2015		0,2	-6,9	5,1	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6
2015	Décembre	0,2	-6,9	5,1	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6
2016	Janvier	-0,3	-7,7	3,6	.	4,4	2,0	0,6	1,0	3,3	1,5	0,7
	Février	-0,7	-7,1	1,1	.	2,8	2,0	-0,5	1,0	3,3	1,2	0,7
	Mars	-0,9	-6,9	-0,9	.	3,4	2,2	0,1	0,9	3,3	1,5	0,6
	Avril	-0,9	-6,7	-0,2	.	4,1	1,7	-0,2	0,9	2,6	1,8	0,6
	Mai	-0,5	-5,9	-0,1	.	6,0	1,6	0,6	0,9	2,5	1,5	0,6

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM ²⁾)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2013	101,2	98,2	96,7	91,1	101,0	99,1	111,9	95,5
2014	101,8	97,8	96,8	91,2	100,8	100,5	114,7	96,0
2015	92,4	88,4	89,1	83,4	89,5	91,5	106,5	87,8
2015 T3	92,7	88,7	89,6	83,8	90,2	91,9	107,6	88,6
T4	92,4	88,3	89,3	83,9	88,8	91,4	107,7	88,2
2016 T1	94,1	89,5	90,8	85,4	90,0	92,3	110,4	90,1
T2	94,9	90,2	91,5	.	.	.	110,8	90,3
2016 Janvier	93,6	89,1	90,2	—	—	—	109,9	89,6
Février	94,7	90,0	91,4	—	—	—	111,3	90,8
Mars	94,1	89,5	90,8	—	—	—	110,0	89,8
Avril	94,8	90,1	91,6	—	—	—	110,6	90,2
Mai	95,1	90,4	91,7	—	—	—	111,1	90,6
Juin	94,7	90,2	91,3	—	—	—	110,5	90,2
variation en pourcentage par rapport au mois précédent								
2016 Juin	-0,3	-0,2	-0,4	—	—	—	-0,5	-0,5
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente								
2016 Juin	2,6	1,9	2,4	—	—	—	4,3	3,0

Source : BCE.

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

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

2.9 Taux de change bilatéraux

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

	Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2015 T3	7,008	7,578	27,075	7,462	312,095	135,863	4,188	0,717	4,4290	9,429	1,072	1,112
T4	7,000	7,623	27,057	7,460	312,652	132,952	4,264	0,722	4,4573	9,302	1,085	1,095
2016 T1	7,210	7,617	27,040	7,461	312,024	126,997	4,365	0,770	4,4924	9,327	1,096	1,102
T2	7,379	7,504	27,040	7,439	313,371	121,949	4,372	0,787	4,4986	9,278	1,096	1,129
2016 Janvier	7,139	7,658	27,027	7,462	314,679	128,324	4,407	0,755	4,5311	9,283	1,094	1,086
Février	7,266	7,636	27,040	7,463	310,365	127,346	4,397	0,776	4,4814	9,410	1,102	1,109
Mars	7,222	7,559	27,051	7,457	311,154	125,385	4,293	0,780	4,4666	9,285	1,092	1,110
Avril	7,346	7,495	27,031	7,443	311,462	124,287	4,311	0,792	4,4724	9,203	1,093	1,134
Mai	7,386	7,498	27,026	7,439	314,581	123,214	4,404	0,778	4,4991	9,295	1,106	1,131
Juin	7,402	7,520	27,061	7,437	313,984	118,453	4,400	0,790	4,5230	9,334	1,089	1,123
variation en pourcentage par rapport au mois précédent												
2016 Juin	0,2	0,3	0,1	0,0	-0,2	-3,9	-0,1	1,6	0,5	0,4	-1,5	-0,7
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente												
2016 Juin	6,4	-0,7	-0,9	-0,3	0,6	-14,6	5,8	9,7	1,3	0,7	4,2	0,1

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)													
2015	T2	22 097,0	23 303,8	-1 206,8	9 376,5	7 521,5	7 195,1	10 684,5	-29,3	4 896,2	5 097,9	658,5	13 264,2
	T3	21 671,7	22 842,6	-1 170,9	9 391,6	7 625,3	6 854,1	10 158,7	-36,3	4 818,1	5 058,6	644,2	13 116,6
	T4	22 191,1	23 156,8	-965,7	9 747,6	7 960,0	7 178,8	10 282,5	-28,3	4 648,8	4 914,3	644,2	12 962,3
2016	T1	22 117,4	23 375,2	-1 257,7	9 683,3	8 217,7	7 097,5	10 059,8	-28,0	4 689,4	5 097,6	675,3	13 287,1
encours en pourcentage du PIB													
2016	T1	211,1	223,1	-12,0	92,4	78,4	67,7	96,0	-0,3	44,7	48,6	6,4	126,8
Flux													
2015	T2	98,1	19,0	79,0	114,3	128,5	136,8	21,4	4,1	-154,8	-130,8	-2,4	—
	T3	90,0	32,3	57,7	114,0	124,4	25,5	-68,8	-1,2	-51,0	-23,3	2,7	—
	T4	106,6	-64,0	170,6	181,3	142,0	105,4	-16,1	54,2	-238,9	-190,0	4,6	—
2016	T1	433,4	384,6	48,9	165,7	122,1	135,0	-7,7	18,6	113,3	270,1	1,0	—
2015	Décembre	-106,4	-200,0	93,6	98,5	31,7	25,1	-57,4	21,8	-260,0	-174,3	8,1	—
2016	Janvier	234,1	250,5	-16,4	37,4	69,3	35,8	-51,2	14,8	147,1	232,3	-1,2	—
	Février	176,9	182,4	-5,5	84,3	39,3	47,2	13,1	6,8	37,5	130,0	1,1	—
	Mars	22,5	-48,3	70,8	44,0	13,5	51,9	30,4	-3,1	-71,3	-92,2	1,1	—
	Avril	185,5	142,6	42,9	20,3	12,4	73,2	-47,9	-6,1	99,7	178,1	-1,6	—
	Mai	136,5	92,4	44,1	57,5	20,7	31,1	21,2	-1,6	46,4	50,5	3,1	—
flux cumulés sur 12 mois													
2016	Mai	886,7	470,5	416,2	558,6	458,6	411,4	-136,7	57,6	-153,8	148,6	12,8	—
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2016	Mai	8,5	4,5	4,0	5,3	4,4	3,9	-1,3	0,5	-1,5	1,4	0,1	—

Source : BCE.

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

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	PIB											
	Total	Demande intérieure								Solde extérieur ¹⁾		
		Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks ²⁾	Total	Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾	
					Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellec- tuelle					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2013	9 931,8	9 595,2	5 558,5	2 094,5	1 949,0	1 004,3	573,1	366,7	-6,8	336,6	4 373,3	4 036,8
2014	10 106,2	9 732,6	5 631,1	2 128,1	1 984,5	1 007,4	595,7	376,3	-11,1	373,5	4 521,3	4 147,8
2015	10 406,5	9 944,9	5 738,4	2 169,4	2 056,7	1 022,2	630,9	398,3	-19,5	461,6	4 769,9	4 308,2
2015 T2	2 591,5	2 474,6	1 432,6	540,6	509,8	253,4	155,6	99,5	-8,4	116,9	1 197,0	1 080,0
T3	2 608,3	2 491,4	1 439,9	543,6	513,5	254,2	156,7	101,4	-5,6	116,9	1 197,5	1 080,6
T4	2 629,9	2 513,2	1 446,0	546,9	522,7	257,9	162,9	100,6	-2,4	116,7	1 201,5	1 084,8
2016 T1	2 650,1	2 530,5	1 450,5	551,8	528,4	260,9	164,4	101,8	-0,1	119,5	1 191,6	1 072,1
en pourcentage du PIB												
2015	100,0	95,6	55,1	20,8	19,8	9,8	6,1	3,8	-0,2	4,4	—	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2015 T2	0,4	0,0	0,3	0,3	0,1	-0,9	0,3	2,5	—	—	1,6	0,9
T3	0,3	0,7	0,5	0,3	0,5	0,2	0,5	1,2	—	—	0,4	1,3
T4	0,4	0,7	0,3	0,5	1,4	1,3	3,2	-0,9	—	—	0,7	1,4
2016 T1	0,6	0,7	0,6	0,4	0,8	0,7	1,1	0,7	—	—	0,4	0,7
variations annuelles en pourcentage												
2013	-0,3	-0,7	-0,6	0,2	-2,6	-3,6	-2,5	0,1	—	—	2,1	1,3
2014	0,9	0,9	0,8	0,8	1,3	-0,5	4,1	2,1	—	—	4,1	4,5
2015	1,7	1,8	1,7	1,3	2,9	1,0	5,1	4,6	—	—	5,3	6,1
2015 T2	1,6	1,4	1,7	1,2	2,6	0,4	4,7	5,0	—	—	6,1	5,9
T3	1,6	1,9	1,8	1,2	2,6	0,7	3,2	6,6	—	—	4,8	5,6
T4	1,7	2,3	1,6	1,6	3,6	1,8	6,1	4,1	—	—	4,2	5,9
2016 T1	1,7	2,1	1,7	1,5	2,9	1,3	5,1	3,6	—	—	3,1	4,3
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2015 T2	0,4	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,4	—	—
T3	0,3	0,7	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,4	—	—
T4	0,4	0,7	0,2	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	-0,3	—	—
2016 T1	0,6	0,7	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	—	—
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2013	-0,3	-0,7	-0,4	0,0	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,4	—	—
2014	0,9	0,9	0,4	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	—	—
2015	1,7	1,8	0,9	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	0,0	-0,1	—	—
2015 T2	1,6	1,3	1,0	0,3	0,5	0,0	0,3	0,2	-0,4	0,3	—	—
T3	1,6	1,8	1,0	0,3	0,5	0,1	0,2	0,2	0,0	-0,2	—	—
T4	1,7	2,2	0,9	0,3	0,7	0,2	0,4	0,2	0,3	-0,5	—	—
2016 T1	1,7	2,0	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,1	0,2	-0,4	—	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

