



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 5 / 2017



Sommaire

Évolutions économiques et monétaires récentes	2
Synthèse	2
1 Environnement extérieur	5
2 Évolutions financières	9
3 Activité économique	12
4 Prix et coûts	16
5 Monnaie et crédit	19
Encadrés	23
1 Convergence et ajustement dans les États baltes	23
2 Les récents déterminants des prix des actions de la zone euro	31
3 La baisse des taux d'intérêt et les variations sectorielles des revenus d'intérêts	35
4 Comment les prévisionnistes professionnels évaluent-ils les risques pesant sur l'inflation ?	40
5 Les recommandations par pays pour 2017	45
Article	49
1 La composition des finances publiques dans la zone euro	49
Statistiques	S1

Évolutions économiques et monétaires récentes

Synthèse

Les mesures de politique monétaire de la BCE ont encore assuré les conditions de financement très favorables qui sont nécessaires pour accomplir des progrès continus en matière de convergence durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Les informations disponibles confirment le renforcement continu, au sein de la zone euro, de la croissance économique, qui se généralise à travers les secteurs et les régions ¹. Les risques pesant sur les perspectives de croissance sont globalement équilibrés. Si l'expansion économique en cours conforte dans l'idée que l'inflation se dirigera progressivement vers des niveaux conformes à l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs, elle doit encore se traduire par une dynamique d'inflation plus forte.

Au niveau mondial, les indicateurs disponibles font état d'une croissance soutenue durant le deuxième trimestre 2017. L'inflation totale mondiale s'est modérée, reflétant l'affaiblissement du soutien apporté par les prix de l'énergie. Les conditions financières mondiales sont demeurées globalement favorables, en dépit d'une hausse des taux d'intérêt à long terme dans les économies avancées.

Depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, en juin, les taux d'intérêt à long terme ont augmenté dans la zone euro, sous l'effet également d'une amélioration des perspectives de croissance. Depuis début juin, la courbe des rendements anticipés de l'Eonia s'est globalement déplacée vers le haut, de quelque 15 points de base en moyenne, sur l'ensemble des échéances. Les prix des actions de la zone euro ont baissé pour les sociétés non financières alors qu'ils ont augmenté pour les sociétés financières, tandis que des anticipations de bénéfices robustes ont continué de soutenir les prix dans les deux secteurs. Les rendements des obligations d'entreprises se sont inscrits en hausse, tout comme les taux d'intérêt sans risque, mais les écarts de rendement des obligations d'entreprises se sont resserrés, reflétant probablement, entre autres, les anticipations par les marchés d'une croissance économique solide dans la zone euro. L'euro s'est apprécié en termes effectifs nominaux.

Les données les plus récentes, en particulier les résultats des enquêtes, indiquent toujours une croissance solide, généralisée, à court terme dans la zone euro. Les effets des mesures de politique monétaire confortent la demande intérieure et ont facilité le processus de désendettement. La reprise de l'investissement continue de bénéficier des conditions de financement très favorables et des améliorations de la rentabilité des entreprises. La consommation privée est soutenue par les créations

¹ En tenant compte des informations disponibles au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs du 20 juillet 2017.

d'emplois, à la faveur également des réformes antérieures des marchés du travail, et par l'augmentation de la richesse des ménages. En outre, la reprise mondiale devrait favoriser de plus en plus les échanges commerciaux et les exportations de la zone euro. Toutefois, les perspectives de croissance économique sont encore freinées par la lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles, en particulier sur les marchés de biens et de services, et par les besoins d'ajustement des bilans qui subsistent dans un certain nombre de secteurs, malgré les améliorations en cours. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent globalement équilibrés. D'une part, la dynamique conjoncturelle positive constatée actuellement pourrait générer une reprise économique plus vigoureuse qu'attendu. D'autre part, des risques à la baisse demeurent, en lien principalement avec des facteurs mondiaux.

La hausse annuelle de l'IPCH de la zone euro s'est établie à 1,3 % en juin, en baisse par rapport à mai (1,4 %), en raison essentiellement du fléchissement de la hausse des prix de l'énergie. Au cours des prochains mois, sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait se maintenir autour des niveaux observés actuellement. Dans le même temps, les mesures de l'inflation sous-jacente restent faibles et n'ont pas encore montré de signes convaincants d'un rebond, dans la mesure où les tensions d'origine interne sur les coûts, notamment la croissance des salaires, sont encore modérées. L'inflation sous-jacente au sein de la zone euro ne devrait augmenter que graduellement à moyen terme, confortée par les décisions de politique monétaire, la poursuite de la croissance économique et la résorption progressive correspondante de la sous-utilisation des capacités productives.

La monnaie au sens large a continué de progresser à un rythme vigoureux, soutenue principalement par ses composantes les plus liquides. De plus, le redressement des prêts au secteur privé observé depuis début 2014 se poursuit, favorisé par l'assouplissement des critères d'octroi et par la hausse de la demande de prêts. Les coûts de financement des sociétés non financières et des ménages de la zone euro demeurent favorables. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro pour le deuxième trimestre 2017 montre que les critères d'octroi de crédits aux entreprises et de prêts au logement pour les ménages se sont encore assouplis et que la hausse des prêts continue d'être soutenue par l'augmentation de la demande.

Lors de sa réunion du 20 juillet 2017, 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 s'attendre à ce que les taux d'intérêt directeurs de la BCE restent à leurs niveaux actuels 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 nets d'actifs, au rythme mensuel actuel de 60 milliards d'euros, devraient être réalisés jusqu'en fin décembre 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. Les achats nets s'effectuent en parallèle avec des réinvestissements

des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs.

Pour la période à venir, le Conseil des gouverneurs a confirmé qu'une orientation très accommodante de la politique monétaire était indispensable pour renforcer graduellement les tensions inflationnistes au sein de la zone euro et soutenir l'évolution de l'inflation totale à moyen terme. Si les perspectives deviennent moins favorables ou si les conditions financières ne permettent plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à accroître le volume et/ou à allonger la durée du programme d'achats d'actifs.

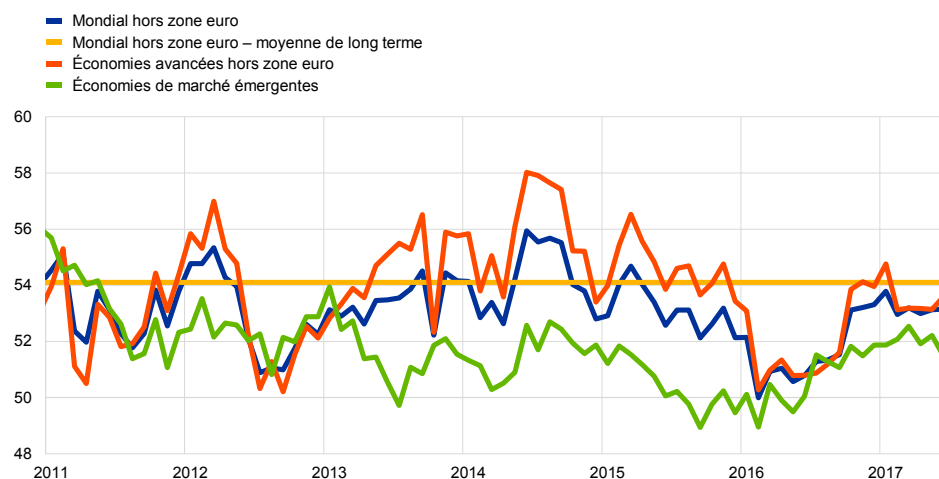
Les indicateurs tirés d'enquêtes font état d'une croissance mondiale soutenue.

Au deuxième trimestre 2017, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale hors zone euro s'est maintenu à des niveaux similaires à ceux des deux trimestres précédents, proches des moyennes de long terme, indiquant la poursuite d'une expansion régulière de l'activité mondiale (cf. graphique 1). Dans les principales économies avancées, l'indice des directeurs d'achat a fléchi aux États-Unis, tandis qu'il s'est redressé au Royaume-Uni par rapport au premier trimestre. Parmi les économies de marché émergentes, les indices des directeurs d'achat se sont améliorés en Inde et au Brésil, dénotant dans ce dernier cas une expansion pour la première fois en trois ans. En Chine, l'indice des directeurs d'achat a baissé pour s'établir juste au-dessus du seuil délimitant la frontière entre expansion et contraction.

Graphique 1

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

(indice de diffusion)



Sources : Markit et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à juin 2017.

Les conditions financières restent globalement favorables à l'échelle mondiale.

Les marchés boursiers se sont légèrement modérés dans les économies avancées au cours des dernières semaines. Les taux d'intérêt à long terme ont légèrement augmenté dans plusieurs grandes économies avancées sur fond d'anticipations par le marché d'une orientation progressivement moins accommodante de la politique monétaire. Dans les économies de marché émergentes, les taux d'intérêt à long terme ont également augmenté. Toutefois, en Chine, les taux interbancaires ont légèrement diminué ces dernières semaines, après une période de durcissement des conditions financières depuis le début de l'année, les autorités cherchant alors à réduire l'endettement dans le système financier, notamment celui des petites banques et des institutions non bancaires.

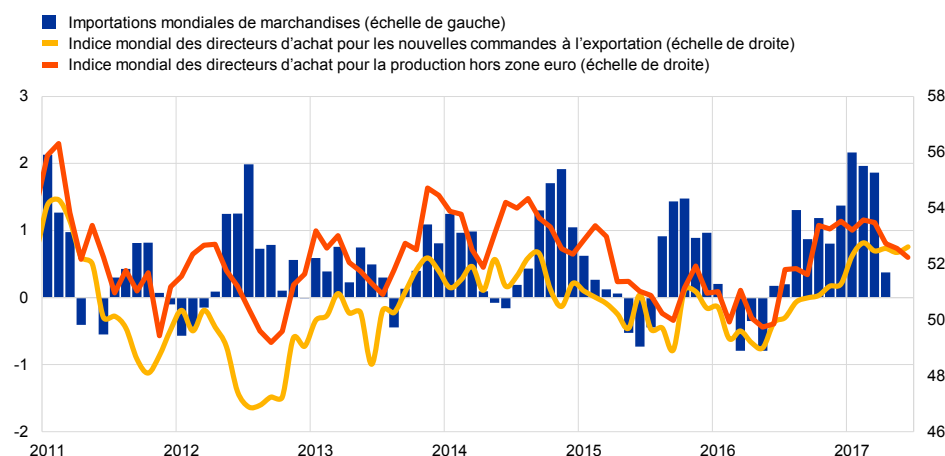
La croissance du commerce mondial s'est modérée en avril. Après une accélération en fin d'année, la croissance du commerce mondial s'est ralentie en

avril (cf. graphique 2). Les importations de marchandises en volume ont fortement décéléré, en glissement trimestriel, leur croissance revenant de 1,9 % en mars à 0,4 % en avril. Le ralentissement des échanges de marchandises est essentiellement imputable aux économies de marché émergentes. Les indicateurs avancés continuent, toutefois, de signaler des perspectives positives à court terme. En particulier, l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation est ressorti en hausse, à 52,6, en juin. De plus, les évolutions de l'activité industrielle sont restées relativement robustes récemment dans les différentes régions, ce qui devrait soutenir les échanges commerciaux.

Graphique 2

Commerce mondial et enquêtes

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



Sources : Markit, Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB) et calculs des services de la BCE.
 Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2017 pour les importations mondiales de marchandises, et à juin 2017 pour les indices des directeurs d'achat.

L'inflation mondiale s'est ralentie en mai. Après une légère accentuation en avril, à 2,4 %, la hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) est revenue à 2,1 % en mai. Cette évolution résulte en grande part de la moindre contribution positive des prix de l'énergie, qui a plus que contrebalancé la plus forte contribution des prix des produits alimentaires. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation annuelle a légèrement fléchi dans les pays de l'OCDE, revenant à 1,8 % en mai.

Les prix du pétrole ont fluctué ces dernières semaines. Après avoir baissé en juin, les cours du *Brent* se sont redressés plus récemment. La baisse initiale a reflété l'opinion du marché selon laquelle la décision des producteurs de l'OPEP et hors OPEP de prolonger la limitation de l'offre mondiale jusqu'au printemps prochain ne suffirait pas à rééquilibrer le marché et à alimenter une hausse des prix. Plus récemment, les prix du pétrole ont affiché un rebond suite à l'annonce d'un ralentissement de la croissance du nombre d'installations de forage aux États-Unis, ainsi que d'une réduction du niveau des stocks de pétrole dans l'OCDE, de 6 millions de barils en mai.

Aux États-Unis, l'activité économique s'est redressée au deuxième trimestre.

La croissance du PIB en volume s'est améliorée au deuxième trimestre par rapport au trimestre précédent, les dépenses réelles de consommation et les stocks se redressant par rapport aux très bas niveaux du premier trimestre. En outre, les tensions accrues sur le marché du travail, les fortes hausses des prix d'actifs et les indices de confiance des consommateurs soutiennent la croissance économique. L'inflation totale et l'inflation sous-jacente se sont ralenties ces trois derniers mois, essentiellement sous l'effet de facteurs temporaires. La hausse annuelle de l'IPC a encore fléchi en juin, ressortant à 1,6 %, tandis que l'inflation hors produits alimentaires et énergie est restée inchangée à 1,7 %. Ces derniers mois, l'IPC sous-jacent a été freiné par une forte diminution des prix des services de téléphonie mobile et par une baisse de la composante logement. Le Système fédéral de réserve a relevé ses taux d'intérêt directeurs lors de sa réunion de juin. Il a également annoncé son intention de commencer à normaliser son bilan dans le courant de l'année. Plus précisément, les remboursements au titre du principal provenant de ses portefeuilles de titres ne seront réinvestis que dans la mesure où ils dépassent un plafond qui sera relevé progressivement.

Au Japon, l'expansion de l'activité économique se poursuit. Le PIB en volume a augmenté de 0,3 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2017, soit une légère révision à la baisse par rapport à l'estimation précédente. Par la suite, la robustesse de la demande intérieure devrait soutenir l'activité, tandis que les exportations devraient se ralentir. La production industrielle n'a que modérément augmenté au cours des deux premiers mois du deuxième trimestre, ce qui pourrait être lié à de moins bons résultats à l'exportation. Les tensions sur le marché du travail persistent. Le taux de chômage s'est établi à 3,1 % en mai 2017, tandis que le ratio offres d'emplois/candidats a atteint un niveau sans précédent depuis le début des années 1990. Toutefois, la progression des salaires est restée faible. La hausse des prix à la consommation a également été modérée. L'inflation annuelle totale mesurée par les prix à la consommation a atteint 0,4 % en mai, tandis que la hausse des prix à la consommation hors produits alimentaires et énergie est revenue à - 0,2 %.

Au Royaume-Uni, l'activité économique s'est nettement ralentie. Au premier trimestre 2017, le PIB en volume a augmenté de 0,2 % en glissement trimestriel, contre 0,7 % au trimestre précédent. Ce ralentissement a résulté d'une diminution de la consommation privée, les ménages commençant à ressentir l'effet conjugué de la hausse de l'inflation et de la baisse des salaires réels. Les indicateurs récents laissent globalement penser que le rythme d'expansion économique est resté relativement modéré au deuxième trimestre 2017. En dépit du ralentissement de la hausse annuelle de l'IPC, à 2,7 % en juin, les taux d'inflation restent élevés en raison des tensions haussières exercées par la dépréciation de la livre sterling depuis le référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'Union européenne. Le 19 juin 2017, presque un an exactement après le référendum, l'Union européenne et le Royaume-Uni ont entamé les négociations sur le « Brexit » conformément à l'article 50 des Traités.

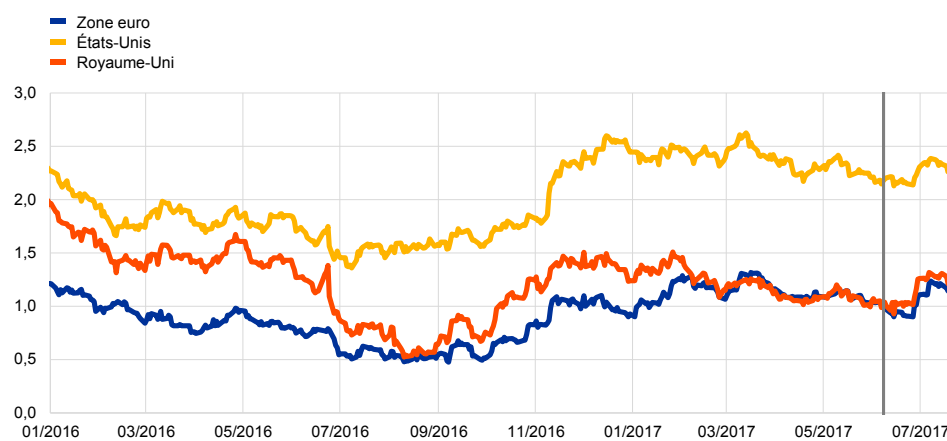
La dynamique de l'économie chinoise reste robuste. Au deuxième trimestre, le PIB a augmenté de 6,9 % en rythme annuel. La hausse des prix à la consommation est demeurée modérée. Cependant, l'endettement continue d'augmenter dans l'économie, malgré les mesures prises par les autorités pour remédier aux risques sur les marchés financiers.

Les rendements des emprunts publics de la zone euro ont généralement augmenté depuis début juin. Toutefois, au cours de la période sous revue (du 8 juin au 19 juillet 2017), la hausse est intervenue à partir de la dernière semaine de juin. Cela résulte d'une révision par les intervenants de marché de leurs anticipations relatives à la politique monétaire à venir, confirmant effectivement le renforcement des perspectives macroéconomiques. Dans l'ensemble, le rendement des *swaps* au jour le jour à dix ans et les rendements des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro, mesurés par leur moyenne pondérée du PIB, ont augmenté de quelque 15 points de base (cf. graphique 3). Dans les différents pays, les hausses des rendements des obligations souveraines ont été comprises entre quelques points de base et un peu plus de 20 points de base. Les écarts de rendement vis-à-vis des obligations allemandes à dix ans se sont globalement resserrés, notamment en Grèce, en Italie, en Espagne et au Portugal. Au Royaume-Uni, l'augmentation des rendements obligataires souverains a été globalement conforme à celle observée dans la zone euro, tandis que les hausses ont été plus limitées aux États-Unis et négligeables au Japon. En raison de la correction intervenue sur le marché des emprunts publics de la zone euro vers la fin juin, la volatilité des prix des obligations s'est momentanément accrue avant de revenir, courant juillet, à des niveaux inférieurs à ceux observés vers début juin. Aux États-Unis, la volatilité des prix des obligations s'est également atténuée au cours de la période sous revue.

Graphique 3

Rendements des obligations souveraines à dix ans

(en pourcentage annuel)



Source : Thomson Reuters.

Notes : Données quotidiennes. La ligne verticale continue se rapporte au début de la période sous revue (8 juin 2017). La dernière observation se rapporte au 19 juillet 2017. Pour la zone euro, c'est la moyenne, pondérée du PIB, des rendements des obligations souveraines à dix ans qui est calculée.

Les rendements des obligations émises par les sociétés non financières (SNF) ont augmenté au cours de la période sous revue, mais plus légèrement que les taux sans risque. En conséquence, leurs écarts de rendement par rapport aux obligations souveraines notées AAA se sont réduits. Globalement, la diminution des écarts de rendement des obligations d'entreprises en dépit de la hausse des

rendements pourrait résulter, entre autres facteurs, de la dynamique positive du cycle conjoncturel de la zone euro, évolution historiquement associée à de faibles taux de défaillance des entreprises. Le 19 juillet, les écarts de rendement des obligations bien notées émises par les SNF (en moyenne pour les catégories AAA, AA, A et BBB) étaient inférieurs de 9 points de base à leur niveau de début juin, et inférieurs de quelque 35 points de base à celui de mars 2016, lorsque le Conseil des gouverneurs a annoncé le lancement du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). Les écarts de rendement de la dette de moins bonne qualité des entreprises et des titres de créance émis par les sociétés financières (qui ne sont pas éligibles aux achats dans le cadre du CSPP) se sont également resserrés au cours de la période sous revue, de quelque 30 et 15 points de base, respectivement. Le 19 juillet, ces écarts de rendement étaient inférieurs de 270 et 35 points de base environ à ceux de mars 2016. Les rendements des obligations d'entreprises ont également augmenté dans les autres principales zones économiques sous l'effet de la hausse des rendements sans risque.