3 Activité économique

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2013	8 927,3	152,3	1 737,0	458,1	1 680,2	412,6	442,3	1 030,6	945,2	1 751,4	317,6	1 004,5
2014	9 073,2	146,7	1 756,9	461,6	1 711,0	417,6	453,9	1 051,0	968,0	1 781,8	324,8	1 033,0
2015	9 335,6	146,1	1 817,9	469,3	1 770,7	433,6	455,3	1 075,1	1 009,6	1 823,9	334,1	1 070,9
2015 T2	2 323,9	36,1	453,7	116,3	440,7	108,0	113,9	267,4	251,1	453,6	83,0	267,7
T3	2 339,3	36,6	455,0	116,9	444,2	108,8	113,4	270,1	253,3	457,1	83,8	269,0
T4	2 357,3	37,5	455,6	118,7	447,3	110,2	113,4	272,0	256,9	460,9	84,7	272,7
2016 T1	2 378,2	36,0	461,7	120,7	453,0	110,8	114,6	273,0	258,6	464,3	85,5	271,9
en pourcentage de la valeur ajoutée												
2015	100,0	1,6	19,5	5,0	19,0	4,6	4,9	11,5	10,8	19,5	3,6	–
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2015 T2	0,3	0,2	0,4	-0,5	0,3	0,9	0,0	0,1	0,8	0,1	0,2	1,0
T3	0,3	0,6	0,3	-0,1	0,4	0,5	-0,4	0,6	0,4	0,3	0,5	0,3
T4	0,3	0,9	-0,3	0,9	0,3	0,6	0,9	0,4	0,7	0,2	0,7	1,3
2016 T1	0,6	-0,5	1,0	0,7	1,0	0,5	0,9	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
variations annuelles en pourcentage												
2013	-0,2	3,2	-0,6	-3,3	-0,8	2,5	-2,5	1,1	0,3	0,4	-0,5	-1,1
2014	0,9	3,1	0,6	-0,9	1,4	2,0	-0,6	1,3	1,4	0,5	1,2	0,8
2015	1,5	0,5	1,9	0,3	2,0	2,8	0,8	1,0	2,7	0,9	1,1	2,7
2015 T2	1,5	0,1	1,7	0,1	2,1	3,2	1,0	0,7	2,8	0,8	0,9	2,7
T3	1,5	-0,1	1,8	0,3	1,9	2,5	0,0	1,0	2,6	1,0	0,9	3,0
T4	1,5	1,9	1,4	1,0	1,7	2,5	1,0	1,3	2,9	0,9	1,6	2,9
2016 T1	1,5	1,2	1,5	1,0	2,0	2,5	1,5	1,2	2,3	0,8	1,7	2,9
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2015 T2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	–
T3	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	–
T4	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	–
2016 T1	0,6	0,0	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	–
contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2013	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	–
2014	0,9	0,1	0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	–
2015	1,5	0,0	0,4	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	–
2015 T2	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	–
T3	1,5	0,0	0,4	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	–
T4	1,5	0,0	0,3	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	–
2016 T1	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi ¹⁾

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique									
		Salariés	Tra- vailleurs indé- pendants	Agricul- ture, sylvicult- ure et pêche	Industrie manu- factu- rière, énergie et services publics	Cons- truction	Commerce, transport, hébergement et restaura- tion	Information et commu- nication	Activités finan- cières et d'assu- rance	Activités immobi- lières	Activités spéciali- sées de ser- vices aux entre- prises et de soutien	Adminis- tration publique, en- sei-gne- ment, santé et action sociale	Arts, spec- tacles et autres activités de ser- vices
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personnes employées													
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,7	2,7	2,7	1,0	12,9	24,0	7,0
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,2	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,0	24,1	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,4	15,0	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,0	7,1
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2013	-0,6	-0,6	-0,7	-1,6	-1,2	-4,0	-0,8	0,3	-1,0	-1,5	0,4	0,2	-0,1
2014	0,6	0,7	0,0	0,4	-0,2	-1,8	0,8	0,8	-0,9	0,9	2,0	0,8	1,1
2015	1,1	1,2	0,1	0,1	0,3	-0,1	1,4	1,1	-0,2	1,6	2,9	0,9	0,8
2015 T2	1,0	1,1	0,4	0,5	0,1	0,6	1,1	0,9	0,2	1,9	2,8	0,8	0,6
T3	1,1	1,3	0,0	0,2	0,4	-0,5	1,4	1,5	-0,2	1,7	3,0	1,0	0,6
T4	1,3	1,5	-0,1	0,2	0,4	-0,3	1,7	1,5	0,0	1,4	3,0	1,0	1,4
2016 T1	1,4	1,7	-0,2	0,1	0,7	-0,4	1,7	2,6	0,4	1,8	3,1	1,1	1,9
Heures travaillées													
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,7	2,9	2,8	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,3	15,7	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	12,7	21,9	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,6	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	12,9	21,9	6,3
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2013	-1,4	-1,4	-1,7	-1,4	-1,5	-5,4	-1,6	-0,1	-1,5	-2,8	-0,8	-0,3	-1,4
2014	0,5	0,8	-0,4	-1,0	0,2	-1,6	0,6	0,9	-1,1	0,5	2,0	1,0	0,4
2015	1,3	1,5	0,4	1,0	0,8	0,6	1,1	2,1	-0,2	1,9	3,1	1,1	1,0
2015 T2	1,1	1,3	0,4	0,9	0,9	1,1	0,7	2,0	0,1	2,4	3,1	1,0	0,7
T3	1,4	1,6	0,4	0,9	1,0	0,2	1,0	3,0	-0,3	2,9	3,6	1,3	0,9
T4	1,5	1,8	0,5	1,5	1,1	0,8	1,7	2,3	0,4	1,0	3,2	1,0	1,5
2016 T1	1,6	1,8	0,4	1,7	0,9	0,3	1,8	3,1	0,7	1,4	3,8	0,9	1,1
Heures travaillées par personne employée													
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2013	-0,8	-0,7	-1,0	0,2	-0,2	-1,5	-0,8	-0,4	-0,6	-1,3	-1,1	-0,6	-1,3
2014	-0,1	0,1	-0,5	-1,4	0,4	0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,4	0,0	0,2	-0,7
2015	0,2	0,3	0,2	0,9	0,5	0,7	-0,2	1,0	0,0	0,4	0,2	0,2	0,2
2015 T2	0,1	0,2	-0,1	0,4	0,7	0,4	-0,4	1,1	-0,1	0,5	0,2	0,2	0,1
T3	0,3	0,3	0,4	0,7	0,6	0,7	-0,4	1,4	-0,2	1,2	0,6	0,3	0,3
T4	0,3	0,3	0,6	1,3	0,7	1,1	0,0	0,8	0,4	-0,4	0,2	-0,1	0,1
2016 T1	0,2	0,1	0,7	1,6	0,2	0,7	0,1	0,5	0,3	-0,5	0,6	-0,2	-0,8

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		
2013	159,334	4,6	19,217	12,0	5,9	15,623	10,7	3,595	24,4	10,299	11,9	8,918	12,1	1,4
2014	160,308	4,6	18,629	11,6	6,1	15,213	10,4	3,417	23,7	9,931	11,5	8,699	11,8	1,5
2015	160,553	4,6	17,439	10,9	5,6	14,293	9,8	3,145	22,3	9,253	10,7	8,186	11,0	1,6
2015 T2	160,457	4,6	17,688	11,0	5,7	14,517	9,9	3,171	22,5	9,404	10,9	8,283	11,2	1,5
T3	160,589	4,4	17,220	10,7	5,3	14,105	9,6	3,115	22,2	9,139	10,6	8,082	10,9	1,5
T4	161,081	4,5	16,912	10,5	5,4	13,841	9,4	3,071	21,9	8,942	10,3	7,970	10,7	1,6
2016 T1	161,003	4,5	16,616	10,3	5,2	13,617	9,2	3,000	21,5	8,721	10,1	7,895	10,6	1,7
2015 Décembre	—	—	16,818	10,4	—	13,767	9,4	3,051	21,8	8,893	10,3	7,926	10,7	—
2016 Janvier	—	—	16,722	10,4	—	13,689	9,3	3,033	21,7	8,788	10,1	7,934	10,7	—
Février	—	—	16,673	10,3	—	13,652	9,3	3,021	21,6	8,755	10,1	7,918	10,6	—
Mars	—	—	16,454	10,2	—	13,509	9,2	2,945	21,1	8,621	9,9	7,833	10,5	—
Avril	—	—	16,378	10,2	—	13,464	9,1	2,914	20,9	8,533	9,8	7,845	10,5	—
Mai	—	—	16,266	10,1	—	13,381	9,1	2,885	20,7	8,467	9,8	7,800	10,5	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données brutes.

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

3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

	Production industrielle						Con- 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	Énergie									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% du total en 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0	
variations annuelles en pourcentage														
2013	-0,6	-0,6	-0,9	-0,5	-0,4	-0,8	-2,3	-0,3	-0,6	-0,6	-0,5	-0,8	-4,4	
2014	0,9	1,8	1,3	1,8	2,6	-5,4	1,8	3,2	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8	
2015	1,5	1,7	0,9	2,0	2,0	0,9	-0,8	2,5	2,8	1,7	3,7	2,7	8,8	
2015	T3	2,0	2,2	1,0	2,7	2,8	1,1	-1,1	2,0	3,4	2,6	4,1	2,9	9,4
	T4	1,3	1,7	1,6	1,7	1,7	-1,8	0,7	1,5	2,5	1,3	3,4	2,2	10,0
2016	T1	1,4	2,2	1,9	3,3	1,3	-3,5	2,8	0,7	2,2	1,8	2,8	1,0	9,4
	T2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	8,5
2016	Janvier	3,5	4,6	2,6	5,3	6,7	-3,4	5,4	1,2	2,1	1,3	3,3	-0,1	10,8
	Février	0,9	2,1	2,4	3,4	0,9	-6,7	3,8	1,2	2,7	2,6	3,2	1,2	10,3
	Mars	0,2	0,2	0,8	1,7	-3,0	-0,5	0,0	-0,4	1,7	1,5	1,9	2,0	7,6
	Avril	2,2	2,2	1,6	3,6	1,1	3,3	-1,0	-2,6	1,4	0,3	2,1	2,1	8,5
	Mai	0,5	0,6	0,8	0,3	0,6	-1,1	-0,8	.	1,6	0,2	2,5	2,2	10,4
	Juin	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	6,9
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)														
2016	Janvier	2,4	2,4	1,2	3,9	2,8	2,4	2,1	-0,6	0,2	0,4	0,4	0,0	0,6
	Février	-1,2	-1,1	0,1	-1,1	-2,1	-1,8	-0,7	-0,2	0,3	0,4	0,4	-0,2	-0,5
	Mars	-0,8	-1,3	-1,0	-1,1	-2,9	3,1	-1,5	-0,5	-0,6	-1,2	-0,7	-0,5	-1,5
	Avril	1,4	1,5	0,4	1,7	2,6	1,5	-0,3	-0,3	0,2	0,1	0,5	0,2	1,1
	Mai	-1,2	-1,0	-0,4	-2,3	-0,4	-4,3	-0,5	.	0,4	0,0	0,7	0,0	0,4
	Juin	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,2

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

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

	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	100,0	-6,1	80,8	-12,8	-13,6	-8,7	6,9	-	51,0	52,4	52,9	52,7	
2013	93,5	-9,0	78,7	-18,8	-27,8	-12,2	-5,3	87,2	49,6	50,6	49,3	49,7	
2014	101,5	-3,8	80,5	-10,2	-26,4	-3,1	4,9	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7	
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,5	1,6	9,3	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8	
2015 T3	104,5	-2,9	81,4	-7,0	-22,5	3,0	10,8	88,5	52,3	53,6	54,0	53,9	
	T4	106,2	-2,4	81,8	-6,4	-18,4	5,1	12,7	88,7	52,8	54,0	54,2	54,1
2016 T1	104,0	-3,8	81,8	-8,3	-18,9	1,9	10,8	88,8	51,7	52,9	53,3	53,2	
	T2	104,3	-3,4	.	-7,8	-18,4	1,8	11,2	52,0	53,0	53,1	53,1	
2016	Février	103,9	-4,1	—	-8,8	-17,5	1,3	10,8	—	51,2	52,3	53,3	53,0
	Mars	103,0	-4,1	—	-9,7	-20,4	1,8	9,8	—	51,6	53,1	53,1	53,1
	Avril	104,0	-3,6	81,5	-9,3	-19,2	1,3	11,6	88,9	51,7	52,6	53,1	53,0
	Mai	104,6	-3,7	—	-7,0	-17,7	3,3	11,3	—	51,5	52,4	53,3	53,1
	Juin	104,4	-2,8	—	-7,2	-18,2	0,8	10,8	—	52,8	53,9	52,8	53,1
	Juillet	.	.	—	-7,9	.	.	.	—	.	.	.	.

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

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	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
2012	12,3	96,5	-1,7	1,7	-5,3	-0,1	-3,0	30,9	1,5	132,9	1,4	-6,7	1,2
2013	12,6	95,0	-0,3	1,2	-4,1	0,6	-1,9	32,6	4,1	130,4	2,0	-0,8	0,9
2014	12,7	94,2	0,7	2,0	0,9	2,7	1,1	32,8	4,8	132,0	1,6	3,5	1,0
2015 T2	12,7	93,6	1,8	1,9	0,1	2,9	1,7	33,5	5,7	133,1	2,4	3,9	1,4
T3	12,6	93,5	1,6	2,0	1,3	2,7	2,2	33,6	6,1	132,0	2,6	2,4	1,6
T4	12,5	93,5	2,2	2,1	3,9	3,5	2,9	33,8	6,4	131,6	3,3	6,8	1,8
2016 T1	.	.	2,1	2,1	4,6	2,4	3,7	33,6	6,3	133,1	3,0	5,9	1,7

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital ¹⁾		
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires			
		Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	T2	910,5	827,9	82,7	534,5	447,0	192,7	176,6	156,9	145,8	26,5	58,5	9,8	38,0
	T3	896,3	815,5	80,8	523,9	436,9	191,7	177,8	155,6	144,0	25,1	56,9	9,9	4,6
	T4	898,8	815,7	83,1	525,3	433,5	195,2	182,0	152,5	143,2	25,8	57,1	15,7	9,3
2016	T1	881,7	794,3	87,4	516,0	424,0	193,8	176,7	147,5	137,7	24,4	55,9	10,2	11,1
2015	Décembre	294,8	269,3	25,4	173,3	142,9	65,0	60,3	48,0	47,6	8,5	18,5	6,3	5,4
2016	Janvier	294,6	266,0	28,6	172,1	141,9	64,3	59,8	50,3	46,3	8,0	18,1	2,7	4,9
	Février	293,6	267,2	26,4	170,6	142,1	65,5	59,4	49,4	46,7	8,1	19,0	3,8	2,5
	Mars	293,5	261,1	32,4	173,3	139,9	64,1	57,6	47,8	44,8	8,3	18,8	3,6	3,7
	Avril	293,3	257,0	36,4	172,8	139,3	62,0	55,8	50,0	43,5	8,5	18,4	2,1	1,9
	Mai	286,1	255,3	30,8	167,7	137,1	62,4	56,5	47,2	44,1	8,7	17,6	1,9	1,9
flux cumulés sur 12 mois														
2016	Mai	3 558,6	3 211,5	347,1	2 084,3	1 719,3	769,2	707,7	604,1	560,3	100,9	224,3	43,1	63,6
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB														
2016	Mai	34,0	30,6	3,3	19,9	16,4	7,3	6,8	5,8	5,3	1,0	2,1	0,4	0,6