L'Eonia a été stable, à – 36 points de base environ, au cours de la période sous revue. L'excédent de liquidité dans le système bancaire a peu varié, ressortant à quelque 1 650 milliards d'euros, ce niveau élevé continuant d'être soutenu par les achats de titres dans le cadre du programme d'achats d'actifs de la BCE.

La courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est déplacée vers le haut, de quelque 15 points de base en moyenne, sur l'ensemble des échéances au cours de la période sous revue. Le mouvement haussier de la courbe a été observé en totalité à partir de fin juin. Globalement, la hausse des taux anticipés de l'Eonia a atteint un pic, légèrement au-dessous de 25 points de base, pour les échéances comprises entre quatre et six ans. Les taux anticipés ont augmenté légèrement sur les échéances très longues et leur hausse a été particulièrement forte sur les échéances inférieures à deux ans. La courbe reste inférieure à zéro pour les horizons antérieurs à décembre 2019.

Les indices larges des cours boursiers dans la zone euro ont diminué depuis début juin. À la fin de la période sous revue, les prix des actions des SNF de la zone euro se situaient 1,6 % environ au-dessous du niveau observé début juin, tandis que les prix des actions des sociétés financières ont augmenté de 1,7 %. D'une part, les anticipations d'une croissance robuste des bénéfices ont continué de soutenir les cours boursiers dans la zone euro, en liaison avec l'amélioration généralisée de l'environnement macroéconomique de la zone (cf. encadré 2). D'autre part, la récente hausse des rendements, et la hausse associée des taux d'actualisation appliqués aux bénéfices attendus, ont exercé une pression à la baisse sur les cours boursiers. S'agissant des sociétés financières, les intervenants de marché ont pu interpréter la révision à la hausse des anticipations de taux d'intérêt comme une évolution favorable à des marges de taux d'intérêt et à une rentabilité future plus élevées, ce qui expliquerait les évolutions divergentes des prix des actions des sociétés financières et de ceux des actions des SNF. Au cours de la période sous revue, les cours des actions des SNF ont baissé de 1,1 % au Royaume-Uni, tandis qu'ils ont augmenté aux États-Unis et au Japon, d'un peu plus de 1 % et 2 %, respectivement. Les prix des actions des sociétés financières ont

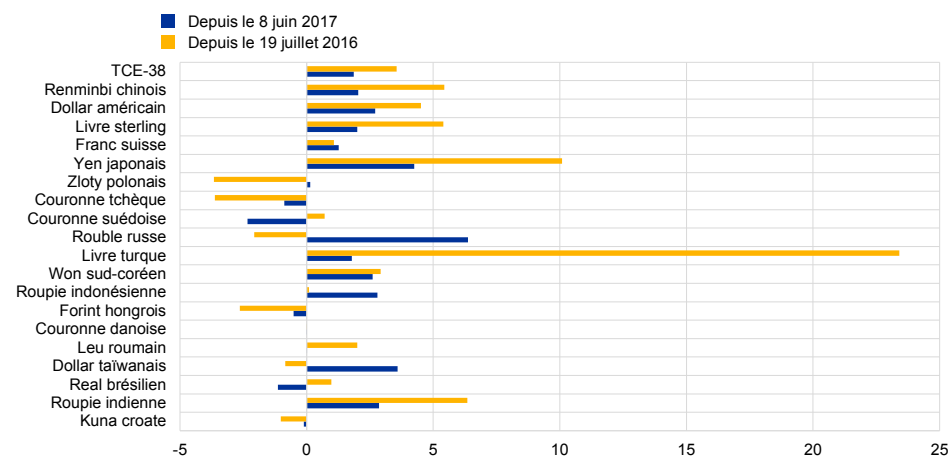
d'avantage augmenté dans ces économies avancées que dans la zone euro, à l'exception du Japon où les prix sont restés globalement stables. Depuis début juin, les anticipations du marché concernant la volatilité des cours boursiers, tant dans la zone euro qu'aux États-Unis, sont restées pratiquement inchangées. Le 19 juillet, ces anticipations s'établissaient à, respectivement, 11 % et 7 % en rythme annualisé, soit des valeurs comparativement faibles d'un point de vue historique.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est globalement apprécié en termes effectifs. À partir du 8 juin, l'euro s'est apprécié vis-à-vis de l'ensemble des principales devises, notamment le dollar (de 2,7 %), la livre sterling (de 2,0 %), le yen japonais (de 4,2 %) et le franc suisse (de 1,3 %). Cette appréciation générale reflète l'évolution des anticipations du marché concernant l'orientation de la politique monétaire des grandes économies et la poursuite de la reprise de l'économie de la zone euro. En revanche, les devises de certains États membres hors zone euro d'Europe centrale et orientale se sont légèrement appréciées par rapport à l'euro, notamment la couronne tchèque (de 0,9 %) et le forint hongrois (de 0,5 %) (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 : 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. Les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 19 juillet 2017.

3 Activité économique

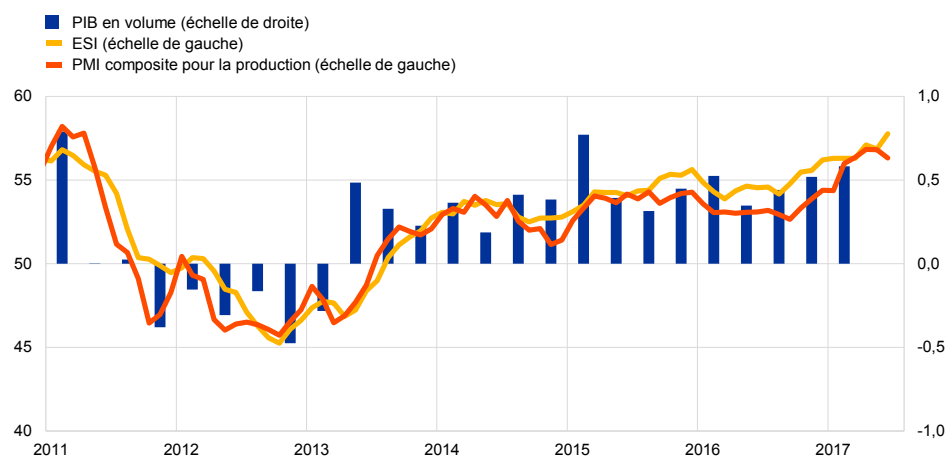
L'expansion économique généralisée et solide tirée par la demande intérieure se poursuit dans la zone euro.

Le PIB en volume a continué d'augmenter au premier trimestre 2017 (cf. graphique 5), sous l'effet des contributions positives de la demande intérieure et, dans une moindre mesure, de la variation des stocks. Les indicateurs économiques les plus récents, les données solides ainsi que les résultats d'enquêtes demeurent soutenus et vont dans le sens de la poursuite d'une croissance robuste au deuxième trimestre 2017, à un rythme proche de celui des deux trimestres précédents.

Graphique 5

PIB en volume de la zone euro, indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator* - ESI) et indice composite des directeurs d'achat pour la production (PMI)

(taux de croissance trimestriel ; indice de diffusion)



Sources : Eurostat, Commission européenne, Markit et BCE.

Notes : L'ESI est normé et recalculé pour obtenir la moyenne et l'écart type du PMI. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2017 pour le PIB en volume et à juin 2017 pour l'ESI et le PMI.

Les dépenses des ménages continuent d'augmenter et demeurent un déterminant important de l'expansion économique en cours.

Toutefois, le résultat a été relativement faible pour le premier trimestre 2017, du moins par rapport aux évolutions de la consommation ces trois dernières années, et pourrait refléter un certain nombre de facteurs temporaires, notamment la hausse des prix du pétrole. Dans le même temps, le taux de croissance annuel du revenu réel disponible des ménages s'est accru, à 1,7 %, contre 1,3 % au trimestre précédent. Cette évolution reflète essentiellement une contribution plus importante du revenu de la propriété, ce qui suggère que la hausse de la rentabilité des entreprises pourrait commencer à se traduire par une augmentation du revenu des ménages (par exemple grâce à des dividendes plus élevés), confortant encore davantage la croissance de la consommation. Au premier trimestre 2017, le taux d'épargne est resté stable en rythme annuel par rapport au trimestre précédent, la croissance annuelle du revenu disponible et de la consommation ayant augmenté au même rythme.

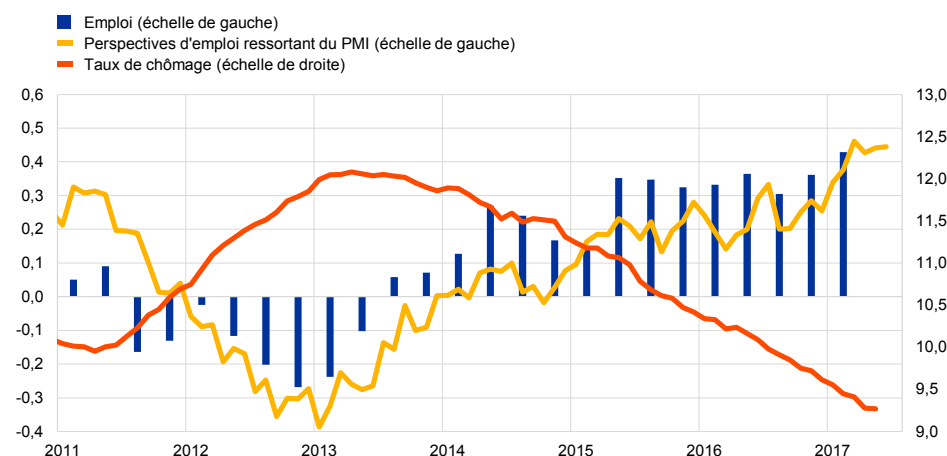
Les marchés du travail de la zone euro continuent de s'améliorer, dopant ainsi le revenu et les dépenses des ménages.

Tout récemment, l'emploi a encore augmenté, de 0,4 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2017, portant la hausse annuelle à 1,5 %. Par conséquent, l'emploi s'établit actuellement 4 % au-dessus du dernier point bas enregistré au deuxième trimestre 2013, et se situe légèrement au-dessus de son pic d'avant la crise enregistré au premier trimestre 2008. Le taux de chômage a légèrement baissé dans la zone euro, à 9,3 % en avril 2017, et s'est maintenu au même niveau en mai, soit 2,8 points de pourcentage au-dessous de son point haut d'après la crise en avril 2013 (cf. graphique 6). Cette baisse a concerné l'ensemble des chômeurs, indépendamment de la tranche d'âge ou du sexe. Le chômage de longue durée (personnes au chômage depuis au moins 12 mois) continue aussi de baisser, mais demeure bien au-dessus de son niveau d'avant la crise. Les informations tirées d'enquêtes vont dans le sens d'une poursuite de l'amélioration sur les marchés du travail pour la période à venir.

Graphique 6

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

(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 2017 pour l'emploi, à juin 2017 pour le PMI et à mai 2017 pour le chômage.

La croissance de la consommation devrait rester solide. Les données récentes relatives au commerce de détail et aux nouvelles immatriculations de voitures particulières vont dans le sens d'une croissance soutenue des dépenses de consommation au deuxième trimestre 2017, à un rythme peut-être légèrement plus rapide que celui observé au premier trimestre. La poursuite de la croissance de l'emploi, comme le laissent penser les derniers indicateurs tirés d'enquêtes, devrait également continuer de soutenir le revenu global, et donc les dépenses de consommation. De plus, la confiance des consommateurs s'est considérablement améliorée au deuxième trimestre, dépassant aujourd'hui pour la première fois son point haut d'avant la crise enregistré en mai 2007. Enfin, s'agissant des ménages, le patrimoine net par rapport au revenu disponible continue de s'inscrire en hausse, en raison dans une large mesure des plus-values réalisées sur les actifs financiers et

sur l'immobilier. Ces évolutions indiquent un soutien supplémentaire à la dynamique sous-jacente de la consommation.

La croissance de l'investissement des entreprises dans la zone euro devrait se poursuivre au deuxième trimestre 2017. Au deuxième trimestre, l'amélioration des conditions dans le secteur des biens d'équipement (l'augmentation de l'utilisation des capacités de production, la hausse des commandes, le renforcement de la confiance et les données d'enquêtes indiquant une amélioration des contraintes perçues qui pèsent sur la production) font globalement état d'une accélération de la dynamique des investissements en cours. Les données relatives à la production industrielle de biens d'équipement jusqu'en mai suggèrent également une hausse des investissements des entreprises au deuxième trimestre. S'agissant de l'investissement dans la construction, les données mensuelles relatives à la production dans la construction vont dans le sens d'une croissance au deuxième trimestre 2017. En outre, les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs à la situation de la demande et à l'évaluation des carnets de commande dans ce secteur, ainsi que les permis de construire, confirment encore une dynamique sous-jacente positive à court terme.

L'investissement devrait continuer de contribuer de manière importante aux perspectives de croissance à moyen terme. La hausse de la demande étrangère et la demande intérieure soutenue, le bas niveau des coûts de financement (cf. également l'encadré 3 du présent *Bulletin économique*), l'atténuation de l'incertitude économique et financière, ainsi que la croissance robuste des bénéfices des entreprises devraient apporter un soutien croissant à l'investissement. En particulier, d'après les comptes sectoriels de la zone euro, la croissance de l'excédent brut d'exploitation des entreprises s'est sensiblement renforcée au premier trimestre 2017, et les anticipations de bénéfices pour les entreprises cotées dans la zone euro se sont améliorées au premier semestre 2017. S'agissant de l'investissement dans la construction, des facteurs comme la hausse du revenu disponible des ménages et l'amélioration des conditions de crédit devraient conforter la demande dans le secteur.

Les données mensuelles relatives aux échanges commerciaux vont dans le sens d'une poursuite de la croissance des exportations de la zone euro à court terme. Les exportations totales de la zone euro ont augmenté de 1,2 % au premier trimestre, en raison du dynamisme des exportations de biens qui ont été soutenues par le redressement du commerce mondial. Les chiffres mensuels des échanges de biens jusqu'en mai laissent penser que la croissance des exportations hors zone euro est restée relativement forte au deuxième trimestre 2017, conformément aux évolutions de la demande étrangère. Les exportations (mesurées par les variations en pourcentage en glissement sur trois mois) semblent avoir été soutenues par la demande en provenance d'Asie principalement, tandis que les États-Unis et l'Amérique latine ont apporté une contribution négative. Les indicateurs avancés et ceux tirés d'enquêtes continuent de faire état d'améliorations en cours de la demande étrangère et les nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier ont augmenté.

Globalement, les derniers indicateurs économiques confirment dans l'ensemble la poursuite de la croissance du PIB en volume au deuxième trimestre 2017, pratiquement au même rythme que lors des deux trimestres précédents.

La production industrielle (hors construction) a enregistré une nouvelle hausse en mai. En conséquence, la production moyenne en avril et mai a été supérieure de 1,2 % à son niveau du premier trimestre 2017, lorsqu'elle s'était accrue de 0,1 % en rythme trimestriel. Des données d'enquêtes plus récentes confirment également la poursuite d'une dynamique positive de la croissance à court terme. L'indice composite des directeurs d'achat (*Purchasing Managers' Index* – PMI) pour la production s'est établi en moyenne à 56,6 au deuxième trimestre 2017, après 55,6 au premier trimestre, tandis que l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator* – ESI) de la Commission européenne est ressorti en hausse à 110,0, après 108,0 au premier trimestre (cf. graphique 5). En conséquence, l'ESI et le PMI, qui demeurent supérieurs à leur moyenne de long terme respective, se rapprochent de leurs pic d'avant la crise (enregistrés en 2007 et 2006, respectivement).

Dans la période à venir, l'expansion économique en cours devrait continuer de se renforcer et de se généraliser.

Les effets des mesures de politique monétaire confortent la demande intérieure et ont facilité le processus de désendettement. La reprise de l'investissement continue de bénéficier des conditions de financement très favorables et des améliorations de la rentabilité des entreprises. La consommation privée est soutenue par les créations d'emplois, à la faveur des réformes antérieures des marchés du travail, et par l'augmentation de la richesse des ménages. De plus, la reprise mondiale devrait favoriser de plus en plus les échanges commerciaux et les exportations de la zone euro. Toutefois, les perspectives de croissance économique restent freinées par la lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles, en particulier sur les marchés de biens et de services, et par les besoins d'ajustement des bilans qui subsistent dans un certain nombre de secteurs, malgré les améliorations en cours. Les résultats de la dernière [enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels](#), menée début juillet, montrent que les prévisions de croissance du PIB dans le secteur privé ont été révisées à la hausse pour 2017, 2018 et 2019 par rapport à la campagne d'enquête précédente réalisée début avril.

Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent globalement équilibrés.

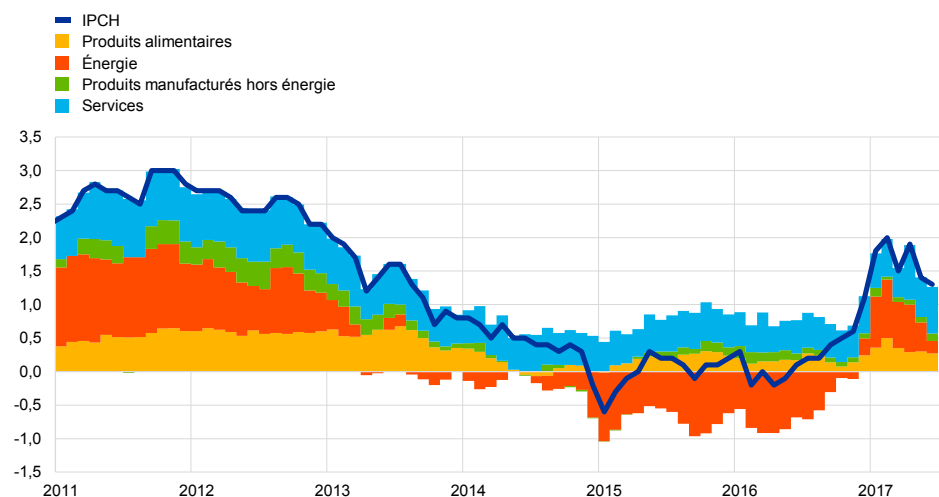
D'une part, la dynamique conjoncturelle positive constatée actuellement accroît la probabilité d'une reprise économique plus vigoureuse qu'attendu. D'autre part, des risques à la baisse demeurent, en lien principalement avec des facteurs mondiaux.

L'inflation totale a légèrement diminué en juin. La hausse de l'IPCH total s'élève à 1,3 % en juin, contre 1,4 % en mai (cf. graphique 7). Cette évolution reflète principalement un ralentissement de la hausse des prix de l'énergie et, dans une moindre mesure, des produits alimentaires, qui a été partiellement contrebalancé par une augmentation de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie. L'important recul de la hausse des prix de l'énergie en juin reflète l'incidence d'une diminution des prix du pétrole entre mi-mai et mi-juin, ainsi qu'un moindre effet de base par rapport au mois précédent. S'agissant de la hausse des prix des produits alimentaires non transformés, la résorption des hausses inhabituellement importantes au début de l'année s'est poursuivie en juin.

Graphique 7

Contributions des composantes à la hausse de l'IPCH total dans 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 2017.

L'inflation sous-jacente n'a pas encore montré de signes convaincants d'un ajustement durable à la hausse. Abstraction faite des mouvements d'un mois sur l'autre, les mesures de l'inflation sous-jacente sont légèrement plus élevées qu'à la fin de l'année dernière, mais restent globalement faibles. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'est établie à 1,1 % en juin, contre 0,9 % en mai et 1,2 % en avril. S'agissant des données de juin, l'effet de calendrier relatif aux fêtes de Pâques a pris fin pour cette année. Si l'on exclut, outre l'énergie et les produits alimentaires, les composantes très volatiles que sont les postes liés à l'habillement, à la chaussure et au voyage, la hausse de l'IPCH n'affiche qu'une légère augmentation ces derniers mois. En outre, la plupart des autres mesures de l'inflation sous-jacente n'indiquent pas non plus de redressement pour le moment. Ces évolutions pourraient en partie refléter les effets indirects baissiers décalés de la faiblesse passée des prix du pétrole, mais aussi, plus fondamentalement, la poursuite de la modération des tensions d'origine interne sur les coûts.