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

3.9 Échanges de biens de la zone euro 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)														
2015	T2	8,2	4,2	516,7	243,2	106,2	154,1	431,7	456,5	266,3	71,2	111,8	319,6	60,0
	T3	4,4	0,8	502,5	232,6	104,7	153,0	423,6	444,9	252,7	70,9	112,6	317,8	50,5
	T4	3,6	2,2	509,1	236,8	105,5	153,7	426,4	443,3	247,0	73,0	114,3	324,3	44,6
2016	T1	-1,1	-2,6	502,5	233,6	103,8	151,0	421,9	436,9	240,7	71,1	116,2	325,3	37,2
2015	Décembre	4,1	3,3	171,3	79,3	35,4	51,9	142,1	147,7	81,7	23,9	38,8	108,2	14,5
2016	Janvier	-2,1	-0,9	167,5	78,1	34,2	50,6	141,0	146,8	81,4	23,3	38,9	109,5	12,6
	Février	1,2	2,0	167,0	78,2	33,9	50,3	140,1	146,9	80,4	24,0	39,0	109,9	12,1
	Mars	-2,2	-8,1	168,1	77,3	35,7	50,1	140,8	143,2	78,9	23,8	38,3	105,9	12,6
	Avril	-0,9	-5,3	168,7	77,6	35,4	50,9	145,8	143,3	77,9	23,8	38,2	109,0	13,2
	Mai	1,9	-2,2	165,6	.	.	.	139,6	141,1	.	.	.	104,4	.
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2015	T2	2,9	2,4	118,4	114,7	120,2	122,8	118,8	105,1	104,9	104,7	106,0	107,9	99,4
	T3	1,2	2,9	116,2	111,5	118,6	122,7	116,9	105,9	105,4	106,3	106,4	108,0	98,9
	T4	0,9	4,9	118,3	115,2	119,1	122,6	117,5	107,3	107,3	107,0	107,7	110,1	101,5
2016	T1	-1,1	2,3	118,4	116,0	117,2	121,6	116,9	109,6	110,7	105,3	109,4	110,9	110,3
2015	Novembre	3,9	7,3	117,8	114,3	119,0	122,1	117,4	106,6	106,0	107,4	107,8	110,8	95,3
	Décembre	0,8	4,4	119,0	116,2	118,3	123,6	116,6	107,7	108,3	101,9	109,3	108,8	107,0
2016	Janvier	-3,7	1,1	117,8	115,7	115,6	121,8	116,7	109,6	111,1	103,9	108,8	111,3	110,6
	Février	1,2	7,0	118,2	116,7	115,1	121,6	116,7	110,6	111,4	106,4	109,7	112,2	114,0
	Mars	-0,9	-0,7	119,1	115,6	120,9	121,3	117,4	108,5	109,6	105,6	109,7	109,3	106,4
	Avril	1,4	3,0	119,4	115,4	120,1	124,0	121,7	107,8	106,8	105,8	109,1	112,5	103,8

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) ²⁾						Pour mémoire : prix administrés	
	Indice : 2015 = 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	Total, hors produits alimentaires et énergie										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2016	100,0	100,0	70,7	55,8	44,2	100,0	12,1	7,4	26,5	9,7	44,2	86,5	13,5
2013	99,5	1,4	1,1	1,3	1,4	—	—	—	—	—	—	1,3	2,1
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	—	—	—	—	—	—	0,2	1,9
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	—	—	—	—	—	—	-0,1	0,9
2015 T3	100,0	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,5	0,2	-2,5	0,4	0,0	0,8
T4	100,2	0,2	1,0	-0,6	1,2	-0,1	0,1	1,0	0,1	-3,0	0,2	0,1	0,6
2016 T1	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-0,8	0,1	-4,4	0,2	0,0	0,3
T2	100,4	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,4	0,2	0,8	0,0	2,0	0,3	-0,1	0,1
2016 Janvier	98,7	0,3	1,0	-0,3	1,2	-0,2	0,0	-0,4	0,2	-2,7	0,0	0,3	0,3
Février	98,9	-0,2	0,8	-1,0	0,9	-0,1	0,0	0,0	0,0	-1,3	0,0	-0,2	0,3
Mars	100,1	0,0	1,0	-1,1	1,4	0,3	0,0	0,6	-0,1	1,0	0,3	-0,1	0,3
Avril	100,2	-0,2	0,7	-1,1	0,9	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,3	0,1
Mai	100,5	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,3	0,0	0,4	0,0	1,7	0,2	-0,1	0,1
Juin	100,7	0,1	0,9	-0,7	1,1	0,2	0,1	-0,1	0,0	1,7	0,2	0,0	0,2

	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 2016	19,5	12,1	7,4	36,3	26,5	9,7	10,7	6,4	7,1	3,2	15,2	8,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,4	2,4	-4,2	2,3	0,7
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2
2015 T3	1,2	0,6	2,1	-1,8	0,4	-7,2	1,1	0,9	1,4	-0,4	1,7	1,0
T4	1,4	0,7	2,6	-1,7	0,5	-7,2	1,2	1,0	1,1	-0,1	1,5	1,2
2016 T1	0,8	0,6	1,1	-1,7	0,6	-7,4	1,1	1,0	0,6	0,0	1,6	1,2
T2	0,9	0,5	1,4	-1,9	0,5	-7,7	1,1	1,0	0,6	0,0	1,3	1,2
2016 Janvier	1,0	0,8	1,4	-1,0	0,7	-5,4	1,1	1,0	0,8	0,0	1,6	1,2
Février	0,6	0,6	0,6	-1,9	0,7	-8,1	1,1	1,0	0,4	-0,1	1,0	1,3
Mars	0,8	0,4	1,3	-2,1	0,5	-8,7	1,1	1,0	0,7	0,1	2,1	1,3
Avril	0,8	0,5	1,2	-2,1	0,5	-8,7	1,1	1,0	0,5	0,1	0,9	1,2
Mai	0,9	0,6	1,5	-1,9	0,5	-8,1	1,1	1,0	0,5	0,0	1,4	1,1
Juin	0,9	0,5	1,5	-1,6	0,4	-6,4	1,0	1,0	0,8	-0,1	1,6	1,3

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

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

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

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

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie					
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Demande intérieure				Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾		Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾		
			Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
En % du total										100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0
2013	103,6	1,3	0,9	1,1	1,2	0,4	-0,4	-1,3	81,7	-9,0	-13,3	-6,9	-8,2	-9,9	-6,9
2014	104,5	0,9	0,5	0,5	0,8	0,5	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,8	-12,1	-4,7	0,4	-8,7
2015	105,9	1,3	0,3	0,2	0,6	0,7	0,2	-2,1	48,3	-4,1	5,2	-9,0	-0,8	4,8	-5,6
2015 T3	106,0	1,4	0,4	0,3	0,6	0,7	0,1	-2,3	46,1	-6,5	6,4	-13,1	-3,3	5,7	-10,6
T4	106,5	1,4	0,5	0,3	0,7	0,8	-0,1	-2,3	40,7	-9,1	3,9	-16,2	-9,3	-3,0	-14,8
2016 T1	106,7	1,3	0,6	0,4	1,0	0,9	-1,1	-3,0	32,5	-13,4	-4,9	-18,2	-13,7	-9,8	-17,2
T2	.	.	.	.	.	.	.	.	42,0	-8,9	-1,1	-13,4	-11,3	-9,3	-13,1
2016 Janvier	—	—	—	—	—	—	—	—	29,7	-14,9	-3,8	-21,2	-14,7	-9,7	-19,3
Février	—	—	—	—	—	—	—	—	31,0	-14,4	-5,5	-19,5	-14,1	-9,5	-18,3
Mars	—	—	—	—	—	—	—	—	36,5	-10,9	-5,3	-14,1	-12,3	-10,2	-14,2
Avril	—	—	—	—	—	—	—	—	38,2	-10,1	-6,4	-12,3	-13,2	-12,9	-13,5
Mai	—	—	—	—	—	—	—	—	42,7	-9,8	0,1	-15,4	-11,9	-8,8	-14,7
Juin	—	—	—	—	—	—	—	—	44,9	-6,8	3,4	-12,7	-8,7	-6,2	-10,9

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	—	—	-2,0	34,0	57,7	56,7	—	49,9
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,2	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,7	1,3	2,7	-13,3	-1,1	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 T3	-2,0	1,1	2,5	-12,5	-0,2	49,5	53,6	49,9	49,9
T4	-2,1	1,9	3,8	-8,7	-0,8	45,6	53,6	49,2	49,6
2016 T1	-4,8	0,7	3,7	-9,3	-1,7	41,5	52,5	47,7	49,0
T2	-0,9	1,9	4,6	-8,2	-2,2	47,5	54,4	48,5	49,0
2016 Janvier	-4,1	0,2	3,5	-7,9	-0,9	42,1	52,7	48,3	49,1
Février	-5,6	1,4	3,8	-10,4	-1,4	40,8	52,4	47,6	48,9
Mars	-4,6	0,4	3,8	-9,6	-2,9	41,6	52,5	47,1	49,1
Avril	-2,8	1,6	4,2	-8,9	-2,9	45,2	52,7	47,4	48,7
Mai	-0,7	2,1	6,0	-8,0	-2,3	47,7	55,6	48,8	49,5
Juin	0,7	2,0	3,7	-7,8	-1,3	49,6	54,8	49,3	49,0

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

4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2012 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾
	1	2	Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Économie marchande	Principalement économie non marchande	
	1	2	3	4	5	6	7
% du total en 2012							
2013	101,4	1,4	1,5	1,1	1,2	1,9	1,8
2014	102,7	1,3	1,3	1,2	1,4	1,2	1,7
2015	104,3	1,6	1,8	0,7	1,6	1,5	1,5
2015 T2	108,4	1,8	2,2	0,5	1,8	1,6	1,5
T3	101,1	1,2	1,5	0,3	1,3	1,0	1,5
T4	110,3	1,3	1,5	0,7	1,1	1,6	1,5
2016 T1	99,1	1,7	1,8	1,5	1,8	1,6	1,4

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

4 Prix et coûts

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

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

	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Par activité économique									
	1	2	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communi- cation	Activités financières et d'assu- rance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entre- prises et de soutien	Adminis- tration publique, enseigne- ment, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
			3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Coûts unitaires de main-d'œuvre												
2013	103,8	1,2	-2,3	2,0	0,7	0,9	-1,4	3,4	-2,5	1,3	1,4	2,3
2014	104,8	1,0	-2,6	1,3	0,7	0,4	0,8	1,2	0,6	2,0	1,3	0,5
2015	105,5	0,7	0,5	0,1	0,6	0,8	0,6	-0,3	3,5	1,8	1,1	1,0
2015 T2	105,3	0,8	0,7	0,6	1,3	0,5	0,5	-0,3	3,4	1,5	1,0	1,3
T3	105,6	0,8	0,9	0,1	0,5	0,9	1,5	0,4	3,6	2,1	1,0	1,1
T4	106,0	0,9	0,0	0,3	-0,2	1,8	1,1	-0,3	3,9	1,5	1,4	1,0
2016 T1	106,0	0,9	0,5	0,5	0,2	1,1	0,0	0,8	2,2	2,3	1,4	1,2
Rémunération par tête												
2013	105,2	1,6	2,5	2,6	1,3	0,9	0,8	1,7	0,1	1,3	1,6	1,9
2014	106,5	1,3	0,1	2,1	1,6	1,0	2,0	1,6	1,1	1,4	1,1	0,6
2015	107,9	1,3	0,9	1,7	1,0	1,4	2,4	0,7	2,9	1,6	1,1	1,3
2015 T2	107,8	1,4	0,4	2,1	0,8	1,5	2,8	0,6	2,1	1,4	1,0	1,5
T3	108,1	1,3	0,5	1,5	1,3	1,4	2,5	0,6	2,9	1,8	1,0	1,5
T4	108,5	1,3	1,8	1,3	1,1	1,8	2,1	0,7	3,8	1,4	1,3	1,1
2016 T1	108,8	1,2	1,7	1,3	1,6	1,4	-0,1	1,9	1,5	1,5	1,2	1,0
Productivité par personne employée												
2013	101,4	0,4	4,9	0,6	0,6	0,0	2,2	-1,6	2,6	0,0	0,1	-0,4
2014	101,7	0,3	2,7	0,8	0,9	0,6	1,2	0,4	0,4	-0,6	-0,2	0,1
2015	102,3	0,6	0,4	1,6	0,4	0,6	1,7	0,9	-0,5	-0,2	0,0	0,3
2015 T2	102,3	0,6	-0,3	1,5	-0,5	1,0	2,3	0,8	-1,2	-0,1	0,0	0,3
T3	102,3	0,5	-0,3	1,4	0,8	0,5	1,0	0,2	-0,7	-0,3	0,0	0,4
T4	102,4	0,4	1,7	1,0	1,3	0,0	1,0	1,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1
2016 T1	102,6	0,3	1,1	0,8	1,4	0,3	-0,1	1,1	-0,6	-0,8	-0,2	-0,2
Rémunération par heure travaillée												
2013	107,2	2,3	2,3	2,8	2,8	1,9	0,9	2,3	1,5	2,5	2,0	3,2
2014	108,5	1,2	1,3	1,6	1,4	1,1	1,8	1,6	0,8	1,2	0,8	1,3
2015	109,6	1,0	0,4	1,2	0,3	1,4	1,2	0,9	2,5	1,3	0,9	1,0
2015 T2	109,4	1,1	0,0	1,4	0,3	1,6	1,5	0,7	1,1	1,1	0,8	1,5
T3	109,6	1,0	0,1	0,9	0,6	1,5	1,2	1,0	2,4	1,4	0,7	1,0
T4	110,0	1,0	0,7	0,4	0,3	1,6	1,2	0,6	3,9	1,1	1,4	1,0
2016 T1	110,4	1,1	0,0	1,1	1,5	1,2	-0,5	1,6	1,7	0,7	1,4	1,9
Productivité horaire du travail												
2013	103,5	1,2	4,7	0,8	2,2	0,8	2,6	-1,0	4,0	1,1	0,7	0,9
2014	103,8	0,4	4,2	0,3	0,8	0,8	1,0	0,5	0,8	-0,6	-0,4	0,8
2015	104,2	0,4	-0,4	1,1	-0,3	0,8	0,8	0,9	-0,9	-0,4	-0,2	0,1
2015 T2	104,3	0,5	-0,7	0,8	-0,9	1,4	1,2	0,9	-1,7	-0,3	-0,1	0,2
T3	104,1	0,2	-1,1	0,8	0,2	0,9	-0,4	0,3	-1,8	-0,9	-0,3	0,0
T4	104,1	0,1	0,5	0,3	0,2	0,0	0,2	0,6	0,2	-0,3	-0,1	0,0
2016 T1	104,5	0,1	-0,4	0,6	0,7	0,2	-0,6	0,8	-0,2	-1,5	0,0	0,6

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5 Monnaie et crédit

5.1 Agrégats monétaires ¹⁾

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

		M3											12
		M2						M3-M2					
		M1		M2-M1			Pensions	Parts de fonds d'invest- tissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans				
		Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue		Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts rembour- sables avec un préavis ≤ 3 mois							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Encours													
2013		909,7	4 476,3	5 386,1	1 683,3	2 142,8	3 826,1	9 212,1	121,4	418,1	86,5	626,0	9 838,1
2014		968,5	4 952,3	5 920,9	1 598,5	2 148,8	3 747,2	9 668,1	123,9	423,4	106,4	653,6	10 321,7
2015		1 034,5	5 569,7	6 604,1	1 448,1	2 160,6	3 608,6	10 212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10 837,1
2015	T2	1 014,0	5 298,7	6 312,6	1 480,1	2 160,5	3 640,7	9 953,3	90,3	436,8	100,6	627,6	10 580,9
	T3	1 028,2	5 425,1	6 453,3	1 449,3	2 164,4	3 613,7	10 067,0	98,4	452,8	75,2	626,4	10 693,4
	T4	1 034,5	5 569,7	6 604,1	1 448,1	2 160,6	3 608,6	10 212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10 837,1
2016	T1	1 051,5	5 715,1	6 766,6	1 426,9	2 163,7	3 590,5	10 357,2	88,7	463,3	89,9	642,0	10 999,1
2015	Décembre	1 034,5	5 569,7	6 604,1	1 448,1	2 160,6	3 608,6	10 212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10 837,1
2016	Janvier	1 044,5	5 625,5	6 670,0	1 450,1	2 156,8	3 606,9	10 276,9	86,0	474,2	78,8	639,0	10 915,9
	Février	1 046,9	5 669,4	6 716,2	1 430,2	2 165,1	3 595,2	10 311,4	92,6	468,1	88,3	648,9	10 960,3
	Mars	1 051,5	5 715,1	6 766,6	1 426,9	2 163,7	3 590,5	10 357,2	88,7	463,3	89,9	642,0	10 999,1
	Avril	1 047,5	5 747,6	6 795,1	1 408,6	2 162,6	3 571,2	10 366,3	88,4	470,4	98,4	657,1	11 023,5
	Mai ^(p)	1 051,2	5 785,9	6 837,2	1 406,7	2 172,1	3 578,8	10 416,0	88,2	476,3	88,2	652,7	11 068,7
Flux													
2013		45,6	250,4	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014		58,2	379,4	437,6	-90,9	3,2	-87,7	349,9	1,0	10,8	12,8	24,6	374,5
2015		64,8	576,3	641,1	-143,3	12,0	-131,3	509,8	-47,8	48,9	-26,2	-25,1	484,7
2015	T2	20,5	151,9	172,3	-47,6	10,9	-36,7	135,6	-35,2	4,0	4,0	-27,2	108,4
	T3	14,3	129,0	143,3	-35,3	3,1	-32,3	111,0	8,2	18,3	-18,5	8,0	119,0
	T4	6,3	128,8	135,0	-3,4	-4,0	-7,4	127,6	-21,5	21,4	-2,7	-2,8	124,8
2016	T1	17,2	155,9	173,1	-17,0	3,3	-13,7	159,4	12,1	-10,9	14,9	16,1	175,5
2015	Décembre	-3,0	31,3	28,4	1,3	-1,9	-0,6	27,8	-14,0	-6,5	-12,2	-32,7	-4,9
2016	Janvier	10,1	57,6	67,8	2,5	-3,7	-1,3	66,5	9,0	0,6	4,6	14,1	80,6
	Février	2,4	43,1	45,5	-18,2	8,3	-10,0	35,5	6,4	-6,1	8,5	8,9	44,4
	Mars	4,7	55,2	59,9	-1,2	-1,3	-2,5	57,4	-3,4	-5,4	1,9	-6,9	50,5
	Avril	-4,0	32,5	28,5	-18,4	-1,0	-19,5	9,0	2,8	6,8	8,7	18,4	27,4
	Mai ^(p)	3,7	33,8	37,4	-3,3	9,4	6,2	43,6	-0,3	5,9	-9,7	-4,1	39,5
Taux de croissance													
2013		5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014		6,4	8,4	8,1	-5,4	0,1	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,7	4,0	3,8
2015		6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-25,5	-3,9	4,7
2015	T2	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	24,3	0,6	4,9
	T3	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-0,6	0,7	4,9
	T4	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-25,5	-3,9	4,7
2016	T1	5,9	11,0	10,1	-6,8	0,6	-2,4	5,4	-28,9	7,6	-2,1	-0,9	5,0
2015	Décembre	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-25,5	-3,9	4,7
2016	Janvier	6,1	11,4	10,5	-7,4	0,7	-2,7	5,5	-29,3	10,1	-14,3	-0,9	5,1
	Février	5,7	11,2	10,3	-7,4	0,9	-2,6	5,4	-28,1	7,6	-11,0	-2,2	4,9
	Mars	5,9	11,0	10,1	-6,8	0,6	-2,4	5,4	-28,9	7,6	-2,1	-0,9	5,0
	Avril	4,6	10,7	9,7	-7,3	0,4	-2,8	5,1	-28,4	6,1	-4,1	-2,1	4,6
	Mai ^(p)	4,5	10,0	9,1	-5,8	0,7	-2,0	5,0	-16,7	8,9	-2,3	2,8	4,9