Les tensions sur les prix en amont de la chaîne d'approvisionnement doivent encore se transmettre aux prix à la production des biens de consommation.

La forte hausse des prix à la production hors énergie au niveau mondial, qui a débuté mi-2016, a ces mois derniers contribué à exercer des tensions à la hausse sur la variation annuelle des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires. Cette hausse a aussi continué à se diffuser en amont de la chaîne des prix intérieurs, ce qui se traduit, par exemple, par la poursuite de la forte augmentation des prix à l'importation des biens intermédiaires. Les biens intermédiaires sont également le principal facteur à l'origine de la hausse des prix à la production pour l'ensemble de l'industrie (hors construction et énergie) dans la zone euro, qui est ressortie à 2,4 % en mai 2017. Toutefois, la hausse des prix intérieurs à la production des biens de consommation non alimentaires est restée à un niveau faible, affichant une augmentation de seulement 0,2 % en mai, sans changement par rapport à mars et avril. Les tensions à la hausse en amont de la chaîne des prix intérieurs doivent donc encore se répercuter en aval de la chaîne, avant de pouvoir finalement se répercuter sur la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie.

Plus généralement, les tensions sous-jacentes sur les prix intérieurs sont demeurées faibles.

Le taux de variation annuel du déflateur du PIB, qui peut être considéré comme une mesure large de l'évolution sous-jacente des prix intérieurs, s'est établi à 0,7 % au premier trimestre 2017, soit une légère baisse par rapport au trimestre précédent. La contribution des bénéfices par unité produite à la croissance du déflateur du PIB a encore diminué, les effets positifs des termes de l'échange liés à la baisse antérieure des prix du pétrole s'étant dissipés et ayant changé de signe au premier trimestre 2017, quand les prix du pétrole étaient largement supérieurs à ceux de l'année précédente. En revanche, la contribution des coûts unitaires de main-d'œuvre est restée pratiquement inchangée, la croissance de la rémunération par tête et la croissance de la productivité s'étant globalement maintenues à de faibles niveaux.

La croissance des salaires demeure faible. La croissance annuelle de la rémunération par tête est passée de 1,4 % au dernier trimestre 2016 à 1,2 % au premier trimestre 2017, s'inscrivant encore très en deçà de sa moyenne de 2,1 % (depuis 1999). Les facteurs ayant pu peser sur la progression des salaires incluent la persistance d'importantes capacités inutilisées sur le marché du travail, une faible croissance de la productivité et l'incidence exercée actuellement par les réformes du marché du travail mises en œuvre dans certains pays durant la crise. De plus, l'environnement de faible inflation de ces dernières années pourrait encore contribuer à une moindre croissance des salaires par le biais de mécanismes d'indexation rétrospectifs, formels et informels.

Les anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché et tirées d'enquêtes sont demeurées globalement stables

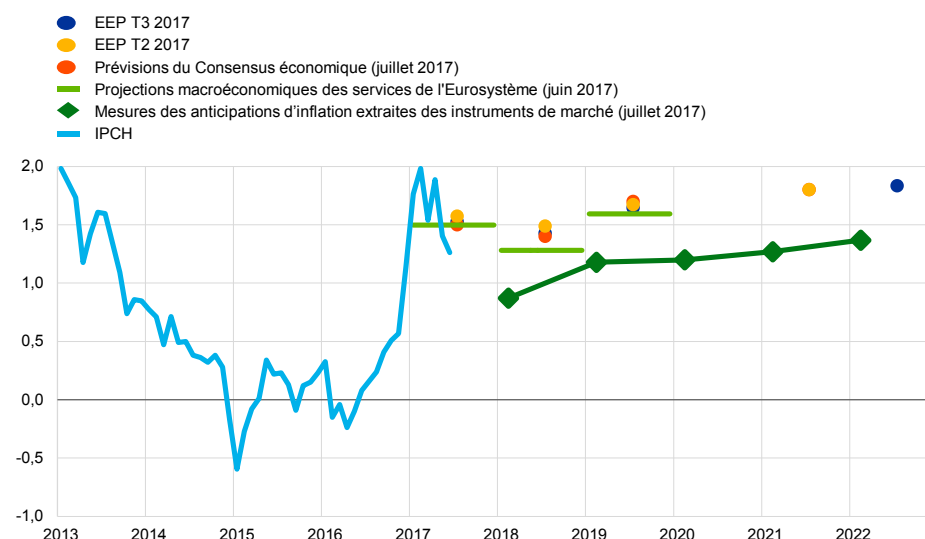
(cf. graphique 8). Depuis mi-juin, le taux anticipé à cinq ans du *swap* indexé sur l'inflation dans cinq ans a oscillé autour de 1,6 %. Les anticipations d'inflation à moyen et plus long terme telles que mesurées par les instruments de marché demeurent bien au-delà des niveaux observés mi-2016. Les dernières mesures des

anticipations d'inflation à long terme pour la zone euro tirées de l'enquête de juillet 2017 menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels sont restées stables à 1,8 % ².

Graphique 8

Mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché et tirées d'enquêtes

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), Thomson Reuters, Consensus économique, projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème et calculs de la BCE.

Notes : Les données publiées relatives à l'IPCH vont jusqu'à juin 2017. Les projections du Consensus économique pour 2019 et 2021 sont issues des prévisions d'avril. Les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché sont établies à partir des *swaps* zéro coupon indexés sur l'inflation mesurée par l'IPCH par exclusion (IPCH hors tabac de la zone euro). Les dernières observations se rapportent au 19 juillet 2017.

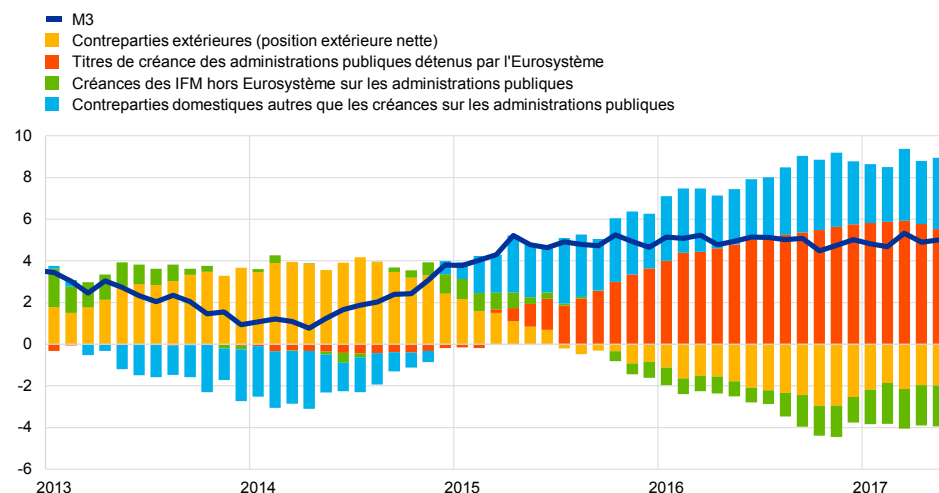
Au premier trimestre 2017, les prix de l'immobilier résidentiel se sont encore accélérés dans la zone euro. Selon l'indicateur des prix de l'immobilier résidentiel établi par la BCE, les prix des maisons et des appartements dans la zone euro ont augmenté de 4,0 % en rythme annuel au premier trimestre 2017, après 3,7 % au dernier trimestre 2016, ce qui indique un nouveau renforcement du cycle des prix des logements.

² Cf. également l'analyse de l'encadré 4 du présent *Bulletin économique*.

La croissance de la monnaie au sens large est demeurée robuste. Le taux de croissance annuel de M3 est resté globalement stable en mai 2017, à 5,0 % après 4,9 % en avril, oscillant autour de 5,0 % depuis mi-2015 (cf. graphique 9). Le faible coût d'opportunité de la détention de dépôts liquides dans un environnement de très bas niveau des taux d'intérêt et l'impact des mesures de politique monétaire de la BCE ont continué de soutenir la croissance de M3. La croissance annuelle de M1 est restée vigoureuse, à 9,3 % (sans changement par rapport à avril), et a continué d'apporter la principale contribution à la croissance de M3.

Graphique 9
M3 et ses contreparties

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



Source : BCE.

Notes : Les « contreparties domestiques autres que les créances sur les administrations publiques » comprennent les engagements financiers à long terme des IFM (y compris le capital et les réserves), les concours des IFM au secteur privé et les autres contreparties. La dernière observation se rapporte à mai 2017.

Les contreparties domestiques demeurent le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large. En premier lieu, les achats de titres de créance par l'Eurosystème réalisés dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) ont continué d'avoir un impact positif considérable sur la croissance de M3 (cf. les barres orange du graphique 9). En second lieu, le redressement progressif de la croissance des concours au secteur privé et le taux de variation annuel fortement négatif des engagements financiers à long terme des institutions financières monétaires (IFM) (hors capital et réserves) ont eu des effets positifs sur la croissance de M3 (cf. les barres bleues du graphique 9). La poursuite du remboursement net des titres de créance à long terme par les IFM s'explique en partie par le profil plat de la courbe des rendements, en liaison avec les mesures de politique monétaire de la BCE, ce qui a réduit l'intérêt, pour les investisseurs, de détenir des dépôts à long terme et des obligations bancaires. La disponibilité 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.

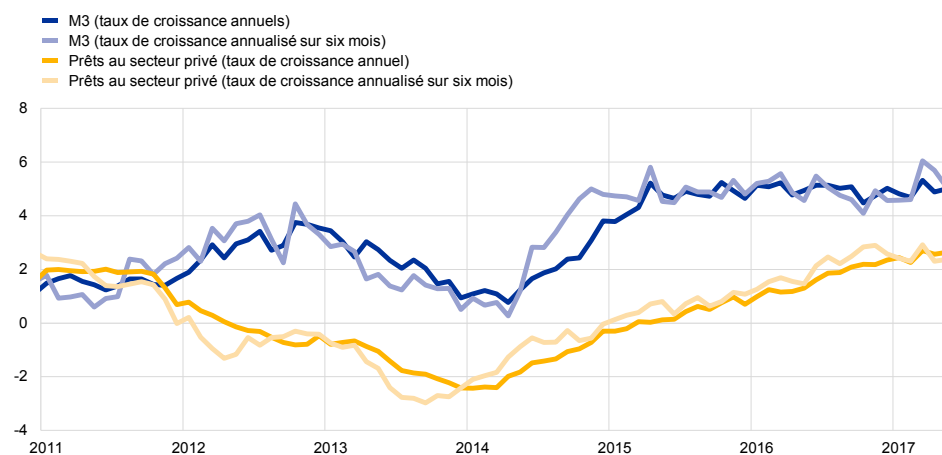
En revanche, la contribution des créances des IFM hors Eurosystem sur les administrations publiques est restée négative (cf. les barres vertes du graphique 9).

La position extérieure nette du secteur des IFM continue d'exercer une pression à la baisse sur la croissance annuelle de M3 (cf. les barres jaunes du graphique 9). Cette évolution reflète en partie un rééquilibrage des portefeuilles au détriment des titres de créance de la zone euro, suscité par le programme étendu d'achats d'actifs de la BCE (APP), notamment les cessions d'emprunts publics de la zone euro par les non-résidents.

Le redressement de la croissance des prêts se poursuit. Le taux de croissance annuel des prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle) a été stable en mai (cf. graphique 10). Dans tous les secteurs, le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières (SNF) est resté stable, à 2,4 % en mai, tandis que celui des prêts aux ménages a augmenté, passant à 2,6 % après 2,4 % en avril. La baisse significative des taux débiteurs bancaires observée dans la zone euro depuis l'été 2014 (notamment en raison des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE) et l'amélioration globale de l'offre et de la demande de prêts bancaires ont favorisé le redressement de la croissance des prêts. De plus, les banques ont réalisé des progrès en matière d'assainissement de leurs bilans, même si le niveau des créances douteuses demeure élevé dans certains pays et pourrait peser sur la distribution du crédit bancaire.

Graphique 10
M3 et prêts au secteur privé

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



Source : BCE.

Notes : Les prêts sont corrigés des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dernière observation se rapporte à mai 2017.

D'après l'enquête de juillet 2017 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, la croissance des prêts a continué d'être soutenue par l'assouplissement des conditions d'octroi des crédits et par l'augmentation de la demande de prêts des sociétés non financières et des ménages. Au deuxième trimestre 2017, les critères d'attribution des prêts aux entreprises et des prêts au logement consentis aux ménages se sont assouplis. La pression concurrentielle est restée le principal

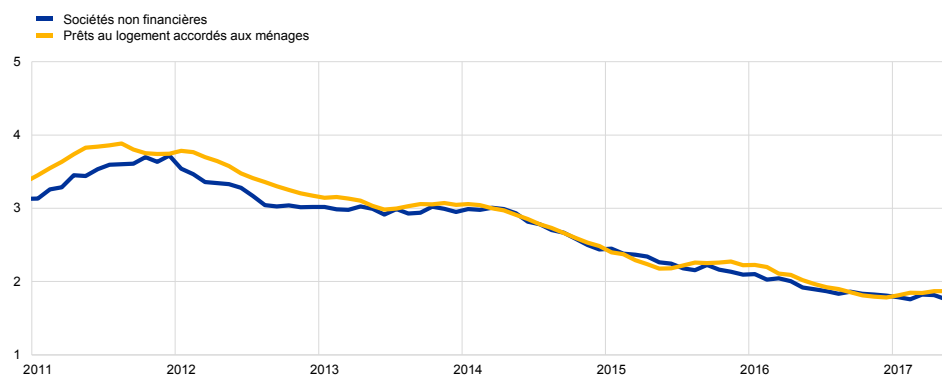
facteur à l'origine de l'assouplissement de ces critères. Les banques ont également déclaré que la demande nette de prêts était en hausse pour toutes les catégories de prêts. L'activité de fusion-acquisition, la FBCF, la faiblesse générale des taux d'intérêt et les perspectives favorables sur le marché de l'immobilier résidentiel ont apporté de fortes contributions positives à la demande de prêts. Selon les banques déclarantes, les TLTRO de la BCE ont continué d'avoir un effet d'assouplissement principalement sur les modalités et conditions attachées aux prêts. 63 % des banques de la zone euro interrogées ont indiqué qu'elles ont participé à la quatrième et dernière opération dans le cadre de la TLTRO II essentiellement pour des raisons de rentabilité. Enfin, les banques de la zone euro ont également déclaré qu'elles avaient continué de s'adapter aux mesures réglementaires et prudentielles au premier semestre 2017 en renforçant de nouveau leurs fonds propres.

La baisse des taux débiteurs bancaires s'est stabilisée depuis début 2017, ces taux demeurant proches de leurs points bas historiques. En mai 2017, les taux débiteurs bancaires composites ressortaient à 1,76 % pour les prêts aux SNF, égalant le point bas historique observé en février 2017, et à 1,87 % pour les prêts au logement (cf. graphique 11). Les taux d'intérêt composites sur les prêts consentis aux SNF et aux ménages ont enregistré un recul plus marqué que les taux de référence du marché depuis l'annonce, en juin 2014, des mesures d'assouplissement du crédit de la BCE. Entre mai 2014 et mai 2017, les taux débiteurs composites des prêts consentis aux SNF et aux ménages de la zone euro ont fléchi de 117 et 104 points de base, respectivement. La réduction des taux des prêts bancaires consentis aux SNF a été particulièrement forte dans les pays vulnérables, ce qui indique une transmission plus homogène de la politique monétaire aux taux débiteurs des banques dans la zone euro. Au cours de la même période, l'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de très faible montant (inférieur ou égal à 250 000 euros) et ceux appliqués aux prêts de montant élevé (supérieur à 1 million d'euros) dans la zone euro s'est nettement resserré. Cette évolution indique que les petites et moyennes entreprises ont généralement profité dans une plus large mesure que les grandes entreprises de la baisse des taux débiteurs bancaires.

Graphique 11

Taux débiteurs bancaires composites appliqués aux sociétés non financières et aux ménages

(en pourcentage annuel)



Source : BCE.

Notes : Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agrégeant les taux à court terme et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. La dernière observation se rapporte à mai 2017.

Les émissions nettes de titres de créance par les SNF de la zone euro se sont ralenties au deuxième trimestre 2017. Les dernières données de la BCE montrent que les émissions nettes de titres de créance par les SNF se sont ralenties en avril et en mai 2017. Selon les données de marché récentes, l'activité d'émission s'est renforcée en juin. Les émissions nettes d'actions cotées par les SNF sont restées modérées au deuxième trimestre 2017 et ont été freinées par d'importants rachats d'actions en mai.

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

Selon les estimations, le coût nominal total du financement externe des SNF, qui comprend le crédit bancaire, l'émission de dette sur le marché et le financement par émission d'actions, a légèrement augmenté, ressortant à 4,3 % environ en juin et pour la première quinzaine de juillet 2017. Le coût du financement s'inscrit désormais à quelque 30 points de base au-dessus de son point bas historique de juillet 2016, mais il reste sensiblement inférieur au niveau observé à l'été 2014. La récente augmentation du coût total du financement reflète essentiellement une hausse du coût des fonds propres. En revanche, le coût de l'endettement, exprimé comme la moyenne pondérée du coût des crédits bancaires et du coût de l'endettement de marché, fluctue autour de son point bas historique depuis août 2016.

Encadrés

1 Convergence et ajustement dans les États baltes

Au cours des vingt dernières années, les États baltes ont su maintenir un taux particulièrement élevé de convergence vers le revenu moyen par habitant de l'UE. Malgré la sévérité de la crise, cette forte convergence a rapidement repris après l'important ajustement des déséquilibres intervenu en 2008-2009. Cet encadré examine la performance sur le long terme de l'Estonie, de la Lettonie et de la Lituanie, ainsi que les défis auxquels ces pays ont été récemment confrontés.

Les États baltes sont très petits. Conjointement, ils ne représentent que 0,4 % du PIB et 1,8 % de la population de la zone euro. Ces trois pays ont adhéré à l'UE en 2004, avec un revenu par habitant représentant, en moyenne, 44 % de celui de la zone euro. Depuis lors, ils ont tous poursuivi un programme économique fortement axé sur la libéralisation des marchés et sur les entreprises, mais ils ont accumulé de graves déséquilibres au cours de la période précédant la crise financière de 2008. L'ajustement économique qui a suivi la crise a été soudain et très rapide. L'Estonie avait déjà adopté la monnaie unique en 2011, puisqu'elle satisfaisait à l'ensemble des critères de Maastricht, et elle bénéficiait d'une situation budgétaire très saine malgré le sévère ajustement macroéconomique en cours. La Lettonie et la Lituanie ont adopté l'euro en 2014 et 2015, respectivement.

Ces trois pays sont différents à bien des égards, mais ils partagent un certain nombre de caractéristiques fondamentales : un degré très élevé d'ouverture financière et commerciale et une très forte mobilité du travail ; une flexibilité économique élevée, avec des négociations salariales principalement au niveau de l'entreprise ; un cadre institutionnel aux conditions relativement bonnes ; et de faibles niveaux de dette publique (cf. tableau). La plupart de ces caractéristiques sont généralement considérées comme favorables à la convergence réelle. Dans le même temps, la grande ouverture de ces pays a également été source de vulnérabilité macroéconomique et a posé des défis spécifiques en matière de politique économique. En particulier, gérer le cycle d'activité dans un contexte de volatilité des flux de capitaux s'est révélé difficile.

Tableau

Sélection de caractéristiques nationales – 2015

	Ouverture commerciale (exportations et importations rapportées au PIB)	Ouverture financière (pourcentage de succursales étrangères dans le total des actifs du système bancaire)	Degré de coordination des négociations salariales*	Conditions du cadre institutionnel** (quatre principaux indicateurs de gouvernance mondiale)	Dette publique (pourcentage du PIB)
États baltes	142 %	78 %	1,00	1,06	30 %
Zone euro	88 %	13 %	2,63	1,18	90 %

Sources : Commission européenne, Banque mondiale, Base de données sur les caractéristiques institutionnelles des syndicats, la fixation des salaires, les interventions de l'État et les conventions sociales (*Database on Institutional Characteristics of Trade Unions, Wage Setting, State Interventions and Social Pacts*).