Source : BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3 ¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques ⁴⁾
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2013	1 710,5	1 186,7	397,8	109,8	16,2	5 413,6	2 539,7	874,7	1 994,5	4,7	804,8	194,9	300,1
2014	1 814,9	1 318,7	365,4	111,6	19,2	5 556,8	2 751,5	809,6	1 992,7	3,0	896,0	222,7	333,1
2015	1 927,4	1 480,8	321,8	116,5	8,2	5 750,9	3 060,9	694,3	1 993,1	2,6	990,0	224,5	362,5
2015 T2	1 858,2	1 410,7	322,6	112,8	12,2	5 647,3	2 911,4	735,1	1 998,0	2,8	955,1	228,0	340,9
T3	1 901,1	1 451,1	324,0	115,8	10,1	5 695,3	2 987,9	707,4	1 997,0	3,0	966,6	218,0	356,2
T4	1 927,4	1 480,8	321,8	116,5	8,2	5 750,9	3 060,9	694,3	1 993,1	2,6	990,0	224,5	362,5
2016 T1	1 986,5	1 534,8	325,6	115,9	10,1	5 832,8	3 140,3	694,3	1 995,5	2,6	980,1	220,2	374,8
2015 Décembre	1 927,4	1 480,8	321,8	116,5	8,2	5 750,9	3 060,9	694,3	1 993,1	2,6	990,0	224,5	362,5
2016 Janvier	1 966,0	1 520,9	319,8	115,5	9,8	5 764,6	3 077,4	694,5	1 989,1	3,5	986,0	224,2	377,7
Février	1 976,9	1 530,7	320,7	116,0	9,6	5 795,2	3 102,9	693,4	1 996,0	2,9	979,4	232,1	373,5
Mars	1 986,5	1 534,8	325,6	115,9	10,1	5 832,8	3 140,3	694,3	1 995,5	2,6	980,1	220,2	374,8
Avril	2 009,0	1 561,8	322,9	115,7	8,6	5 849,0	3 158,7	693,0	1 994,0	3,3	957,9	213,8	377,5
Mai ^(p)	2 011,3	1 567,6	319,2	116,4	8,1	5 878,1	3 184,3	691,2	1 998,9	3,7	974,2	214,7	374,8
Flux													
2013	98,2	90,1	-6,9	9,1	5,9	107,9	182,4	-100,1	31,9	-6,2	-15,1	-13,3	-7,8
2014	69,2	91,2	-25,9	1,5	2,4	140,7	210,0	-65,7	-1,8	-1,7	53,6	7,5	21,7
2015	100,1	140,1	-33,7	4,9	-11,2	194,5	302,4	-108,2	0,7	-0,4	76,5	-1,8	27,9
2015 T2	13,6	32,0	-16,8	1,0	-2,6	50,9	73,5	-28,0	6,4	-1,0	11,8	2,8	0,9
T3	42,5	41,0	0,4	3,1	-2,1	48,3	77,7	-27,7	-1,9	0,2	10,8	-10,1	13,4
T4	14,5	18,5	-2,8	0,7	-2,0	56,1	71,9	-11,4	-3,9	-0,5	19,0	4,2	6,1
2016 T1	64,6	58,2	4,9	-0,5	2,0	84,2	80,7	1,0	2,5	0,1	-3,8	-4,1	13,3
2015 Décembre	-3,2	-3,4	1,3	-0,3	-0,8	24,1	28,3	-3,9	1,0	-1,3	2,5	2,1	-8,8
2016 Janvier	40,2	41,2	-1,7	-0,9	1,6	14,3	16,7	0,6	-4,0	1,0	-3,8	-0,4	15,0
Février	10,7	9,4	1,0	0,4	-0,2	30,6	25,4	-1,0	6,8	-0,6	-6,8	7,8	-2,7
Mars	13,8	7,6	5,6	0,0	0,6	39,4	38,7	1,4	-0,4	-0,3	6,8	-11,4	0,9
Avril	22,3	26,7	-2,6	-0,2	-1,5	17,0	19,2	-1,4	-1,5	0,7	-19,6	-6,4	2,6
Mai ^(p)	0,1	4,1	-4,2	0,8	-0,6	28,2	24,9	-2,0	4,9	0,4	13,6	0,7	-2,9
Taux de croissance													
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5
2014	4,0	7,6	-6,5	1,4	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2015	5,5	10,6	-9,4	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2015 T2	4,3	10,6	-13,9	1,3	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,6	-1,1	5,3
T3	5,1	10,9	-12,3	2,4	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,0	-37,7	14,2	-4,9	5,8
T4	5,5	10,6	-9,4	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2016 T1	7,3	10,8	-4,2	3,8	-30,8	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,0	-3,2	9,8
2015 Décembre	5,5	10,6	-9,4	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2016 Janvier	6,5	10,8	-9,0	4,3	-17,6	3,7	10,5	-11,3	0,2	-12,8	9,4	-3,1	9,8
Février	6,5	10,5	-7,5	4,6	-29,2	4,0	10,5	-10,0	0,4	-26,4	6,8	1,8	7,8
Mars	7,3	10,8	-4,2	3,8	-30,8	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,0	-3,2	9,8
Avril	8,4	12,0	-3,3	2,4	-23,5	4,3	10,6	-8,1	0,0	-6,6	0,5	-7,3	9,3
Mai ^(p)	8,0	11,1	-2,3	3,6	-33,2	4,6	10,7	-7,0	0,1	-5,3	2,0	-7,2	7,9