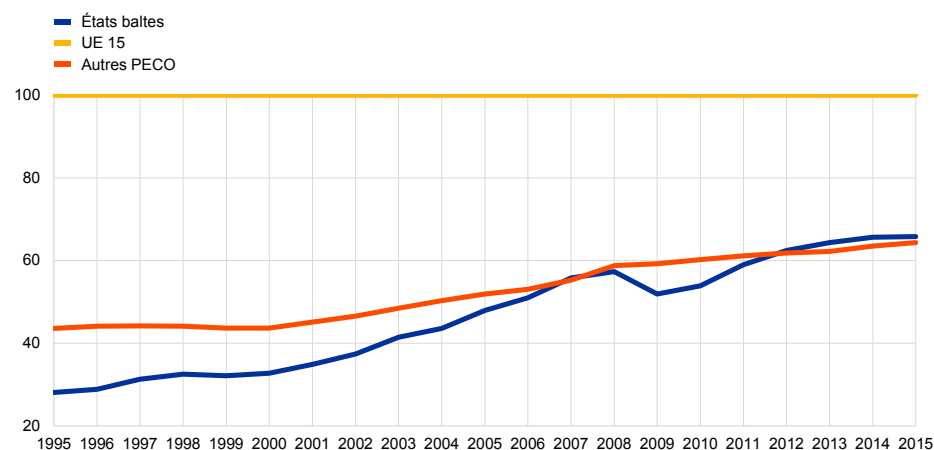
Notes : * Le degré de coordination des négociations salariales recouvre cinq catégories : 1 les négociations ont lieu principalement au plan local ou au niveau de l'entreprise, 2 les négociations ont lieu au niveau intermédiaire ou, alternativement, au niveau du secteur et de l'entreprise, 3 les négociations ont lieu principalement au niveau du secteur ou de la branche, 4 les négociations ont lieu au niveau intermédiaire ou, alternativement, de façon centralisée et au niveau de la branche, 5 les négociations ont lieu principalement de façon centralisée ou entre branches. ** « Les conditions du cadre institutionnel » se rapportent au sous-indicateur des indicateurs de gouvernance mondiale (*Worldwide Governance Indicators - WGI*) de la Banque mondiale qui recouvre la moyenne des composantes suivantes : État de droit, qualité de la réglementation, efficacité des pouvoirs publics et maîtrise de la corruption. La moyenne pour les États baltes est non pondérée.

Dans une perspective de long terme, la performance des États baltes en matière de convergence a été remarquable. Les États baltes comptent parmi les quelques pays de la zone euro (avec la Slovaquie) dont le PIB en volume par habitant en termes de standard de pouvoir d'achat (SPA) a affiché une forte convergence vers la moyenne de l'UE au cours des vingt dernières années. Tandis qu'en 1995, leur revenu moyen par habitant (en SPA) ne s'établissait qu'à 28 % environ de la moyenne de l'UE 15, en 2015, il ressortait à 66,5 % (cf. graphique A). Il convient également de noter que les trois États baltes ont tous enregistré une forte baisse de leur PIB en volume en 2008 et en 2009, mais ont bénéficié d'une reprise vigoureuse par la suite.

Graphique A

PIB par habitant par rapport à l'UE 15

(SPA, UE 15 = 100)



Source : Commission européenne.

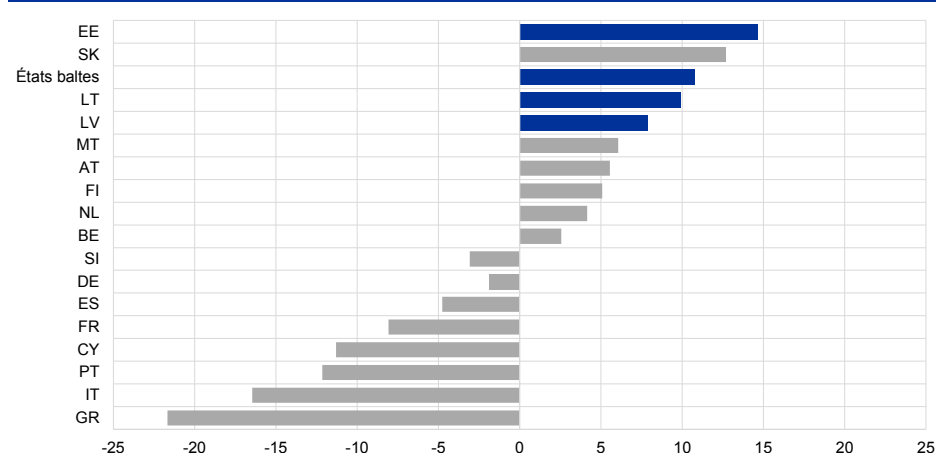
Notes : « Autres PECO » est une moyenne des niveaux de revenu par habitant de sept autres pays d'Europe centrale et orientale qui ont adhéré à l'UE en 2004 et en 2007, à savoir la Bulgarie, la République tchèque, la Hongrie, la Pologne, la Roumanie, la Slovaquie et la Slovaquie. Le terme UE 15 se rapporte aux 15 États membres de l'Union européenne au 31 décembre 2003, avant l'adhésion à l'UE des nouveaux États membres, à savoir l'Autriche, la Belgique, le Danemark, la Finlande, la France, l'Allemagne, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, le Portugal, l'Espagne, la Suède et le Royaume-Uni.

La performance des États baltes en termes de convergence à long terme a dépassé l'évolution attendue au vu de leur niveau de revenu initial. La forte performance des États baltes en matière de convergence doit être évaluée au

regard du niveau de revenu initialement très bas qu'ils affichaient au début de leur transition vers l'économie de marché au milieu des années 1990. Toutefois, leur performance a dépassé ce que l'on pouvait attendre d'une équation reliant les niveaux initiaux de revenu par habitant à la croissance sur la période allant de 1999 à 2015. C'est ce qui ressort du graphique B, qui montre que les États baltes, ainsi que la Slovaquie, ont affiché une performance nettement supérieure à la prévision du modèle simple de rattrapage.

Graphique B

Croissance du PIB par habitant 1999-2015 (en SPA, prix de marché) – différence entre la croissance effective et la croissance attendue sur la base du niveau de revenu initial



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Sur la base d'une équation linéaire sur plusieurs pays de l'UE, dans laquelle la croissance cumulée du PIB par habitant exprimé en pourcentage du PIB par habitant de l'UE (en SPA) entre 1999 et 2015 est régressée sur le PIB initial par habitant exprimé en pourcentage du PIB par habitant de l'UE (en SPA) en 1999. De façon plus formelle : $\Delta y_i, 1999-2015 = \alpha + \beta y_i, 1999 + \varepsilon_i$ ($R^2=0,62$) ; où $\Delta y_i, 1999-2015$ correspond à la croissance cumulée du PIB par habitant entre 1999 et 2015 ; $y_i, 1999$ au niveau initial de revenu par habitant (en SPA), et ε_i est un terme d'erreur. L'échantillon ne tient pas compte de l'Irlande, considérée comme une valeur aberrante en raison du changement de niveau du PIB observé en 2015, qui résulte largement de l'impact statistique de la restructuration, par les entreprises multinationales, de leurs bilans. Le Luxembourg est également exclu, les calculs relatifs au PIB par habitant étant faussés par le nombre important de travailleurs transfrontaliers.

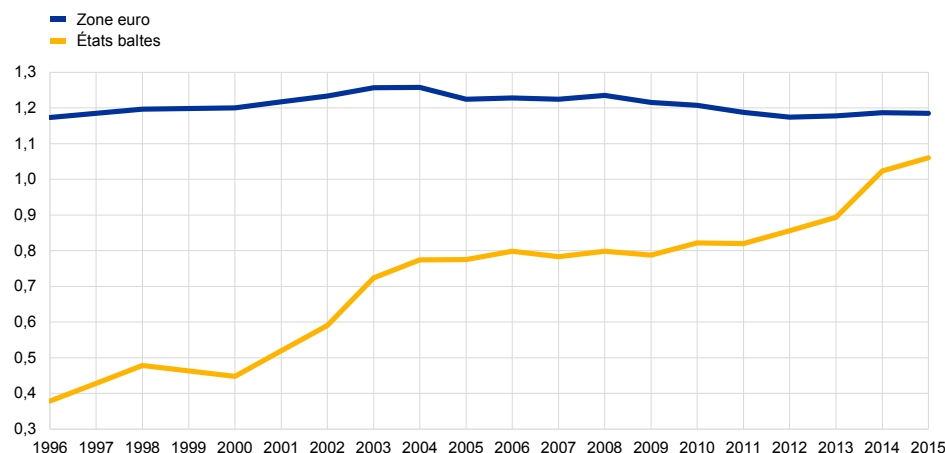
La nette amélioration de la qualité des institutions dans les États baltes est l'une des raisons pouvant expliquer la forte performance de ces pays en matière de convergence (cf. graphique C). Les indicateurs de gouvernance mondiale (*Worldwide Governance Indicators*) de la Banque mondiale, qui sont un

indicateur composite de la qualité des institutions, suggèrent que cette dernière s'est nettement améliorée dans les États baltes – en particulier en Estonie – au cours des dernières décennies. Cette amélioration a été particulièrement rapide durant les années précédant l'adhésion à l'UE. L'harmonisation de la réglementation avec l'UE avant l'adhésion (c'est-à-dire l'adoption de l'acquis communautaire) y a probablement fortement contribué.

Graphique C

Indicateur de gouvernance mondiale (indice livré)

(indicateur synthétique sur la base du classement moyen de quatre sous-indicateurs)



Source : Banque mondiale.

Notes : L'indice livré est une moyenne des sous-indicateurs suivants : qualité de la réglementation, efficacité des pouvoirs publics, maîtrise de la corruption et État de droit. Un indice plus élevé dénote une meilleure performance relative en termes de qualité des institutions.

Les États baltes étaient très vulnérables au début de la crise financière,

en 2008. Les trois pays affichaient tous des déficits courants très élevés, proches de ou supérieurs à 10 % du PIB en 2007, reflétant une envolée non soutenable de la demande intérieure financée par des entrées de capitaux. Ces importants écarts de financement externes ont rendu les États baltes vulnérables à l'arrêt brutal des flux de capitaux observé fin 2008 et en 2009. Ces importants déséquilibres externes reflétaient en partie une forte détérioration de la compétitivité-coût dans un contexte de croissance très rapide des coûts unitaires de main-d'œuvre, sous l'effet d'une hausse rapide des salaires (entre 2004 et 2007, la rémunération réelle par tête a augmenté à un taux annuel moyen de 15,8 %, 25,2 % et 15 %, respectivement, en Estonie, en Lettonie et en Lituanie). Des vulnérabilités s'étaient également formées dans le système financier. L'approfondissement financier s'est rapidement accentué dans les États baltes durant les années précédant la crise, à partir, cependant, d'un niveau très bas. Plusieurs mesures macroprudentielles et de politique monétaire introduites avant la crise (en particulier les relèvements du ratio de réserves obligatoires) ont été insuffisantes pour prévenir l'apparition de déséquilibres. De plus, elles ont été partiellement contournées par les banques à capitaux étrangers exerçant leur activité dans la région.

La crise a durement frappé les États baltes, mais l'ajustement des

déséquilibres a été très rapide. Grâce à l'ajustement rapide des soldes budgétaires et des bilans du secteur privé, les États baltes ont pu éviter l'accumulation d'un endettement excessif. De plus, le recul rapide du chômage a contribué à réduire le risque d'hystérèse, évitant ainsi des conséquences durables pour la croissance potentielle.

L'ajustement du compte des transactions courantes dans les États baltes

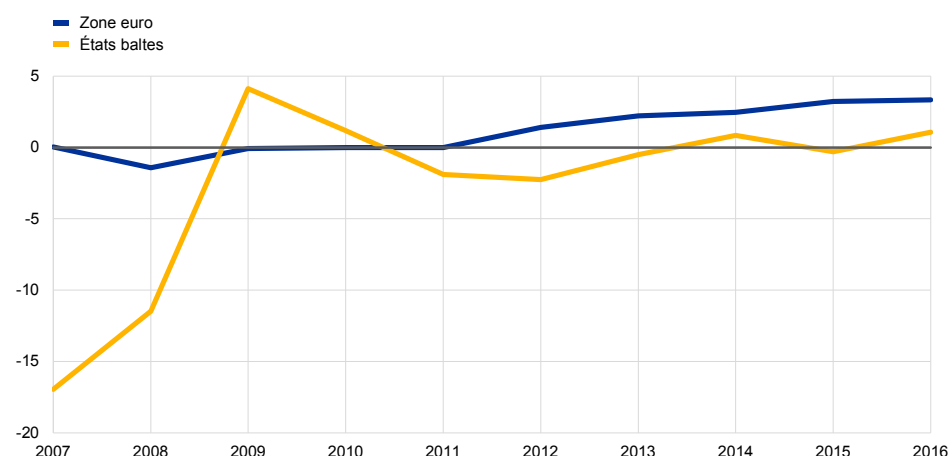
suscité par l'arrêt brutal des flux de capitaux est intervenu rapidement. Comme le montre le graphique D, le solde des transactions courantes des États baltes était

déjà devenu positif en 2009. Le défaut d'absorption des importations et l'accélération des exportations en 2010, sous l'effet de l'ajustement interne et des liens commerciaux avec les régions à croissance rapide, ont été les principaux facteurs à l'origine de l'ajustement de l'écart de financement externe. Durant la crise, tandis que les pays de la zone euro affichant d'importants déficits des transactions courantes ont eu accès à une abondante liquidité de banque centrale en remplacement des flux de capitaux privés, les États baltes ont dû faire face sur une courte période à un important ajustement de leurs soldes courants, faute de sources de financement. Seule la Lettonie a reçu, de la part de l'UE et du Fonds monétaire international (FMI), une aide en matière de balance des paiements visant à combler une partie de l'écart externe par des fonds publics.

Graphique D

Compte des transactions courantes

(en pourcentage du PIB)



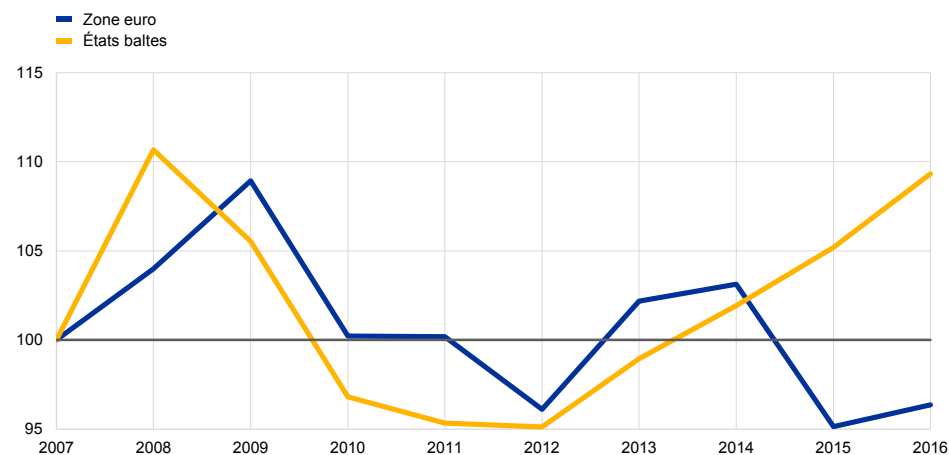
Source : Commission européenne.

L'ajustement externe des États baltes a été facilité par une dévaluation douloureuse mais efficace (cf. graphique E). Au moment de l'arrêt brutal des entrées de capitaux en 2008-2009, un ajustement significatif du taux de change réel, qui était surévalué, était nécessaire dans les trois pays. Pour diverses raisons, chacun d'eux a choisi une stratégie de dévaluation interne. L'ajustement du chômage a également été relativement rapide (cf. graphique F). Le chômage a atteint un pic en 2010, à 16,7 %, 19,5 % et 17,8 %, respectivement, en Estonie, en Lettonie et en Lituanie mais il a ensuite fortement reculé et, en 2015, il ressortait à 6,2 % en Estonie, à 9,9 % en Lettonie et à 9,1 % en Lituanie.

Graphique E

Taux de change effectif réel

(indice : 2007 = 100, coûts unitaires de main-d'œuvre déflatés, 37 partenaires commerciaux)

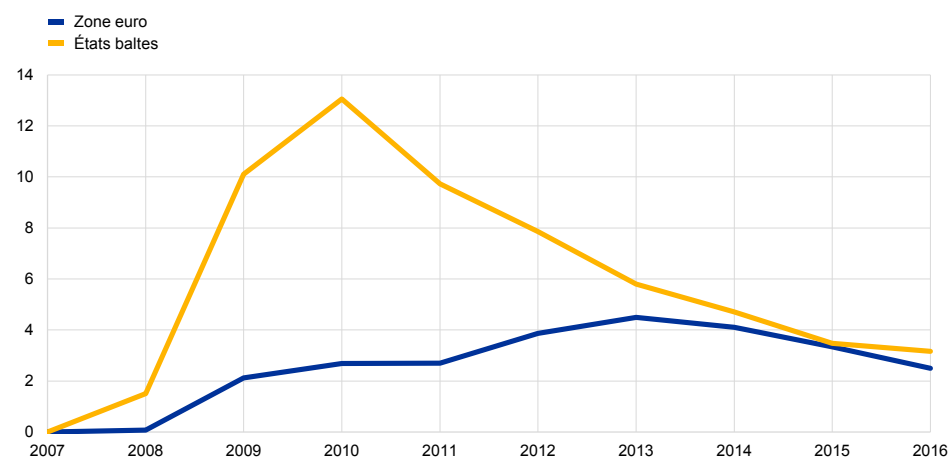


Source : BCE.

Graphique F

Taux de chômage

(variations en points de pourcentage par rapport à 2007)



Source : BCE.

Cet ajustement relativement rapide dans les États baltes a été en partie facilité par un fort rebond initial de la croissance de l'emploi, grâce à un ajustement des coûts de main-d'œuvre. De plus, l'émigration importante vers la Scandinavie et l'Europe occidentale a joué un rôle clé. L'incidence de ces flux migratoires est complexe. S'ils ont contribué à l'atténuation des tensions sur le marché du travail ainsi qu'à la balance des paiements *via* d'importants transferts de fonds des travailleurs migrants, ils ont néanmoins favorisé également une baisse de l'offre de travail et des évolutions démographiques défavorables. Depuis l'adhésion des États baltes à l'UE en 2004, la population a baissé de 3 %, 12 % et 14 %, respectivement, en Estonie, en Lettonie et en Lituanie, sous l'effet notamment de l'émigration de jeunes travailleurs.

À plus long terme, les États baltes devront faire face à un certain nombre de défis économiques. Il leur faudra notamment : (1) préserver leur compétitivité dans un contexte de forte hausse des salaires et de ralentissement de la croissance de la productivité ; (2) éviter le « piège du revenu intermédiaire » (*middle income trap*) ; et (3) gérer un cycle d'activité volatil au sein de l'UEM.

(1) Au cours des trois dernières années, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont fortement augmenté dans les États baltes, ce qui dénote une érosion graduelle de la compétitivité. Le ralentissement important de la croissance de la productivité, parallèlement à une accélération de la hausse de la rémunération réelle par tête en sont les principales raisons. Les tensions sur le marché du travail ont joué un rôle clé dans la récente accélération de la croissance des salaires dans les États baltes, le taux de chômage ressortant déjà à 6,8 % en Estonie, à 9,6 % en Lettonie et à 7,9 % en Lituanie en 2016. Dans le contexte d'un marché du travail relativement flexible, l'apparition de tensions sur les salaires dans ces circonstances est le signe qu'une large part de ce chômage est structurel et qu'il existe une inadéquation des compétences dans l'économie. Si les flux migratoires ont constitué un canal d'ajustement utile durant les années de récession, la poursuite de l'émigration nette malgré la reprise économique a, en revanche, contribué aux tensions sur le marché du travail. Globalement, il apparaît toutefois que le rythme de croissance des salaires ne peut s'expliquer par les seules tensions sur le marché du travail. La dynamique des salaires dans ces pays a également été influencée par de fortes hausses du salaire minimum. Les politiques visant à remédier à l'inadéquation des compétences et à favoriser la croissance de la productivité, ainsi que les efforts visant à garantir une augmentation des salaires cohérente avec la croissance de la productivité, seront par conséquent très importants.

(2) L'expérience internationale tend à montrer que les pays ayant atteint un niveau de revenu intermédiaire, comme les États baltes, ont du mal à accroître la convergence et à atteindre un niveau de revenu élevé. Selon une étude de la Banque mondiale, sur 101 économies à revenu intermédiaire en 1960, seules 13 étaient devenues des économies à haut revenu en 2008 ³. Au stade de développement correspondant au revenu intermédiaire, la possibilité de doper la productivité à partir du transfert intersectoriel de main-d'œuvre, de l'agriculture vers des secteurs plus productifs tels que le secteur manufacturier, est généralement limitée, et la croissance de la productivité dépend alors de plus en plus d'activités fondées sur l'innovation. Plusieurs facteurs sont susceptibles de réduire la probabilité qu'un pays tombe dans le « piège du revenu intermédiaire », comme par exemple des institutions fortes, un faible taux de dépendance des personnes âgées, une part d'investissement élevée et des échanges commerciaux et une production diversifiés ⁴.

(3) La gestion des fluctuations du cycle d'activité reste un défi important à moyen terme pour les États baltes. Un des enseignements essentiels de la crise

³ Cf. « *China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative High-Income Society* », Banque mondiale, 2012.

⁴ Cf. Aiyar (S.), Duval (R.), Puy (D.), Wu (Y.) et Zhang (L.), « *Growth Slowdowns and the Middle-Income Trap* », *IMF Working Paper*, n° 13/71, Fonds monétaire international, mars 2013.

est qu'une petite économie ouverte de la zone euro soumise à des flux de capitaux instables doit encore plus que les autres pays de la zone mettre l'accent sur les politiques contracycliques. Ces considérations soulignent l'importance du recours actif aux outils de politique macroprudentielle contracycliques afin de limiter l'accumulation de vulnérabilités financières au cours du cycle. Dans le même temps, il est également important de mener une politique budgétaire contracyclique. Cela signifie que, en phase d'expansion, les États baltes devront constituer des réserves budgétaires adéquates pour faire face à une volatilité potentiellement plus élevée de la croissance économique. Ils pourront alors laisser les stabilisateurs automatiques agir pendant les phases de récession et éviter la nécessité d'un resserrement procyclique de la politique budgétaire.

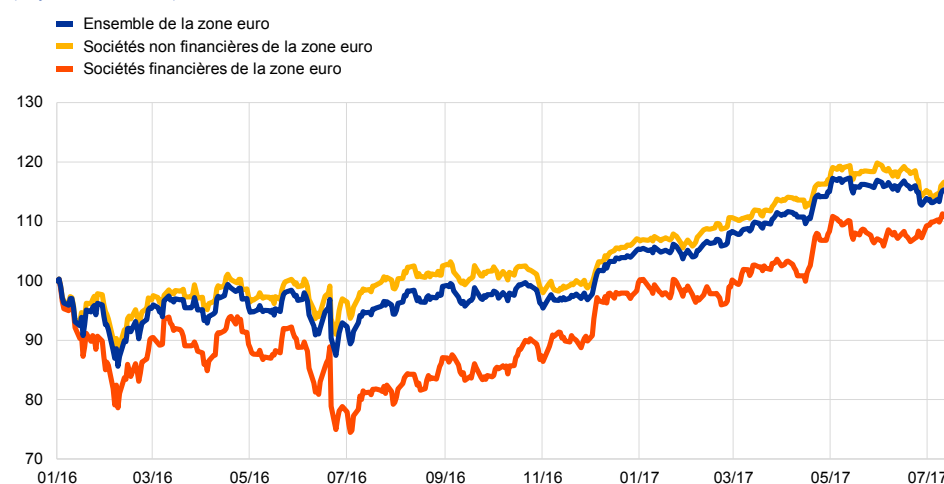
Les récents déterminants des prix des actions de la zone euro

Après le point bas enregistré à la suite du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE, les marchés boursiers de la zone euro ont enregistré des hausses notables (cf. graphique A). Par rapport à début juillet 2016, les augmentations se sont inscrites à quelque 40 % pour les banques et 20 % pour les sociétés non financières.

Graphique A

Indices boursiers de la zone euro

(1^{er} janvier 2016 = 100)



Sources : Thomson Reuters DataStream et calculs de la BCE.
Note : La dernière observation se rapporte au 19 juillet 2017.

À l'aide d'un modèle d'actualisation des dividendes, le présent encadré analyse les facteurs à l'origine de la hausse du prix des actions depuis juillet 2016. Les modèles d'actualisation des dividendes permettent de décomposer les variations des prix des actions en contributions de trois facteurs :

(a) les modifications des anticipations de flux de trésorerie futurs générés par les actions sous la forme de dividendes ; (b) les évolutions du taux sans risque à long terme ; et (c) les évolutions de la « prime de risque sur actions ». La somme de la prime de risque sur actions et du taux sans risque à long terme constitue le taux de rendement attendu pour une action, à partir duquel les dividendes futurs sont actualisés, la prime de risque sur actions représentant la compensation du risque, ou le rendement supplémentaire, exigé par les investisseurs pour détenir des actions plutôt que des obligations à long terme.

Dans la mesure où les dividendes attendus, les taux d'intérêt sans risque à long terme et les prix des actions peuvent être observés par le biais des données des marchés financiers, la prime de risque sur actions peut être calculée en faisant correspondre la somme actualisée des flux de trésorerie futurs aux prix de marché des actions. La trajectoire future des dividendes attendus, toutefois, est par essence inobservable et devrait donc faire l'objet d'une

approximation sur la base des indicateurs observables associés à des hypothèses économiquement vraisemblables.

Le modèle d'actualisation des dividendes est mis en œuvre ici en faisant l'hypothèse que le taux de croissance attendu des dividendes varie au cours de différentes périodes et converge vers une valeur de long terme constante.

Ce modèle à trois périodes se fonde sur l'hypothèse de trois périodes distinctes de croissance du dividende : (a) une période initiale durant laquelle les dividendes croissent de manière constante à un rythme g_a ; (b) une période intermédiaire, au cours de laquelle le taux de croissance initial converge linéairement vers un taux de croissance à long terme (g_n) ; et (c) une période finale indéfinie, où les dividendes croissent au taux annuel de long terme constant (g_n). En utilisant le dividende actuel, cette hypothèse de séquence des taux de croissance permet de retracer l'évolution complète des dividendes futurs attendus.

Selon ces hypothèses relatives aux taux de croissance des dividendes futurs, la prime sur actions s'obtient aisément à partir du rendement du dividende (*dividend yield*) et du taux sans risque observés. La prime est calculée à partir de l'expression figurant dans l'équation, qui représente une approximation du modèle d'actualisation des dividendes à trois périodes, également appelé « *H-model* »⁵. Dans l'équation, r représente le taux de rendement exigé par les investisseurs pour une action (ou un indice boursier), r_f le taux sans risque à long terme, ERP la prime de risque sur actions, et D_0/P_0 le rendement actuel du dividende (*dividend yield*), tandis que g_a et g_n sont les deux paramètres de croissance des dividendes décrits précédemment. Le paramètre H correspond à la durée de la période initiale (première période) augmentée de la moitié de la période intermédiaire (deuxième période). Dans la mise en œuvre du modèle, le taux de croissance initial des dividendes (première période) (g_a) est approximé par les projections de bénéfices à « long terme » de l'I/B/E/S⁶ et le taux de croissance à long terme (g_n) (troisième période) par les anticipations de croissance à long terme du PIB en rythme annuel de *Consensus Economics*. Les prix des actions et les dividendes initiaux sont tirés directement des marchés financiers, tandis que le taux sans risque à long terme est calibré selon le taux des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans. Ce dernier est déduit du taux de rendement exigé pour calculer la prime de risque sur actions. Les évolutions de l'indice boursier peuvent ensuite être décomposées en modifications des anticipations de croissance (telles qu'elles ressortent des évolutions des paramètres g), évolutions du taux sans risque à long terme, ou modifications de la valeur calculée de la prime sur actions.

$$r = r_f + ERP = \frac{D_0}{P_0} [(1 + g_n) + H(g_a - g_n)] + g_n$$

En termes cumulés, la hausse des prix des actions entre début juillet 2016 et janvier 2017 est principalement imputable à une baisse de la prime de risque

⁵ Cf. Fuller (R.J.) et Hsia (C.-C.), « A simplified common stock valuation model », *Financial Analysts Journal*, 40(5), septembre-octobre 1984, p. 49-56.

⁶ L'*Institutional Brokers Estimate System* (IBES) fournit des estimations composites de taux de croissance annuels anticipés des bénéfices par action sur une période comprise entre trois et cinq ans.

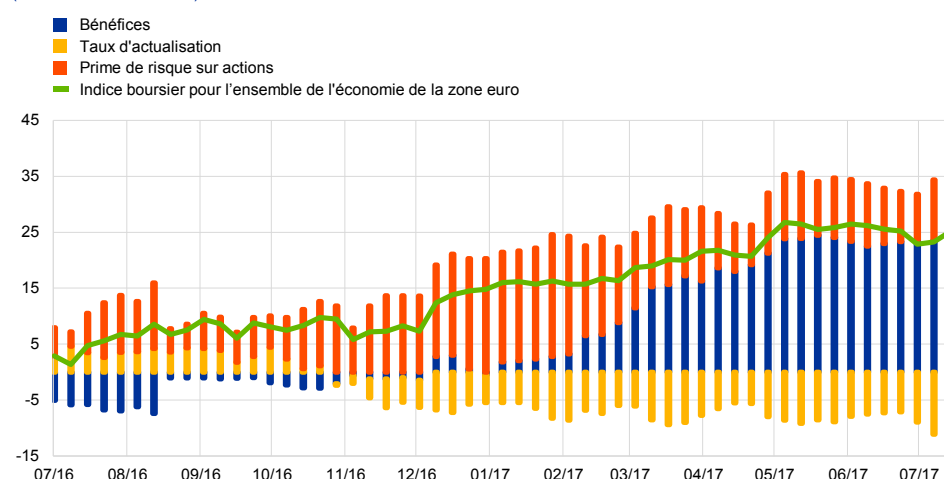
sur actions (cf. graphique B). Le graphique B présente les contributions cumulées aux variations des prix des actions dans la zone euro, les contributions positives liées à la baisse de la prime de risque sur actions ayant été particulièrement manifestes autour de la période de l'élection présidentielle aux États-Unis ⁷.

Depuis début 2017, toutefois, les anticipations relatives à la croissance des bénéfices concernant les entreprises de la zone euro se sont nettement redressées et sont devenues le principal facteur de la poursuite de la hausse des prix des actions. Cette amélioration des anticipations de bénéfices a été conforme à l'amélioration globale de l'environnement macroéconomique de la zone euro, comme le montrent également les valeurs élevées affichées, par exemple, par l'indice de surprise économique de Citigroup ou les indices des directeurs d'achat de la zone euro. Sur l'ensemble de la période, la baisse des primes de risque sur actions et l'amélioration des anticipations de bénéfices qui ont suivi ont largement contrebalancé la hausse des rendements à long terme depuis l'automne 2016.

Graphique B

Décomposition suivant le modèle d'actualisation des dividendes des évolutions cumulées sur les prix boursiers de la zone euro

(données hebdomadaires)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.
Note : La dernière observation se rapporte au 14 juillet 2017.

D'un point de vue historique, l'estimation actuelle de la prime de risque sur actions dans la zone euro n'est pas basse (cf. graphique C), ce qui indique que la valorisation des actions n'est pas particulièrement élevée par rapport à celle des obligations. L'estimation de la prime de risque sur actions de la zone euro a nettement augmenté pour s'établir à des niveaux compris entre 6 % et 8 % au lendemain de la crise financière de 2008. Cela étant, la prime de risque sur actions, comme n'importe quelle prime de risque intégrée dans les prix des marchés financiers, n'est pas observable. Dès lors, toute mesure (y compris celle présentée

⁷ Une baisse de la prime de risque sur actions se traduit par une contribution positive aux prix des actions dans le graphique B.

ici) est relativement incertaine et les valeurs estimées de ces primes doivent être interprétées avec prudence.

Graphique C

Prime de risque sur actions de la zone euro résultant du modèle d'actualisation des dividendes, indice global

(en points de pourcentage)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : Estimation établie à partir d'un modèle d'actualisation des dividendes appliqué à l'indice global. La dernière observation se rapporte à juin 2017.

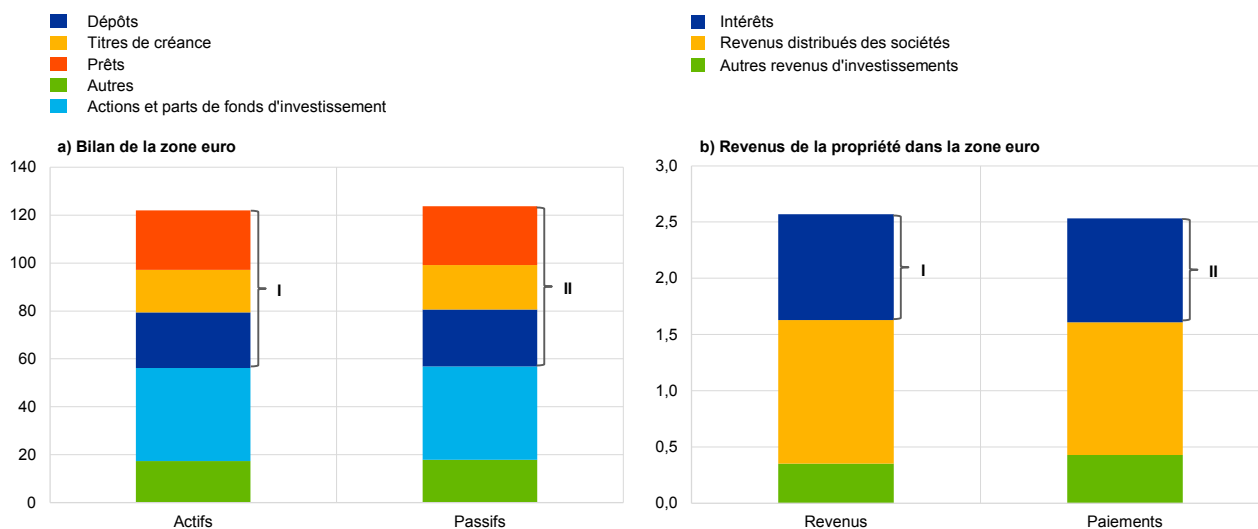
La baisse des taux d'intérêt et les variations sectorielles des revenus d'intérêts

Cet encadré décrit l'impact de la baisse des taux d'intérêt sur les revenus d'intérêts dans les différents secteurs depuis 2008. Il se concentre sur les actifs et les passifs portant intérêts, tels que les dépôts, les titres de créance et les prêts (graphique A)⁸.

Graphique A

Bilan de la zone euro et revenus de la propriété dans la zone euro

(montants en milliers de milliards d'euros)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les données se rapportent à 2016 pour l'économie de la zone euro dans son ensemble. I et II dans les pavés a) et b) représentent les actifs et passifs portant intérêts qui figurent au bilan de la zone euro et les intérêts reçus et versés correspondants des revenus de la propriété dans la zone euro.

Les actifs/passifs portant intérêts détenus par les secteurs et les intérêts reçus et versés permettent de calculer des taux d'intérêt implicites par secteur.

Le graphique A présente le bilan de l'ensemble de l'économie de la zone euro ainsi que les intérêts reçus et versés à cette même échelle⁹. Au niveau sectoriel (ménages, sociétés non financières (SNF), sociétés financières, administrations publiques et reste du monde), ces données permettent de calculer des taux d'intérêt implicites par secteur pour les actifs et passifs portant intérêts. Par exemple, le taux d'intérêt implicite des actifs est obtenu en rapportant les revenus d'intérêts au stock d'actifs notionnel, c'est-à-dire hors effets de valorisation. Les stocks notionnels

⁸ L'analyse s'appuie sur une littérature bien établie qui utilise les comptes sectoriels pour évaluer l'effet distributif de la politique monétaire. Bach et Ando (1957), Cukierman *et al.* (1985), et plus récemment Doepke et Schneider (2006), par exemple, évaluent l'impact des fluctuations des prix et des taux d'intérêt sur le revenu et le patrimoine. Cf. Bach (G.) et Ando (A.), « *The Redistributive Effects of Inflation* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 39, n° 1, 1957, p. 1-13 ; Cukierman (A.), Lennan (K.) et Papadia (F.), « *Inflation-induced redistributions via monetary assets in five European countries: 1974-1982* », dans Mortensen (J.) (éd.), « *Economic Policy and National Accounting in Inflationary Conditions* », *Studies in Banking and Finance*, vol. 2, 1985 ; et Doepke (M.) et Schneider (M.), « *Inflation and the Redistribution of Nominal Wealth* », *Journal of Political Economy*, vol. 114, n° 6, 2006, p. 1069-1097.

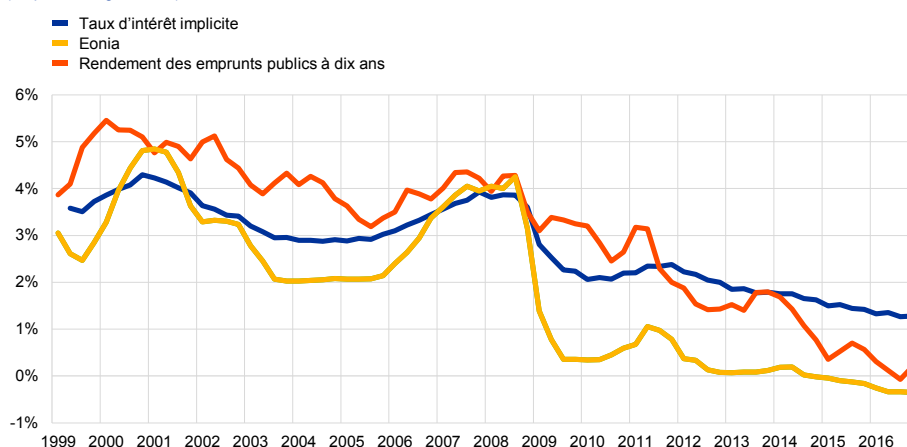
⁹ L'analyse utilise les intérêts reçus et versés après allocation des SIFIM (services d'intermédiation financière indirectement mesurés). Les conclusions ne découlent pas de ce choix.

peuvent être obtenus en cumulant les opérations trimestrielles au fil du temps. En raison de la manière dont les intérêts reçus et versés sont mesurés dans les comptes sectoriels, le taux d'intérêt implicite se rapproche, au plan conceptuel, d'un rendement obligataire à l'émission ¹⁰. Le graphique B indique que le taux d'intérêt implicite des actifs de la zone euro est étroitement lié au taux au jour le jour (Eonia) et au rendement des emprunts publics à long terme. Comme la politique monétaire agit de près sur le taux d'intérêt au jour le jour existant et anticipé, la politique de la BCE influence également *in fine* le taux d'intérêt des actifs portant intérêts au niveau sectoriel. Toutefois, la mesure dans laquelle les variations du taux d'intérêt au jour le jour existant et anticipé se transmettent aux taux d'intérêt sectoriels dépendra également de l'évolution des primes de risques propres à chaque secteur et de la durée moyenne des encours d'actifs portant intérêts ¹¹.

Graphique B

Eonia, rendement des emprunts publics à long terme et estimation du taux d'intérêt implicite pour l'ensemble de l'économie

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters, BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2016. Le taux d'intérêt implicite se rapporte aux actifs de l'ensemble de l'économie de la zone euro. Le taux d'intérêt implicite sur les passifs de l'ensemble de l'économie de la zone euro coïncide avec celui des actifs. Le rendement des emprunts publics à dix ans correspond au taux synthétique pour la zone euro de Thomson Reuters.

Le taux d'intérêt implicite peut être utilisé pour calculer la contribution de la baisse des taux d'intérêt aux variations des revenus d'intérêts nets observées depuis 2008. Pour cela, il faut multiplier le taux d'intérêt implicite par le stock d'actifs notionnel en début de période. De cette façon, on s'assure que l'évolution des intérêts reçus depuis le début de la période sous revue dépend uniquement des variations du taux d'intérêt (« effet prix »). Un calcul similaire est effectué au passif du bilan. Les évolutions du stock d'actifs affectent également la variation totale des revenus d'intérêts (« effet quantité »). Celui-ci est exclu de l'analyse afin de pouvoir mesurer comment la variation des seuls taux d'intérêt redistribue les revenus

¹⁰ Cf. Système européen des comptes - SEC 2010, Eurostat, 2013.