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

5.3 Créances sur les résidents de la zone euro ¹⁾

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

		Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro								
		Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts					Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires	
						Total 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													
2013		3 404,9	1 096,7	2 308,2	12 709,1	10 544,4	10 929,9	4 353,6	5 222,8	869,2	98,7	1 364,7	800,0
2014		3 608,3	1 132,4	2 473,8	12 562,7	10 510,6	10 921,2	4 271,5	5 200,4	909,8	128,9	1 277,4	774,7
2015		3 896,5	1 110,0	2 784,1	12 680,5	10 591,3	10 989,2	4 273,1	5 307,3	887,3	123,6	1 301,7	787,5
2015	T2	3 683,4	1 137,9	2 543,1	12 636,8	10 592,2	10 986,4	4 291,3	5 258,5	906,8	135,5	1 255,3	789,4
	T3	3 819,0	1 127,6	2 689,0	12 653,1	10 564,8	10 963,1	4 274,9	5 277,6	891,1	121,2	1 310,9	777,3
	T4	3 896,5	1 110,0	2 784,1	12 680,5	10 591,3	10 989,2	4 273,1	5 307,3	887,3	123,6	1 301,7	787,5
2016	T1	4 049,0	1 115,0	2 920,9	12 708,9	10 645,2	11 029,0	4 290,2	5 338,3	908,1	108,6	1 312,3	751,4
2015	Décembre	3 896,5	1 110,0	2 784,1	12 680,5	10 591,3	10 989,2	4 273,1	5 307,3	887,3	123,6	1 301,7	787,5
2016	Janvier	3 967,5	1 117,0	2 848,1	12 689,3	10 616,8	11 013,0	4 288,7	5 311,7	890,8	125,5	1 306,1	766,4
	Février	4 007,2	1 117,5	2 887,4	12 728,5	10 658,6	11 043,9	4 301,9	5 329,9	900,4	126,4	1 309,1	760,8
	Mars	4 049,0	1 115,0	2 920,9	12 708,9	10 645,2	11 029,0	4 290,2	5 338,3	908,1	108,6	1 312,3	751,4
	Avril	4 096,2	1 125,8	2 957,3	12 705,6	10 639,8	11 023,3	4 290,3	5 343,4	892,6	113,6	1 317,9	748,0
	Mai ^(p)	4 146,3	1 127,2	3 005,9	12 741,4	10 656,8	11 048,6	4 307,5	5 346,5	891,6	111,2	1 330,8	753,8
Flux													
2013		-25,0	-73,5	48,5	-305,7	-248,1	-270,7	-132,9	-4,0	-120,9	9,7	-72,7	15,1
2014		72,0	15,9	56,1	-104,0	-50,3	-33,9	-60,9	-15,4	14,3	11,7	-90,0	36,2
2015		284,2	-20,8	304,6	99,9	71,1	51,1	3,1	98,1	-24,7	-5,5	24,5	4,3
2015	T2	58,1	-10,7	68,6	2,7	10,2	5,0	1,5	31,5	-23,8	1,0	-14,1	6,7
	T3	112,2	-10,2	122,4	54,9	-7,9	-3,7	-5,9	24,7	-12,3	-14,4	64,4	-1,6
	T4	73,5	-16,4	89,8	7,8	23,4	18,0	-0,9	22,7	-1,0	2,6	-22,4	6,8
2016	T1	123,2	2,7	120,5	68,5	84,2	74,7	38,6	36,0	24,5	-14,9	14,2	-29,9
2015	Décembre	26,9	-7,1	33,9	-27,0	-39,2	-38,6	-20,2	-0,7	-17,8	-0,5	17,1	-4,9
2016	Janvier	61,2	5,1	56,2	25,8	35,4	32,6	22,0	6,6	4,8	2,0	7,0	-16,6
	Février	36,2	0,0	36,1	45,0	43,5	41,0	15,6	18,2	8,9	0,8	4,1	-2,7
	Mars	25,8	-2,4	28,3	-2,3	5,2	1,0	1,0	11,3	10,7	-17,7	3,2	-10,6
	Avril	49,3	5,9	43,3	9,6	7,7	6,4	6,3	5,8	-9,4	5,0	5,1	-3,2
	Mai ^(p)	40,0	1,4	38,6	30,5	12,2	18,2	13,0	2,9	-1,3	-2,4	11,3	7,0
Taux de croissance													
2013		-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,1	1,9
2014		2,1	1,4	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,4	-0,3	1,5	11,9	-6,6	4,5
2015		7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,5	0,1	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5
2015	T2	5,1	1,6	6,7	0,2	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,0	17,8	-5,2	3,0
	T3	7,2	0,5	10,2	0,8	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,0	-1,4	1,0	1,9
	T4	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,5	0,1	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5
2016	T1	10,1	-3,0	16,0	1,1	1,0	0,9	0,8	2,2	-1,3	-19,1	3,3	-2,4
2015	Décembre	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,5	0,1	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5
2016	Janvier	8,6	-2,5	13,7	0,9	0,8	0,6	0,5	1,9	-2,5	-9,6	2,5	-0,3
	Février	10,1	-2,4	15,8	1,2	1,2	0,9	0,7	2,2	-1,4	-6,9	3,1	-1,4
	Mars	10,1	-3,0	16,0	1,1	1,0	0,9	0,8	2,2	-1,3	-19,1	3,3	-2,4
	Avril	10,3	-2,6	16,2	1,1	1,0	0,8	0,9	2,2	-2,2	-16,4	4,1	-2,4
	Mai ^(p)	11,1	-1,9	16,9	1,3	1,1	1,0	1,2	2,1	-1,3	-21,0	5,1	-2,4

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾				
	Total	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans		Total	Crédits à la consomma- tion	Prêts au logement	Autres prêts	
	Corrigé des cessions et de la titrisation ⁴⁾					Corrigé des cessions et de la titrisation ⁴⁾				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2013	4 353,6	4 408,4	1 065,7	740,9	2 547,0	5 222,8	5 547,4	573,6	3 853,7	795,5
2014	4 271,5	4 330,8	1 080,7	720,5	2 470,3	5 200,4	5 546,2	563,3	3 861,1	776,0
2015	4 273,1	4 333,5	1 038,5	758,2	2 476,5	5 307,3	5 639,0	595,6	3 948,0	763,6
2015 T2	4 291,3	4 347,6	1 080,8	743,1	2 467,3	5 258,5	5 589,0	578,7	3 908,9	771,0
T3	4 274,9	4 333,8	1 058,3	745,9	2 470,7	5 277,6	5 611,3	582,4	3 926,5	768,7
T4	4 273,1	4 333,5	1 038,5	758,2	2 476,5	5 307,3	5 639,0	595,6	3 948,0	763,6
2016 T1	4 290,2	4 352,3	1 045,2	767,8	2 477,3	5 338,3	5 657,0	603,4	3 972,9	762,0
2015 Décembre	4 273,1	4 333,5	1 038,5	758,2	2 476,5	5 307,3	5 639,0	595,6	3 948,0	763,6
2016 Janvier	4 288,7	4 351,8	1 048,9	765,6	2 474,2	5 311,7	5 642,8	596,5	3 953,2	762,0
Février	4 301,9	4 361,1	1 049,4	774,0	2 478,4	5 329,9	5 650,5	601,4	3 966,7	761,8
Mars	4 290,2	4 352,3	1 045,2	767,8	2 477,3	5 338,3	5 657,0	603,4	3 972,9	762,0
Avril	4 290,3	4 353,9	1 043,4	772,3	2 474,5	5 343,4	5 662,2	604,5	3 979,9	759,0
Mai ^(p)	4 307,5	4 369,3	1 051,1	771,1	2 485,4	5 346,5	5 672,5	601,5	3 986,2	758,8
Flux										
2013	-132,9	-144,0	-44,3	-44,6	-44,0	-4,0	-17,2	-18,2	27,4	-13,2
2014	-60,9	-64,4	-14,2	2,3	-49,0	-15,4	4,7	-3,0	-3,4	-9,0
2015	3,1	8,6	-44,9	32,6	15,4	98,1	75,9	21,8	80,0	-3,6
2015 T2	1,5	3,6	-2,7	7,7	-3,6	31,5	21,6	9,4	22,8	-0,7
T3	-5,9	-0,7	-19,1	4,0	9,2	24,7	25,7	5,2	19,8	-0,3
T4	-0,9	1,0	-22,1	13,4	7,8	22,7	18,1	5,1	20,0	-2,4
2016 T1	38,6	43,6	15,5	12,7	10,4	36,0	23,0	9,1	27,0	-0,1
2015 Décembre	-20,2	-18,3	-32,0	5,9	5,9	-0,7	1,5	-0,6	3,9	-4,0
2016 Janvier	22,0	23,8	13,2	6,4	2,4	6,6	5,7	1,3	6,3	-1,0
Février	15,6	18,6	1,4	10,0	4,2	18,2	8,9	5,1	13,1	-0,1
Mars	1,0	1,2	0,9	-3,8	3,8	11,3	8,4	2,8	7,5	1,0
Avril	6,3	7,2	0,4	5,0	1,0	5,8	5,6	0,9	7,0	-2,2
Mai ^(p)	13,0	9,4	5,5	-1,0	8,4	2,9	9,6	-3,2	6,1	0,0
Taux de croissance										
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	0,1	0,2	-4,1	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015 T2	-0,2	-0,3	-1,1	2,3	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,8
T3	0,1	0,2	-2,6	3,6	0,3	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,4
T4	0,1	0,2	-4,1	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 T1	0,8	1,1	-2,6	5,1	1,0	2,2	1,6	5,1	2,3	-0,5
2015 Décembre	0,1	0,2	-4,1	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 Janvier	0,5	0,7	-3,0	4,7	0,8	1,9	1,4	4,0	2,1	-0,5
Février	0,7	1,0	-3,0	6,2	0,7	2,2	1,5	5,0	2,3	-0,3
Mars	0,8	1,1	-2,6	5,1	1,0	2,2	1,6	5,1	2,3	-0,5
Avril	0,9	1,2	-2,8	5,6	1,1	2,2	1,5	5,3	2,3	-0,8
Mai ^(p)	1,2	1,4	-2,0	4,9	1,5	2,1	1,6	4,4	2,3	-0,7

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											
2013		261,7	7 311,0	2 371,2	91,5	2 507,2	2 341,1	1 146,5	150,2	183,8	121,9
2014		264,6	7 187,7	2 248,9	92,2	2 380,9	2 465,8	1 378,2	225,0	184,5	139,7
2015		278,6	7 066,0	2 184,2	79,8	2 253,1	2 549,0	1 324,9	279,7	205,9	135,6
2015	T2	265,2	7 168,6	2 223,1	86,7	2 329,7	2 529,0	1 453,9	240,6	224,6	147,1
	T3	287,6	7 100,6	2 223,8	83,7	2 263,4	2 529,7	1 356,0	253,7	213,6	140,0
	T4	278,6	7 066,0	2 184,2	79,8	2 253,1	2 549,0	1 324,9	279,7	205,9	135,6
2016	T1	318,8	7 027,0	2 182,9	76,8	2 174,7	2 592,6	1 279,7	307,4	247,1	152,1
2015	Décembre	278,6	7 066,0	2 184,2	79,8	2 253,1	2 549,0	1 324,9	279,7	205,9	135,6
2016	Janvier	306,1	7 046,6	2 174,2	78,6	2 221,8	2 571,9	1 313,7	298,2	215,0	141,7
	Février	294,6	7 073,5	2 185,7	77,6	2 193,4	2 616,8	1 288,1	304,6	246,6	142,5
	Mars	318,8	7 027,0	2 182,9	76,8	2 174,7	2 592,6	1 279,7	307,4	247,1	152,1
	Avril	316,8	7 048,9	2 184,1	75,4	2 173,1	2 616,3	1 273,9	313,4	237,0	140,0
	Mai ^(p)	292,1	7 054,9	2 182,2	75,2	2 185,9	2 611,6	1 238,3	289,7	227,0	138,6
Flux											
2013		-44,9	-80,8	-19,0	-14,3	-137,3	89,8	362,0	-53,6	32,2	43,7
2014		-5,7	-161,3	-122,3	2,0	-151,4	110,3	238,5	1,0	0,7	17,8
2015		7,8	-218,8	-104,0	-13,5	-203,8	102,4	-98,5	-11,8	21,4	-4,0
2015	T2	-18,0	-86,1	-34,7	-3,9	-50,5	3,0	0,6	-57,1	-11,8	-13,6
	T3	22,0	-37,7	6,1	-3,1	-58,6	17,9	-64,7	0,9	-11,0	-7,1
	T4	-11,7	-58,0	-47,5	-3,9	-42,3	35,7	-37,0	10,9	-7,7	-4,3
2016	T1	40,1	-61,6	1,4	-2,9	-49,9	-10,2	-70,9	33,1	41,3	17,3
2015	Décembre	-17,9	-12,9	-3,0	-0,5	-18,5	9,1	-32,5	-3,1	-11,7	-10,4
2016	Janvier	27,6	-33,9	-9,3	-1,1	-22,5	-1,0	-24,2	11,4	9,1	6,9
	Février	-11,4	-13,0	11,9	-1,0	-30,8	6,9	-74,1	13,0	31,6	0,9
	Mars	23,9	-14,7	-1,2	-0,8	3,4	-16,2	27,4	8,7	0,7	9,5
	Avril	-2,2	9,6	1,3	-2,0	-3,9	14,2	-22,6	-1,4	-10,1	-12,0
	Mai ^(p)	-24,9	6,2	-3,2	-0,1	2,4	7,1	-27,6	-22,2	-10,1	-1,5
Taux de croissance											
2013		-14,7	-1,1	-0,8	-13,5	-5,1	3,8	—	—	10,3	23,3
2014		-2,3	-2,2	-5,2	2,2	-6,0	4,6	—	—	0,4	14,6
2015		3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	—	—	11,6	-2,9
2015	T2	-6,1	-3,0	-5,3	-3,4	-8,1	4,4	—	—	31,0	23,5
	T3	11,8	-3,4	-3,7	-9,1	-9,3	3,1	—	—	30,5	15,0
	T4	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	—	—	11,6	-2,9
2016	T1	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,8	—	—	4,6	-4,8
2015	Décembre	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	—	—	11,6	-2,9
2016	Janvier	3,4	-3,4	-4,4	-15,3	-8,8	3,3	—	—	5,7	7,0
	Février	10,0	-3,4	-3,5	-15,4	-9,4	3,0	—	—	8,2	-1,8
	Mars	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,8	—	—	4,6	-4,8
	Avril	17,4	-2,7	-2,6	-15,9	-7,8	2,4	—	—	12,0	4,7
	Mai ^(p)	6,1	-2,5	-2,6	-14,8	-6,9	2,2	—	—	1,8	-1,5

Source : BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

6 Évolutions budgétaires

6.1 Déficit/excédent

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

6.3 Ratio dette publique/PIB

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

	Total	Instrument financier			Dé détenteur			Échéance initiale		Durée résiduelle			Devises	
		Monnaie fidu- ciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents IFM	Créanciers non résidents		≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou mon- naies parti- cipantes	Autres devises
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	89,3	3,0	17,4	68,9	45,5	26,2	43,9	11,3	78,0	19,7	31,6	38,0	87,2	2,2
2013	91,1	2,6	17,2	71,3	46,0	26,2	45,1	10,4	80,7	19,4	32,2	39,5	89,0	2,1
2014	92,0	2,8	16,9	72,4	45,1	26,0	46,9	10,0	82,0	19,0	32,0	41,0	89,9	2,1
2015	90,7	2,8	16,1	71,7	45,7	27,5	45,0	9,4	81,3	17,8	31,8	41,1	88,6	2,1
2015 T1	93,0	2,7	16,9	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	92,4	2,8	16,3	73,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	91,8	2,8	16,2	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	90,8	2,8	16,1	71,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Évolutions budgétaires

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

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

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

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

6.5 Titres de créance des administrations publiques ¹⁾

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

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

Source : BCE.

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

6 Évolutions budgétaires

6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

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

	Belgique	Allemagne	Estonie	Irlande ¹⁾	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques									
2012	-4,2	-0,1	-0,3	-8,0	-8,8	-10,4	-4,8	-2,9	-5,8
2013	-3,0	-0,1	-0,2	-5,7	-13,0	-6,9	-4,0	-2,9	-4,9
2014	-3,1	0,3	0,8	-3,8	-3,6	-5,9	-4,0	-3,0	-8,9
2015	-2,6	0,7	0,4	-2,3	-7,2	-5,1	-3,5	-2,6	-1,0
2015 T1	-3,2	0,4	0,5	-3,4	-4,3	-6,0	-3,9	-2,9	-0,2
T2	-3,1	0,4	0,6	-2,5	-4,7	-5,4	-4,0	-2,9	-0,4
T3	-2,9	0,9	0,7	-1,9	-4,4	-5,3	-3,9	-2,6	-0,9
T4	-2,6	0,7	0,4	-2,3	-7,2	-5,1	-3,5	-2,6	-1,0
Dettes des administrations publiques									
2012	104,1	79,6	9,5	120,1	159,6	85,4	89,6	123,3	79,3
2013	105,2	77,2	9,9	120,0	177,7	93,7	92,4	129,0	102,5
2014	106,5	74,7	10,4	107,5	180,1	99,3	95,4	132,5	108,2
2015	106,0	71,2	9,7	93,8	176,9	99,2	95,8	132,7	108,9
2015 T1	110,8	74,4	10,0	104,6	170,5	100,2	97,6	135,4	107,5
T2	109,4	72,6	9,9	101,6	169,4	99,8	97,8	136,0	110,7
T3	108,9	72,0	9,8	98,3	171,8	99,7	97,1	134,5	110,2
T4	106,0	71,2	9,7	93,8	176,9	99,2	96,1	132,7	108,9

	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										
2012	-0,8	-3,1	0,3	-3,5	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3	-2,2
2013	-0,9	-2,6	0,8	-2,6	-2,4	-1,3	-4,8	-15,0	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,7	-2,0	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,2	-1,5	-1,8	-1,2	-4,4	-2,9	-3,0	-2,7
2015 T1	-1,9	-0,7	1,1	-2,4	-2,1	-2,2	-7,1	-4,6	-2,9	-3,5
T2	-2,1	0,4	1,3	-2,0	-2,1	-2,2	-6,4	-4,5	-2,9	-3,1
T3	-2,1	0,1	1,2	-1,7	-2,0	-2,5	-3,1	-4,1	-2,6	-3,0
T4	-1,3	-0,2	1,2	-1,5	-1,8	-1,2	-4,4	-2,9	-3,0	-2,7
Dettes des administrations publiques										
2012	41,4	39,8	22,0	67,5	66,4	81,6	126,2	53,9	52,4	52,9
2013	39,1	38,8	23,3	68,6	67,9	80,8	129,0	71,0	55,0	55,5
2014	40,8	40,7	22,9	67,1	68,2	84,3	130,2	81,0	53,9	59,3
2015	36,4	42,7	21,4	63,9	65,1	86,2	129,0	83,2	52,9	63,1
2015 T1	35,6	38,0	22,3	68,6	69,3	85,3	130,2	82,0	54,4	60,5
T2	35,3	37,6	21,7	67,2	67,1	86,4	128,4	81,0	54,7	62,3
T3	36,4	38,1	21,5	66,0	66,2	86,4	130,3	84,4	53,9	61,0
T4	36,4	42,7	21,4	63,9	65,1	86,2	129,0	83,2	52,9	63,1

Source: Eurostat.

1) Des différences peuvent être constatées entre les ratios trimestriels et annuels en raison des données historiques.

Pour plus d'informations, cf. la note explicative d'Eurostat (http://ec.europa.eu/eurostat/documents/24987/6390465/Irish_GDP_communication.pdf).

© **Banque centrale européenne, 2016**

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

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

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 20 juillet 2016.

ISSN 2363-3425 (epub)

ISSN 2363-3425 (PDF)

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

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

Directeur de la publication : Nathalie Aufauvre

Secrétaire général