¹¹ Depuis 2014, le rendement des emprunts publics à dix ans a été constamment inférieur au taux d'intérêt implicite pour l'ensemble de l'économie, puisque les variations du taux au comptant ne se reflètent que lentement dans le taux d'intérêt implicite des encours d'actifs assortis d'une durée relativement longue.

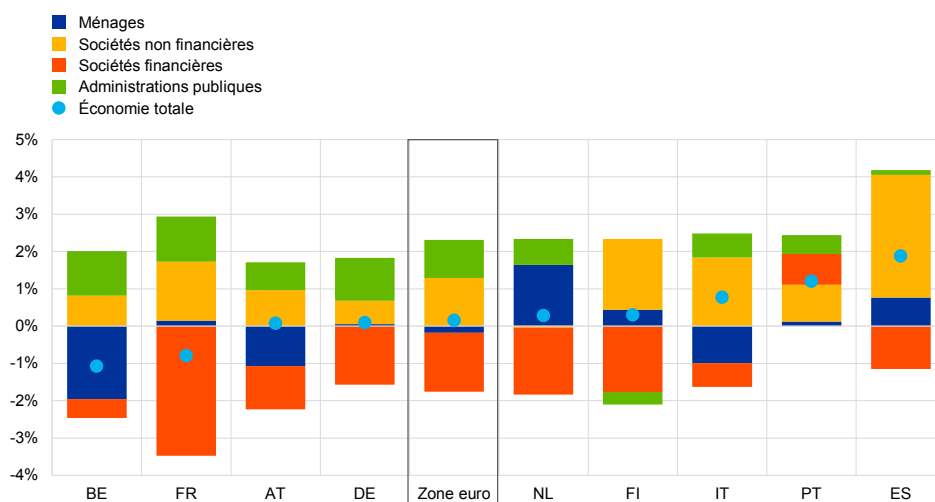
d'intérêts entre les secteurs. Le point de départ de l'analyse est le troisième trimestre 2008, qui marque le début de la phase d'assouplissement actuelle.

Pour l'ensemble de la zone euro, l'impact de la baisse des taux d'intérêt sur les revenus d'intérêts nets a été positif. Le graphique C présente la variation des revenus d'intérêts nets résultant de taux d'intérêt plus bas entre le troisième trimestre 2008 et le quatrième trimestre 2016 dans l'ensemble de la zone euro et dans neuf pays de la zone ¹². Les ménages étant également affectés de façon indirecte par la baisse des taux d'intérêt, *via* leurs investissements en fonds de pension, leurs portefeuilles d'actions d'entreprises ou en tant que contribuables, il est intéressant d'examiner la façon dont l'ensemble de l'économie a été touchée par rapport au reste du monde. Pour l'ensemble de la zone euro et dans la plupart des pays de la zone, l'impact de la baisse des taux d'intérêt sur les revenus d'intérêts nets a été légèrement positif au niveau de l'économie dans son ensemble. L'analyse sectorielle montre clairement que la taille et la composition des bilans par secteur sont des éléments clés pour comprendre l'effet de la baisse des taux sur l'ensemble de l'économie. Le graphique C montre que pour l'ensemble de la zone euro, l'incidence de la baisse des taux d'intérêt sur les revenus d'intérêts nets a été positive pour les SNF et les administrations publiques, tandis qu'elle a été négative pour le secteur financier. S'agissant du secteur des ménages, l'effet a été globalement neutre.

Graphique C

Impact de la baisse des taux d'intérêt sur les revenus d'intérêts nets

(en pourcentage du PIB ; 2008T3 - 2016T4)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les pays sont sélectionnés sur la base de la disponibilité de comptes sectoriels trimestriels. L'ensemble de l'économie se rapporte aux variations des revenus d'intérêts nets par rapport au reste du monde. En raison des différents niveaux d'agrégation, la somme des variations sectorielles des revenus d'intérêts nets n'équivaut pas exactement à la variation des revenus d'intérêts nets par rapport au reste du monde. Calculs établis à partir de moyennes mobiles sur quatre trimestres.

¹² La sélection de pays est motivée par la disponibilité des comptes sectoriels trimestriels sur la période d'échantillonnage.

L'impact direct de la baisse des taux d'intérêt sur le secteur des ménages a été plus hétérogène entre les pays ¹³.

Le graphique C montre que, en Finlande, aux Pays-Bas et en Espagne, le secteur des ménages a tiré avantage de la baisse des taux d'intérêt : dans ces pays, les revenus d'intérêts nets imputables à la baisse des taux se sont accrus. Cela tient au fait que l'endettement des ménages était particulièrement élevé par rapport aux actifs qu'ils détenaient. De plus, la prépondérance des prêts hypothécaires à taux variables (comme en Espagne) accroît également les gains tirés de la baisse des taux d'intérêt. En revanche, en Belgique, en Autriche et en Italie, les ménages ont subi des baisses plus importantes des revenus d'intérêts nets. Dans ces pays, les ménages détiennent une part relativement élevée de leur patrimoine financier sous la forme d'actifs portant intérêts. En Allemagne, en France et au Portugal, la variation des revenus d'intérêts nets du secteur des ménages a été négligeable ¹⁴.

Tandis que les SNF et les administrations publiques comptent parmi les principaux bénéficiaires de la baisse des taux d'intérêt, celle-ci a généralement engendré une perte de revenu pour le secteur financier.

Dans le secteur des SNF, la baisse des taux d'intérêt a entraîné des gains de revenus d'intérêts nets dépassant 1 % du PIB en France, en Finlande, en Italie et en Espagne. Les administrations publiques ont le plus profité de la baisse des taux en Belgique, en France et en Allemagne. Dans les pays les plus lourdement touchés par la crise de la dette souveraine, le secteur des administrations publiques a relativement moins profité de la baisse des taux d'intérêt, en raison de la hausse simultanée des primes de risque souverain. Enfin, à l'exception du Portugal, le secteur financier a globalement perdu des revenus d'intérêts depuis le troisième trimestre 2008, surtout en France. Cela tient au fait que le secteur financier (incluant les institutions financières monétaires, les sociétés d'assurance et les fonds de pension, et les autres institutions financières) détient en moyenne davantage d'actifs portant intérêts que de passifs portant intérêts. Une baisse de même ampleur des taux d'intérêt sur les actifs et les passifs entraîne une diminution des revenus d'intérêts nets du secteur. Il convient de noter cependant que les revenus d'intérêts ne sont pas le seul déterminant de la rentabilité du secteur financier ¹⁵.

Durant le dernier cycle d'activité, les variations sectorielles des revenus d'intérêts nets ont été neutres dans une large mesure.

Le présent encadré s'est concentré sur l'impact de la baisse des taux d'intérêt depuis 2008. Il peut être utile de comparer ces résultats avec le précédent cycle conjoncturel, de 2002 à 2008, comme le montre le graphique B. Le graphique D indique que, sur cette période, la redistribution des revenus d'intérêts entre les secteurs a été largement neutre en

¹³ Cf. l'encadré intitulé « Faiblesse des taux d'intérêt et revenus d'intérêts nets des ménages », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016, p. 42-44.

¹⁴ Si les comptes sectoriels contiennent des informations utiles concernant la redistribution entre secteurs, ils ne peuvent toutefois répondre aux questions portant sur la façon dont le bas niveau des taux d'intérêt redistribue les revenus d'intérêts entre les différents ménages. Pour cela, des données microéconomiques sur la taille et la composition des bilans individuels des ménages sont nécessaires (tirées, par exemple, de l'enquête de l'Eurosystème sur les finances et la consommation des ménages). Cf. « L'enquête de l'Eurosystème sur les finances et la consommation des ménages : résultats de la deuxième campagne », *Statistics Paper Series*, n° 18, BCE, 2016.

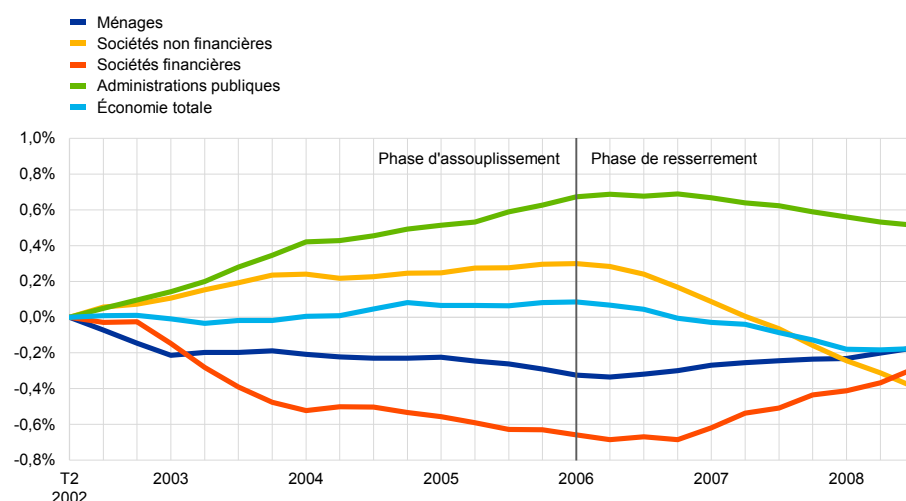
¹⁵ Cf. l'encadré intitulé « The ECB's monetary policy and bank profitability », *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2016.

définitive ¹⁶. Il montre également que, durant la précédente phase d'assouplissement (2002-2005), les variations des revenus d'intérêts dans les différents secteurs ont suivi une orientation très similaire au profil observé depuis 2008. Entre 2002 et 2008, les revenus d'intérêts nets des ménages et de l'ensemble de l'économie sont demeurés globalement inchangés. Durant la phase de resserrement (2006-2008), les sociétés financières ont recouvré l'essentiel de leurs pertes de revenus d'intérêts nets, alors que les SNF ont subi une inversion de leurs gains. Le secteur des administrations publiques a continué d'en tirer profit, même après la fin de la phase de resserrement. Cela s'explique par la tendance baissière séculaire des rendements des emprunts publics (cf. également graphique B), qui a commencé au milieu des années quatre-vingt et n'est pas liée aux variations cycliques des taux d'intérêt enregistrées entre 2002 et 2008.

Graphique D

Variations cumulées des revenus d'intérêts au cours du cycle d'activité : 2002-2008

(en pourcentage du PIB)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Variation cumulée de l'effet prix résultant de la baisse des taux d'intérêt entre le deuxième trimestre 2002 et le troisième trimestre 2008, calculée à partir de moyennes mobiles sur quatre trimestres. L'économie totale se rapporte aux variations des revenus d'intérêts nets par rapport au reste du monde. La ligne verticale sépare la précédente phase d'assouplissement de la précédente phase de resserrement.

¹⁶ La période couverte inclut à la fois la précédente phase d'assouplissement (2002-2005) et la précédente phase de resserrement (2006-2008).

Comment les prévisionnistes professionnels évaluent-ils les risques pesant sur l'inflation ?

En complément des informations fournies par les estimations ponctuelles, les perceptions de l'incertitude et des risques sont un élément important pour évaluer les perspectives économiques. Les anticipations des agents économiques quant à l'inflation future peuvent affecter les évolutions économiques ultérieures, par le biais, par exemple, de leur influence sur les décisions en matière de fixation des prix, de consommation et d'investissement. Pour cette raison, l'analyse des données relatives aux anticipations d'inflation, telles que celles tirées de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), joue un rôle important dans l'évaluation globale des perspectives d'inflation. Cette analyse comporte deux dimensions : les estimations ponctuelles et la perception des risques qui les entourent. Les estimations ponctuelles pour les trois prochaines années nous indiquent les opinions centrales des prévisionnistes professionnels sur l'évolution de l'économie, compte tenu des chocs déjà observés ou intégrés dans leurs hypothèses techniques (par exemple pour le prix du pétrole). Les anticipations ponctuelles à plus long terme pour l'inflation peuvent être utilisées pour évaluer l'efficacité perçue de la politique monétaire. Par ailleurs, les perceptions des risques révèlent des informations utiles sur la distribution attendue des chocs économiques et apportent une dimension supplémentaire pour évaluer la solidité de l'ancrage des anticipations d'inflation à plus long terme. Cet encadré se concentre sur la façon dont les mesures des risques peuvent être calculées à partir des données de l'EPP et ce que pourraient signifier ces mesures.

Les distributions de probabilités présentées dans l'EPP peuvent être utilisées pour calculer des mesures des risques et de l'incertitude. L'EPP ne demande pas seulement des anticipations ponctuelles, mais également une évaluation par les participants des probabilités pour différents niveaux d'inflation à l'avenir. Alors que les anticipations ponctuelles reflètent les estimations centrales des participants à l'enquête s'agissant de l'inflation future, les probabilités que ceux-ci attribuent à différents niveaux d'inflation pour l'avenir révèlent leurs évaluations de l'incertitude et des risques.

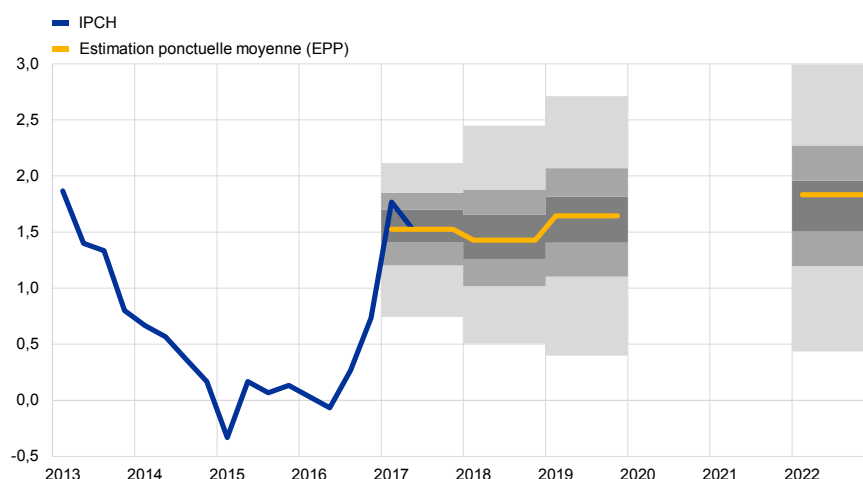
L'incertitude, mesurée par la largeur de la distribution présentée dans l'enquête, s'accroît avec l'horizon de prévision (cf. graphique A). Cela reflète en partie l'observation générale selon laquelle le futur plus lointain est en principe plus incertain que le futur proche. Plus fondamentalement, cela peut être lié au fait que le nombre de facteurs différents pouvant influencer le résultat augmente avec l'horizon : le résultat à court terme a tendance à être principalement affecté par les évolutions des prix du pétrole ; à moyen terme, les perspectives d'inflation et les risques qui les entourent deviennent plus étroitement liés aux perspectives de croissance de l'économie réelle ; à long terme, la solidité perçue de l'ancrage nominal fourni par la politique monétaire devient plus pertinente ¹⁷.

¹⁷ Cf. « *Quels sont les facteurs à l'origine de l'évolution des anticipations d'inflation des prévisionnistes professionnels ?* », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2017.

Graphique A

Anticipations relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH en 2017, 2018, 2019 et 2022 (EPP)

(variations annuelles en pourcentage)



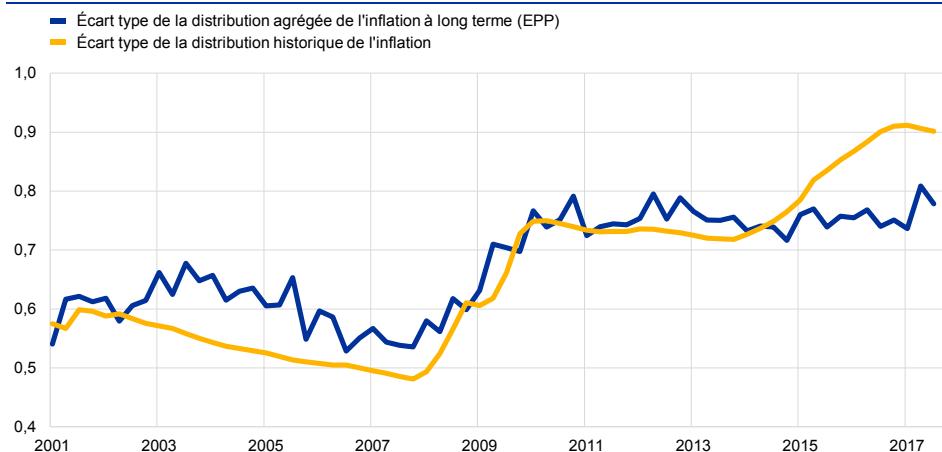
Sources : Eurostat et calculs de la BCE à partir des résultats de l'EPP.

Notes : Données trimestrielles. Les bandes grisées représentent les 5^e, 20^e, 35^e, 65^e, 80^e et 95^e percentiles des distributions de probabilités pour chacun des horizons.

L'incertitude globale entourant l'inflation est demeurée supérieure à son niveau d'avant 2008, mais la volatilité de l'inflation effective s'est accrue davantage. L'écart type de la distribution des probabilités agrégées à plus long terme, qui mesure sa largeur, a augmenté en 2008 et 2009. Cette évolution de la mesure prospective de l'incertitude a suivi l'évolution de la volatilité réalisée rétrospective de l'inflation, les variations des prix du pétrole et des autres matières premières au niveau mondial ayant fait passer la hausse trimestrielle de l'IPCH de 2 % à 3,8 % au troisième trimestre 2008 avant de la ramener à - 0,4 % au troisième trimestre 2009. L'incertitude entourant les futurs niveaux de l'inflation s'est maintenue, depuis lors, à ce niveau plus élevé, même si les évolutions plus récentes de l'inflation, qui est revenue de 2,9 % au quatrième trimestre 2011 à - 0,3 % au premier trimestre 2015 puis est remontée à 1,8 % au premier trimestre 2017, ont encore accentué la volatilité réalisée. Cela pourrait indiquer que même si les participants à l'EPP admettent la possibilité de variations extrêmes des prix des matières premières conduisant à une volatilité de l'inflation, ils ne prévoient pas que des variations importantes de l'inflation telles que celles enregistrées en 2015 et 2016 se reproduisent.

Graphique B

Perceptions de l'incertitude entourant l'inflation ressortant de l'EPP et dispersion de l'inflation effective



Sources : Eurostat et calculs de la BCE à partir des résultats de l'EPP.

Note : La ligne jaune représente l'écart type de l'échantillon élargi des résultats trimestriels de l'inflation mesurée par l'IPCH à partir du premier trimestre 1995.

L'asymétrie des distributions de probabilités des participants à l'enquête

montre comment ils perçoivent la balance des risques. En termes simples, la balance des risques mesure, dans le cas où une prévision se révélerait fautive, dans quel sens le prévisionniste estime que l'erreur a le plus de chance de se produire. Par exemple, une balance des risques positive indique que le prévisionniste pense que si sa prévision devait être fautive, il y a plus de chance qu'elle le soit parce que le résultat a été supérieur à sa prévision plutôt qu'inférieur¹⁸. En termes de distribution de probabilités attendue, une balance des risques positive signifie qu'une probabilité plus forte est attribuée aux résultats supérieurs à l'estimation centrale qu'aux résultats inférieurs à celle-ci¹⁹.

Il existe différentes façons de mesurer numériquement la balance des risques mais toutes les mesures ont tendance à évoluer en étroite corrélation.

D'autres mesures de l'asymétrie et les choix pratiques différents qui doivent être faits lorsque l'on calcule ces mesures à partir des données d'enquêtes ont pour résultat une fourchette d'asymétries calculées plutôt qu'une valeur unique²⁰. De plus, dans l'EPP, les estimations ponctuelles sont déclarées séparément et peuvent être comparées aux distributions de probabilités pour fournir une indication de la balance

¹⁸ À titre d'exemple stylisé, faisons une estimation ponctuelle d'un jet de dé comportant les six chiffres suivants sur ses faces : 1, 2, 2, 2, 3, 3. Le résultat le plus probable, et par conséquent l'estimation centrale, est 2, mais si le résultat devait être différent de 2, il est plus probable qu'il soit supérieur à 2 plutôt qu'inférieur. Par conséquent, la balance des risques est positive, c'est-à-dire orientée à la hausse.

¹⁹ Statistiquement, cela implique que pour une balance des risques positive (négative), la moyenne de la distribution est plus élevée (moins élevée) que le mode de distribution, c'est-à-dire le résultat le plus probable. Dans l'exemple ci-dessus, la moyenne de la distribution est égale à : $(1+2+2+2+3+3)/6 = 13/6$, ce qui est supérieur à 2, le résultat le plus probable.

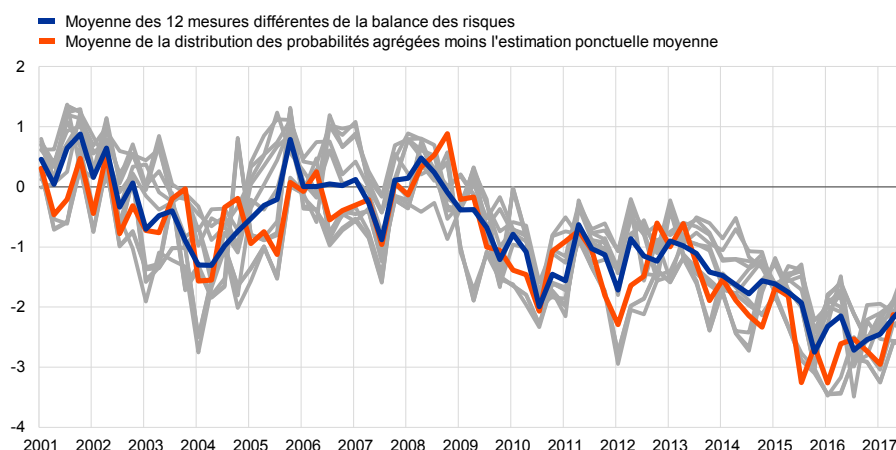
²⁰ Les différentes mesures statistiques théoriques de l'asymétrie incluent : l'asymétrie, l'asymétrie des quantiles, la moyenne *moins* la médiane. Les différents choix pratiques devant être faits pour calculer ces mesures à partir des données de l'EPP incluent notamment : comment clore les classes sans bornes à chaque extrémité de la fourchette globale de probabilité dans l'enquête et comment calculer une distribution continue à partir des probabilités discrètes déclarées.

des risques. Dans les rapports trimestriels relatifs à l'EPP, cela est mesuré de façon numérique comme la moyenne de la distribution de probabilités agrégées *moins* la prévision ponctuelle moyenne ²¹.

Graphique C

Perceptions de la balance des risques pesant sur les projections d'inflation à plus long terme (EPP)

(nombre d'écarts types par rapport à zéro)



Sources : Calculs de la BCE à partir des résultats de l'EPP.

Notes : Les différentes séries ont été normalisées à des fins de comparabilité. Un signe négatif (positif) signifie que la balance des risques est perçue comme orientée à la baisse (à la hausse). Les mesures incluses dans la série sont l'asymétrie, l'asymétrie des quantiles, la moyenne – médiane et l'estimation ponctuelle moyenne des distributions continues calculées à partir de : l'interpolation linéaire, l'interpolation par spline cubique et ajustée à une distribution paramétrique (bêta).

Les participants à l'enquête considèrent les risques pesant sur leurs projections d'inflation comme globalement équilibrés sur les horizons à court terme, mais toujours orientés à la baisse à plus long terme. L'estimation ponctuelle pour l'inflation en 2017 est proche du centre de la distribution de probabilités correspondante (zone grisée la plus sombre dans le graphique A), ce qui laisse penser que les risques entourant cette anticipation sont considérés comme globalement équilibrés. En revanche, sur l'horizon à plus long terme, une probabilité plus élevée est affectée aux résultats d'inflation inférieurs à l'estimation ponctuelle qu'à ceux qui lui sont supérieurs, indiquant que la balance des risques entourant l'anticipation d'inflation à plus long terme est orientée à la baisse. Toutefois, la balance des risques à plus long terme s'est redressée depuis 2016, bien que graduellement (cf. graphique C).

Globalement, les informations relatives aux risques ressortant de l'EPP confortent l'idée que les anticipations concernant l'IPCH à plus long terme restent ancrées. Les anticipations d'inflation à plus long terme sont restées stables, à 1,8 %, au cours des deux dernières années, en dépit de la forte volatilité des résultats réels de l'IPCH. De plus, la mesure prospective de l'incertitude est également restée stable, malgré la volatilité effective, et la balance des risques orientée à la baisse pour les anticipations d'inflation à plus long terme a montré une

²¹ Cf. le dernier [rapport sur l'EPP pour le troisième trimestre 2017](#).

légère amélioration au cours des dernières campagnes d'enquêtes. Cela pourrait laisser penser que les risques de désancrage des anticipations d'inflation à plus long terme s'atténuent progressivement.

Chaque année, la Commission européenne émet des recommandations par pays (RPP) pour chaque État membre de l'UE ²², qui établissent les priorités pour l'année suivante. Ces recommandations sont approuvées par le Conseil de l'UE après avoir été avalisées par les chefs d'État ou de gouvernement de tous les États membres de l'UE. Les RPP fournissent des orientations adaptées à chaque État membre sur la manière d'améliorer la croissance et la résilience, tout en conservant des finances publiques saines ²³. Elles sont élaborées conformément aux « Lignes directrices intégrées » à moyen terme pour les politiques économique et de l'emploi des États membres. Elles constituent un élément clé du Semestre européen car elles sont l'instrument grâce auquel les politiques économiques nationales deviennent « une question d'intérêt commun », comme cela est stipulé à l'article 121 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. La mise en œuvre rapide de ces recommandations est essentielle afin de réduire les vulnérabilités et de favoriser la croissance à moyen terme, l'emploi et la productivité dans l'Union européenne. S'agissant des pays de la zone euro, elles sont également conformes à l'objectif visant à assurer le bon fonctionnement de l'Union économique et monétaire (UEM).

Les RPP sont préparées dans le cadre d'un processus global qui démarre à l'automne de l'année précédente. Dans un premier temps, en novembre de chaque année, la Commission publie l'examen annuel de la croissance et le rapport sur le mécanisme d'alerte. Tandis que l'examen annuel de la croissance identifie les principales priorités pour l'Union européenne dans son ensemble, le rapport sur le mécanisme d'alerte analyse les évolutions dans les États membres afin de déterminer si des déséquilibres potentiels ou existants nécessitent d'être corrigés par des actions ciblées. Sur la base de ces documents, le Conseil approuve les recommandations pour la zone euro en début d'année, définissant les principaux domaines de réforme pour l'UEM dans son ensemble. Le 22 février 2017, la Commission a publié les rapports par pays pour l'ensemble des États membres de l'UE, qui analysent les progrès réalisés par chaque pays dans la mise en œuvre des réformes et identifient les déséquilibres et les rigidités appelant de nouvelles mesures, dans le cadre du bilan approfondi de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques. Sur la base des rapports par pays, la Commission a adressé aux États membres les projets de RPP pour 2017 le 22 mai. Après discussion au sein des comités compétents de l'UE, le Conseil a adopté les RPP définitives le 11 juillet.

La recommandation pour la zone euro cette année porte essentiellement sur les moyens de réduire les déséquilibres, d'améliorer la résilience et de

²² 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 de la Grèce.

²³ 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 (PSC). Ces recommandations sont exposées dans l'encadré intitulé « Recommandations par pays en matière de politique budgétaire dans le cadre du Semestre européen 2017 », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2017.

renforcer la croissance et l'emploi dans les pays de la zone euro.

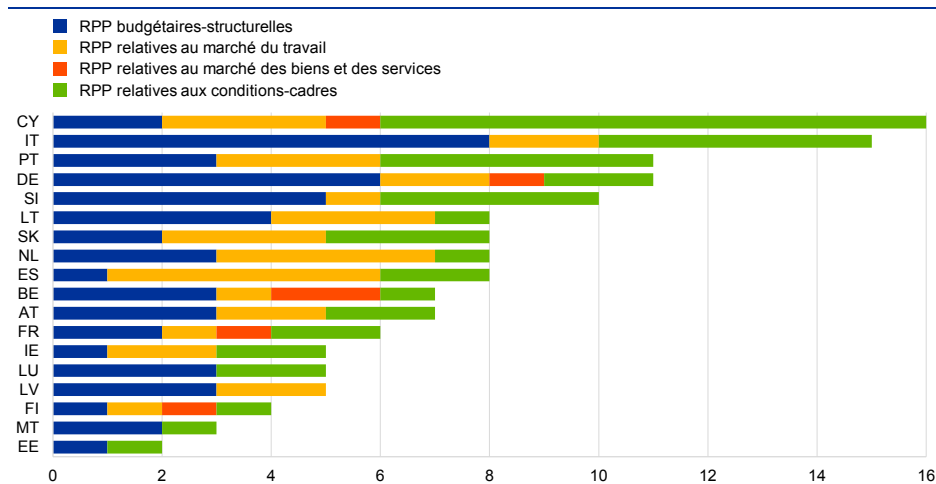
La recommandation pour la zone euro (adoptée par le Conseil le 10 mars) précède les recommandations par pays et elle est adressée conjointement à tous les États membres de la zone euro. Plus précisément, elle appelle les pays de la zone euro à accentuer les efforts de réforme visant à améliorer la productivité ainsi que l'environnement institutionnel et des entreprises, et à supprimer les obstacles à l'investissement. La recommandation pour la zone euro appelle également les gouvernements à accroître la flexibilité et la sécurité sur les marchés du travail, ainsi qu'à garantir la viabilité des finances publiques et à accélérer les travaux d'achèvement de l'Union économique et monétaire, notamment en ce qui concerne l'Union bancaire.

Les RPP pour 2017 reprennent globalement l'essentiel de la recommandation pour la zone euro.

Le graphique A présente une ventilation des RPP pour 2017 par domaine de réforme. Il montre, par exemple, qu'une grande partie des recommandations ciblent les blocages dans les conditions-cadres (notamment toutes les mesures liées à l'environnement réglementaire, au système judiciaire, aux cadres en matière d'insolvabilité, à la politique du logement et à la réglementation du secteur financier). La suppression de ces blocages devrait avoir une incidence positive sur l'entrée sur le marché, augmenter les incitations à investir pour les entreprises et améliorer l'allocation des ressources. Une grande partie des recommandations traitent des questions budgétaires-structurelles, comme l'accroissement de la viabilité à long terme des finances publiques, l'allègement de la fiscalité du travail, et l'augmentation de l'efficacité de l'administration publique et des entreprises publiques.

Graphique A

Les RPP pour 2017 par domaine de réforme dans les pays de la zone euro



Source : Calculs de la BCE, à partir de la ventilation des RPP utilisée dans les rapports par pays de la Commission européenne.
Notes : Le graphique illustre le nombre de RPP pour 2017 réparties par grands domaines de réforme. « Budgétaire-structurel » recouvre l'administration publique, les dépenses liées au vieillissement et les politiques fiscales ; « Marché du travail » les politiques salariales, la protection de l'emploi, les politiques en matière d'éducation et les politiques actives sur le marché du travail ; « Marché des biens et des services » les réglementations par secteur ; « Conditions-cadres » l'environnement réglementaire, les marchés publics, le système judiciaire, les cadres en matière 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.

Les nouvelles recommandations doivent être replacées dans le contexte d'une mise en œuvre relativement insuffisante des RPP ces dernières années ²⁴. La Commission a établi en février dernier que la grande majorité des recommandations pour 2016 (plus de 90 %) n'avaient donné lieu qu'à « certains progrès » ou à des « progrès limités », voire « aucun progrès », un petit nombre de recommandations seulement ayant été « suivies de progrès substantiels » ou « intégralement suivies ». En dépit d'une surveillance spécifique de la Commission européenne, la mise en œuvre des RPP n'a pas été plus importante dans les pays présentant des déséquilibres excessifs. Ces résultats sont conformes aux profils d'évolution passés, caractérisés par des taux très faibles de mise en œuvre « substantielle » ou « intégrale » des réformes. La faible mise en œuvre des RPP est d'autant plus préoccupante que des rigidités et des vulnérabilités subsistent dans les pays de la zone euro. Le niveau élevé de vulnérabilités persistantes se reflète, par exemple, dans la conclusion de la Commission selon laquelle le nombre de pays présentant des déséquilibres excessifs (Bulgarie, France, Croatie, Italie, Chypre et Portugal) demeure à un niveau sans précédent ²⁵.

Même si le degré de mise en œuvre des RPP demeure faible, les recommandations pour 2017 ont encore été rationalisées. La Commission avait déjà allégé les RPP pour 2015 et 2016 afin de permettre aux États membres de se concentrer sur les grandes priorités macroéconomiques et sociales. En dépit de cette mesure, la mise en œuvre des RPP ne s'est pas améliorée. Dans plusieurs cas, certaines recommandations ont été abandonnées, bien que les pays concernés n'aient réalisé aucun progrès ou seulement des progrès limités dans leur mise en œuvre l'année dernière.

Les RPP ont également été rationalisées pour les pays présentant des déséquilibres excessifs. Le nombre de RPP a été réduit pour les pays présentant des déséquilibres excessifs et, dans plusieurs cas, le degré d'urgence l'a été également, les RPP contenant nettement moins de délais que les recommandations de l'année dernière. Cette rationalisation intervient malgré la mise en œuvre limitée des RPP dans les pays présentant des déséquilibres excessifs.

Compte tenu des difficultés à renforcer la mise en œuvre des réformes dans le cadre du volet préventif de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques, il semble y avoir de solides arguments en faveur de l'application du volet correctif de la procédure à tous les pays présentant des déséquilibres excessifs. Cet outil, qui n'a pas été utilisé jusqu'à présent, établit une procédure bien définie garantissant une plus forte incitation à la mise en œuvre des réformes dans les États membres les plus vulnérables.

En raison de la rationalisation des RPP, les recommandations émises sont moins nombreuses que l'année dernière. En particulier, il y a moins de recommandations relatives aux conditions-cadres et un nombre toujours limité de

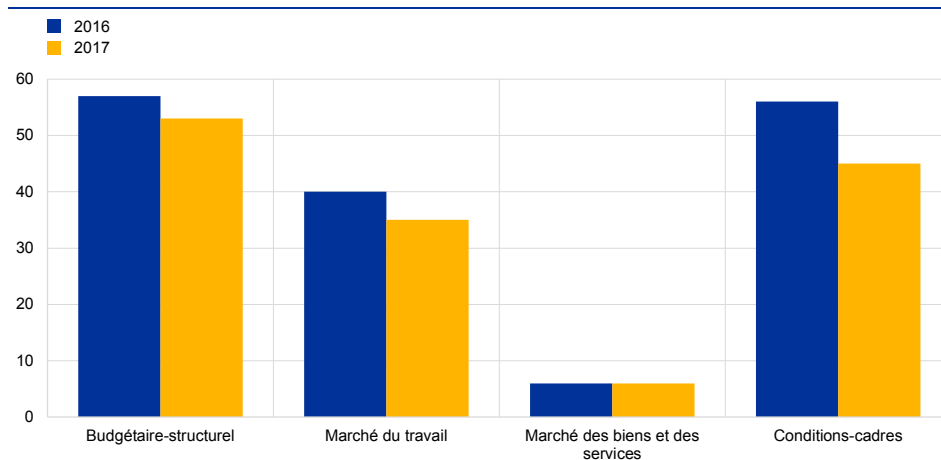
²⁴ Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé « La procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques pour 2017 et la mise en œuvre des recommandations par pays pour 2016 », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2017.

²⁵ *Ibid.*

recommandations concernant le marché des biens et des services (cf. graphique B). Cette évolution est surprenante, étant donné qu'une concurrence insuffisante sur les marchés des biens et des services et des conditions sous-optimales de l'activité générale continuent de poser problème dans de nombreux secteurs des différents États membres ²⁶. Compte tenu de la priorité accordée au renforcement de l'investissement privé et de la productivité, il est important de veiller à ce que les réformes sur le marché des biens et des services bénéficient à nouveau d'une plus grande attention dans les RPP des États membres.

Graphique B

Les RPP pour 2016 et pour 2017 par domaine de réforme dans les pays de la zone euro



Source : Calculs de la BCE, à partir de la ventilation des RPP utilisée dans les rapports par pays de la Commission européenne.

Notes : Le graphique illustre le nombre de RPP pour 2016 et 2017 réparties par grands domaines de réforme. « Budgétaire-structurel » recouvre l'administration publique, les dépenses liées au vieillissement et les politiques fiscales ; « Marché du travail » les politiques salariales, la protection de l'emploi, les politiques en matière d'éducation et les politiques actives sur le marché du travail ; « Marché des biens et des services » les réglementations par secteur ; « Conditions-cadres » l'environnement réglementaire, les marchés publics, le système judiciaire, les cadres en matière 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.

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.

Au cours des trois dernières années, la Commission a exclu des RPP certains domaines d'action qui sont couverts par d'autres moyens de surveillance ²⁷. Il s'agit 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 toutefois essentiel que les évolutions et les politiques relatives à ces domaines soient suivies dans le cadre du Semestre européen afin de garantir que toutes les politiques économiques importantes mises en œuvre par les États membres soient évaluées dans leur globalité.

²⁶ Cf. le graphique 6 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 », *Bulletin économique*, BCE, n° 5, 2016.

²⁷ Cf. la communication de la Commission européenne intitulée « Semestre européen 2016 : recommandations par pays », publiée le 13 mai 2015.

Article

1 La composition des finances publiques dans la zone euro

En cette période de tensions sur les finances publiques et de faible croissance économique structurelle héritée de la récente crise, il est primordial que les politiques budgétaires soient, autant que possible, conçues pour être porteuses de croissance. La composition des budgets publics, c'est-à-dire le choix des instruments budgétaires du côté des recettes et des dépenses de l'État, est un élément clé du débat actuel sur les politiques à mener. Le présent article met en évidence les évolutions de la composition des finances publiques depuis les années précédant la crise, et évalue dans quelle mesure elles sont propices à la croissance. Il explique comment la vulnérabilité des finances publiques a conduit les gouvernements à adopter des mesures d'assainissement qui pèsent sur la croissance à long terme. L'article recommande également une réorientation des fonds publics, des rubriques de dépenses les moins productives vers l'enseignement et les infrastructures, ainsi qu'un transfert de la charge de l'impôt, d'une fiscalité source de distorsions, en particulier celle du travail, vers les impôts sur la consommation et les impôts sur le patrimoine qui créent moins de distorsions.

1 Introduction

Dans l'environnement actuel de faible croissance structurelle, de fort chômage et de niveau élevé de la dette publique, l'attention se porte sur la composition des dépenses et des recettes publiques. Dans le sillage de la récente crise économique et financière, la zone euro a connu d'une longue période de croissance relativement modérée et les niveaux de chômage demeurent élevés. Dans le même temps, la gestion des finances publiques est contrainte par des encours de dette élevés. Bien qu'elle soit en baisse, la dette publique de la zone euro s'établit à 90 % du PIB, ce qui limite la possibilité de mener une politique expansionniste. Par conséquent, le défi consiste à améliorer la croissance potentielle sans compromettre la soutenabilité des finances publiques. Les éléments indiquant que la composition des budgets est importante pour la croissance économique à long terme présentent donc un intérêt tout particulier en ces périodes de nécessaires restrictions budgétaires. Le fait d'orienter les dépenses vers les catégories favorisant le plus la croissance ou de transférer la charge fiscale vers les impôts créant moins de distorsions peut avoir des effets positifs sur la croissance de la production sans alourdir les budgets publics.

Le présent article évalue dans quelle mesure la composition des budgets publics de la zone euro a été porteuse de croissance depuis les années précédant la crise. La taille du secteur public de la zone euro est importante au regard des normes internationales, et elle a encore augmenté durant la crise financière et la période d'assainissement qui a suivi. En moyenne, les dépenses publiques représentent presque 48 % du PIB de la zone euro. Dans le cadre de son

analyse, le présent article évoque plus particulièrement les évolutions de la composition des budgets publics durant la phase d'expansion qui a précédé la crise financière et l'assainissement budgétaire qui a suivi. Il est utile d'adopter un point de vue rétrospectif pour examiner si les budgets ont été plus ou moins propices à la croissance et, en particulier, pour évaluer dans quelle mesure le processus d'assainissement récent a freiné les perspectives de croissance en faisant excessivement appel à des coupes dans les dépenses favorables à la croissance, ou à une augmentation des impôts particulièrement créateurs de distorsions.

L'analyse montre qu'il est encore possible de mettre en œuvre des réformes qui rendent la composition des finances publiques plus propice à la croissance. Ces réformes consistent à modifier la composition du budget de manière à améliorer le PIB national par habitant à long terme, mais sont neutres à court terme sur le plan budgétaire. Il peut s'agir d'une réallocation des dépenses des catégories moins porteuses de croissance vers celles qui le sont davantage, d'un transfert de la fiscalité des impôts sources de distorsions vers ceux qui en créent moins, ou de modifications simultanées des parts consacrées aux dépenses et aux recettes. Il y a eu des appels répétés de la part de la Commission européenne, de l'Eurogroupe, de la BCE ²⁸, du FMI et de l'OCDE pour rendre les politiques budgétaires plus propices à la croissance.

La composition des budgets publics est également un élément important du débat plus large sur la qualité des finances publiques ²⁹. Ce débat revêt plusieurs dimensions, comme la taille du secteur public, le niveau et la soutenabilité des situations budgétaires, la composition et l'efficacité des dépenses, la structure et l'efficacité des systèmes de recettes et la gouvernance budgétaire.

Le présent article est structuré comme suit : la section 2 examine, sur la base d'une analyse de la littérature empirique, dans quelle mesure les différentes catégories de dépenses et de recettes sont porteuses de croissance ; la section 3 analyse la composition des dépenses par fonctions ainsi que l'évolution des structures fiscales par types d'assiettes fiscales depuis les années précédant la crise ; et la section 4 apporte des éléments de conclusion.

2 Une composition des finances publiques propice à la croissance : que nous dit la littérature ?

La littérature empirique démontre que certaines catégories de dépenses et de recettes contribuent plus que d'autres au soutien de la croissance à long terme. L'examen de la littérature permet d'identifier des caractéristiques

²⁸ Cf., par exemple, la [déclaration introductive du président de la BCE à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs de mars 2017](#) : « En ce qui concerne les politiques budgétaires, tous les pays doivent renforcer leurs efforts vers une composition des finances publiques plus propice à la croissance ».

²⁹ La Commission européenne a défini la qualité des finances publiques comme un « concept large comportant de nombreuses facettes » en ce qui concerne « le niveau et la composition des dépenses publiques et leur financement via les recettes et les déficits » (cf. « *The Quality of Public Finances – Findings of the Economic Policy Committee Working Group* », Commission européenne, Bruxelles, mars 2008).

fondamentales concernant la pertinence des différents instruments budgétaires en termes d'impact à long terme sur la croissance ³⁰.

Les dépenses d'enseignement et de santé sont importantes pour les perspectives de croissance à long terme dans la mesure où elles augmentent le niveau de capital humain, tandis que les dépenses en infrastructures augmentent le niveau de capital physique. Comme le montre une étude ³¹, la littérature récente constate, d'une manière générale, l'existence de relations empiriques solides entre certaines catégories de dépenses et la croissance économique. En particulier, elle observe des effets positifs robustes à long terme pour les catégories de dépenses productives, comme l'enseignement et plusieurs types d'investissements. Par exemple, une de ces analyses empiriques ³² étudie l'effet à long terme de l'évolution des parts des différentes catégories de dépenses sur le taux de croissance du PIB par habitant dans un panel de pays de l'OCDE. Elle constate que les dépenses en matière d'enseignement ont un effet positif significatif, tout comme les dépenses de transport et de communication. De plus, l'étude met en évidence des éléments indiquant des effets positifs dans le cas des dépenses en matière de logement et de santé, et des effets négatifs dans le cas des dépenses de protection sociale. Les principales conclusions de cette étude vont dans le sens de celles formulées antérieurement ³³ selon lesquelles le transfert des dépenses au profit de l'enseignement a un effet robuste sur la croissance.

Les données empiriques relatives à l'impact de l'investissement public physique sur la croissance structurelle sont contrastées. Les estimations issues des études empiriques tendent à indiquer une relation positive entre investissement public et croissance, mais les résultats sont hétérogènes. D'après une méta-analyse ³⁴, la plupart des études empiriques font apparaître que la part de l'investissement public productif a un effet positif sur la croissance économique. Toutefois, les estimations varient fortement, certaines études constatant même une relation négative entre investissement public et croissance. Il est possible de rapprocher ces résultats contradictoires en faisant la distinction entre investissement public productif et non productif. L'investissement public peut favoriser la croissance économique, en particulier s'il crée un capital public complémentaire au capital privé ou qui comble l'insuffisance de capital qui existerait sinon dans une économie. Mais son effet devient négatif s'il évince l'investissement privé. L'effet positif est particulièrement prononcé pour l'investissement dans les infrastructures, comme le transport et la communication, ou dans l'enseignement.

³⁰ Cf., par exemple, Fournier (J.-M.) et Johansson (A.), « *The effect of the size and the mix of public spending on growth and inequality* », *Economics Department Working Papers*, n° 1344, Éditions OCDE, Paris, 2016.

³¹ Johansson (A.), « *Public Finance, Economic Growth and Inequality: A Survey of the Evidence* », *OECD Economics Department Working Papers*, n° 1346, 2016.

³² Cf. Gemmell (N.), Kneller (R.) et Sanz (I.), « *Does the Composition of Government Expenditure Matter for Long-Run GDP Levels?* », *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 78, n° 4, 2016, p. 522-547.

³³ Cf., par exemple, Acosta-Ormaechea (S.) et Morozumi (J.), « *Can a Government Enhance Long-Run Growth by Changing the Composition of Public Expenditure?* », *IMF Working Papers*, n° 13/162, 2013.

³⁴ Bom (P.R.D.) et Ligthart (J.E.), « *What have we learned from three decades of research on the productivity of public capital?* », *Journal of Economic Surveys*, vol. 28, n° 5, 2014, p. 889-916.

Certaines études font état d'une relation négative entre les dépenses sociales et la croissance économique ³⁵, mais les résultats ne sont globalement pas très robustes. Une explication possible a trait aux effets de distorsion des dépenses sociales sur l'activité sur le marché du travail. L'ampleur de ces effets dépend non seulement du montant dépensé, mais également et dans une large mesure, de la manière dont les programmes sociaux sont conçus ³⁶. Concentrer les transferts sur les personnes dans le besoin et éviter les incitations négatives à la participation au marché du travail permet de faire baisser les coûts budgétaires tout en réduisant également les éventuels effets négatifs de ces mesures pour la croissance.

Du côté des recettes, les impôts sur le revenu se révèlent être plus néfastes pour la croissance que les impôts sur la consommation et les impôts sur le patrimoine. D'après l'examen de la littérature, la fiscalité du travail nuit particulièrement à la croissance car elle fausse les décisions des agents en matière d'offre de travail ainsi que l'incitation à l'embauche pour les entreprises. L'impôt sur les bénéfices des sociétés tend à réduire l'incitation à investir et peut entraîner des sorties de capitaux. En revanche, les impôts sur la consommation sont considérés comme une source de distorsion relativement moins importante, dans la mesure où ils n'influent pas sur les décisions de consommation intertemporelles (la consommation actuelle et la consommation future sont imposées de la même manière). Enfin, les effets de distorsion des impôts sur le capital immobilisé, tels que les impôts sur le patrimoine, sont supposés être faibles ³⁷. D'après de récentes analyses empiriques ³⁸, l'augmentation des impôts sur le revenu des personnes physiques et sur les bénéfices des entreprises a un effet négatif sur la croissance à long terme, alors que l'augmentation des impôts sur la consommation n'influe pas de manière significative sur le taux de croissance.

Il est probable que la progressivité des impôts sur le travail ait un effet ambigu sur la croissance à long terme. Dans la partie supérieure de la distribution des revenus, un taux d'imposition marginal effectif élevé réduit l'incitation à rechercher une activité plus productive (et donc mieux rémunérée). Dans la partie inférieure de la distribution des revenus, un taux d'imposition élevé peut dissuader les travailleurs faiblement qualifiés et le deuxième apporteur de revenu du ménage de participer au marché du travail. On peut supposer que ces groupes sont particulièrement sensibles aux allègements de la fiscalité du travail. Des études empiriques récentes

³⁵ Cf., par exemple, Afonso (A.) et Alegre (J.), « *Economic growth and budgetary components: A panel assessment for the European Union* », *Empirical Economics*, vol. 41, n° 3, 2011, p. 703-723.

³⁶ Dans le même temps, les dépenses de protection sociale constituent le poste le plus pertinent pour la distribution des revenus et pour la protection du niveau de vie des personnes les plus vulnérables de la société.

³⁷ Les impôts sur le patrimoine sont considérés comme l'impôt le plus favorable à la croissance, cf. l'article de Roeger (W.) et in't Veld (J.), « *Fiscal stimulus and exit strategies in the EU: A model-based analysis* », *European Economy – Economic Papers*, n° 426, 2010. Leur modèle introduit un impôt sur l'immobilier résidentiel de sorte qu'une hausse de cet impôt affecte négativement l'investissement dans l'immobilier résidentiel. Toutefois, il n'a pas d'effet de distorsion direct sur les intrants dans la production ni sur les décisions de consommation des ménages. En outre, en rendant l'investissement dans le capital productif relativement plus attrayant que l'investissement dans l'immobilier résidentiel, il entraîne une augmentation du stock de capital productif et de la production.

³⁸ Gemmell (N.), Kneller (R.) et Sanz (I.), « *The Timing and Persistence of Fiscal Policy Impacts on Growth: Evidence from OECD Countries* », *Economic Journal*, vol. 121 n° 550, 2011, p. 33-58 ; Arnold (J.), Brys (B.), Heady (C.), Johansson (A.), Schwellnuss (C.) et Vartia (L.), « *Tax policy for economic recovery and growth* », *Economic Journal*, vol. 121, n° 550, 2011, p. 59-80.

le confirment, en montrant que les réformes de la fiscalité du travail visant à réduire la charge sur les bas salaires ont un effet particulièrement positif sur l'emploi et, en définitive, sur la croissance économique ³⁹.

3 Évolution de la composition des finances publiques dans la zone euro

La présente section est structurée comme suit : la section 3.1 fournit une description générale des soldes primaires, des recettes et des dépenses corrigés du cycle au cours de la période sous revue. La structure désagrégée des différents instruments de dépenses et de recettes qui sous-tend les évolutions globales est particulièrement importante lorsqu'on évalue dans quelle mesure ces évolutions sont porteuses de croissance. En conséquence, les sections 3.2 et 3.3 examinent l'évolution des différentes catégories de dépenses et de recettes ⁴⁰, respectivement.

3.1 Tendances générales

Les ratios de dépenses et de recettes rapportées au PIB ont affiché une certaine volatilité depuis les années précédant la crise, mais se sont globalement inscrits en hausse. Le graphique 1 illustre les tendances des ratios de dépenses et de recettes primaires corrigés du cycle à l'échelle de la zone euro, durant la période comprise entre 2003 et 2016. La part des dépenses a fortement augmenté avec le début de la crise financière en 2008, de nombreux pays ayant adopté en réponse des politiques budgétaires expansionnistes. Après le pic de la crise financière, la part des dépenses a diminué, demeurant cependant supérieure à son niveau d'avant la crise. En revanche, la part des recettes est restée stable jusqu'en 2010, mais a fortement augmenté au cours des années suivantes sous l'effet des politiques d'assainissement budgétaire axées sur les recettes, mises en œuvre par les pays de la zone euro face à la hausse des niveaux de déficit et de dette.

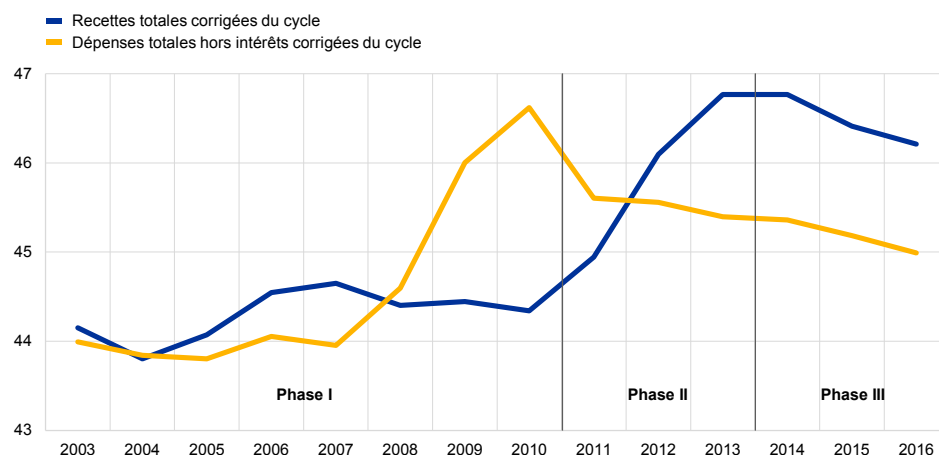
³⁹ Cf., par exemple, Zidar (O.M.), « *Tax Cuts For Whom? Heterogeneous Effects of Income Tax Changes on Growth and Employment* », *NBER Working Papers*, n° 21035, 2015 et Lehmann (E.), Lucifora (C.), Moriconi (S.) et Van der Linden (B.), « *Beyond the labour income tax wedge: the unemployment-reducing effect of tax progressivity* », *International Tax and Public Finance*, vol. 23, n° 3, 2016, p. 454-489.

⁴⁰ Les données ne sont disponibles que jusqu'en 2015.

Graphique 1

Ratios de dépenses et de recettes primaires corrigés du cycle à l'échelle de la zone euro

(en pourcentage du PIB potentiel à prix courants)



Sources : Prévisions économiques du printemps 2017 de la Commission européenne (base de données AMECO) et base de données d'Eurostat.

Plus précisément, la période 2003-2016 peut être divisée en trois périodes de composition budgétaire distinctes. Le graphique 2 permet de résumer ces évolutions comme suit :

- *La première période recouvre les années qui ont précédé la crise financière ainsi que le début de la crise (2003-2010).* Après la période 2003-2005, qui peut être qualifiée de « normale » avec la résorption des écarts de production en moyenne dans l'ensemble de la zone euro, d'importants écarts de production positifs ont été enregistrés au cours de la période 2006-2008 avant le début de la crise financière. Le ratio des recettes corrigé du cycle est demeuré stable dans la zone euro au cours de la période 2003-2010, indiquant que dans l'ensemble les gouvernements n'ont pas activement cherché à procéder à des modifications discrétionnaires. La forte détérioration du PIB en 2008-2009 s'est accompagnée d'une relance budgétaire temporaire, qui se reflète dans la détérioration des soldes primaires corrigés du cycle. La réaction des gouvernements a largement consisté en une augmentation des dépenses dictée par l'urgence. En 2010, la zone euro dans son ensemble a enregistré son solde primaire corrigé du cycle le plus négatif pour la période 2003-2016.
- *La deuxième période a été marquée par d'importants efforts d'assainissement dans la plupart des pays de la zone euro en vue d'inverser la forte détérioration des finances publiques (2011-2013)* ⁴¹. Ainsi, l'année 2013 a été la dernière

⁴¹ Dans les graphiques qui retracent les évolutions de la zone euro dans son ensemble, la période d'assainissement est définie comme la période comprise entre fin 2010, année pour laquelle le déficit primaire corrigé du cycle le plus élevé a été enregistré, et fin 2013. Dans les graphiques relatifs aux différents pays de la zone, l'année retenue pour marquer le début de la période d'assainissement varie pour rendre compte du fait que tous les pays n'ont pas commencé à assainir leurs finances publiques à la même date (les États baltes, par exemple, se sont engagés dans le processus dès 2009).

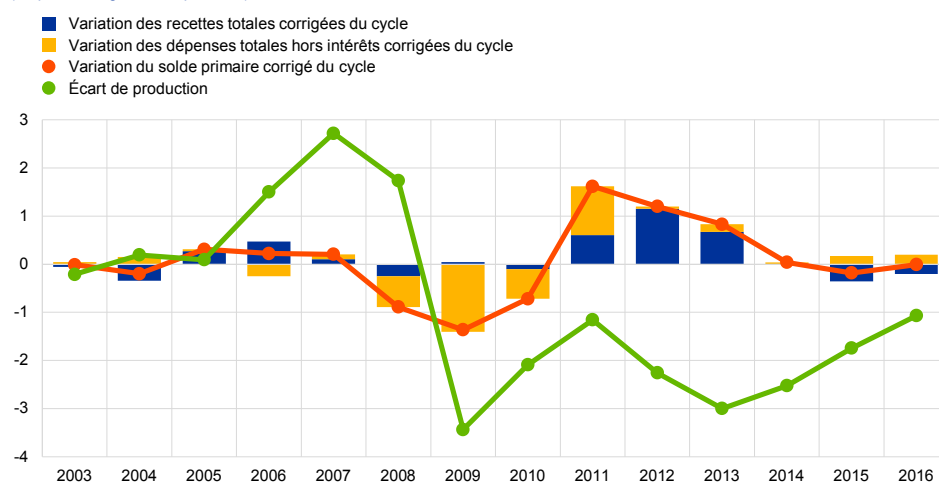
année pour laquelle la zone euro dans son ensemble a enregistré une nette amélioration de son solde primaire corrigé du cycle.

- *En dépit de la poursuite de l'assainissement budgétaire au-delà de 2013 dans quelques pays, plus particulièrement dans ceux pour lesquels le besoin d'ajustement était le plus important, la période suivante peut être considérée comme une convergence vers une nouvelle situation « normale » (2014-2016). Les écarts de production étaient toujours négatifs mais en cours de résorption, d'après les estimations de la Commission européenne ⁴². Pour la zone euro dans son ensemble, l'effort d'assainissement s'est interrompu au cours de cette période.*

Graphique 2

Écart de production et évolution du solde primaire corrigé du cycle de l'ensemble de la zone euro

(en pourcentage du PIB potentiel)



Sources : Prévisions économiques du printemps 2017 de la Commission européenne (base de données AMECO) et base de données d'Eurostat.

Notes : L'écart de production correspond à l'écart entre le PIB effectif et le PIB potentiel aux niveaux de référence de 2010 (exprimé en pourcentage du PIB potentiel à prix constants).

Une variation négative (positive) du solde primaire corrigé du cycle indique une accentuation (réduction) des déséquilibres budgétaires. Le signe des dépenses a été inversé, de sorte qu'une variation négative (positive) du ratio des dépenses primaires corrigé du cycle indique une hausse (baisse).

Au cours de la période précédant la crise, la plupart des pays de la zone euro n'ont pas su mettre à profit les conditions économiques favorables pour constituer des réserves budgétaires suffisantes. Fin 2007, le solde corrigé du cycle agrégé pour la zone euro affichait un déficit significatif (– 2,2 % du PIB) en dépit d'un niveau de production dans la zone considérablement supérieur à son potentiel.

La crise financière et l'orientation budgétaire expansionniste largement axée sur les dépenses au cours de la période 2008-2009 ont conduit à une forte détérioration des situations budgétaires dans la plupart des pays de la zone euro et à un important besoin d'ajustement au cours des années suivantes.

⁴² Prévision du printemps 2017 de la Commission européenne.

Le solde primaire corrigé du cycle, qui mesure l'orientation budgétaire, s'est détérioré de 3 points de pourcentage du PIB potentiel dans la zone euro au cours de la période 2008-2010. Cette détérioration est attribuable pour l'essentiel à une augmentation des dépenses primaires corrigées du cycle, de l'ordre de 2,7 points de pourcentage du PIB potentiel, comme le montrent les graphiques 1 et 2.

Dans la plupart des pays, un vaste processus d'assainissement axé sur les recettes a débuté en 2011 et a duré jusqu'en 2013. Toutefois, en dépit de la taille déjà importante du secteur public dans de nombreux pays de la zone euro et du fait que les évolutions au cours de la période 2008-2010 justifiaient d'axer davantage l'effort sur les dépenses, c'est l'augmentation des recettes qui l'a clairement emporté sur la réduction des dépenses. Plus précisément, sur les 3,6 points de pourcentage du PIB potentiel correspondant à l'assainissement au cours de la période 2011-2013, près des deux tiers provenaient des recettes.

L'orientation budgétaire a été globalement neutre depuis 2014, la plupart des pays ayant stoppé la poursuite de l'assainissement budgétaire. Cela signifie également que le ratio des dépenses – et plus encore même – le ratio des recettes sont restés supérieurs au niveau observé avant le début des cycles d'expansion-récession, comme le montre le graphique 1. Dans certains pays, notamment dans ceux faisant l'objet d'un programme d'ajustement économique, l'assainissement s'est poursuivi au-delà de 2013.

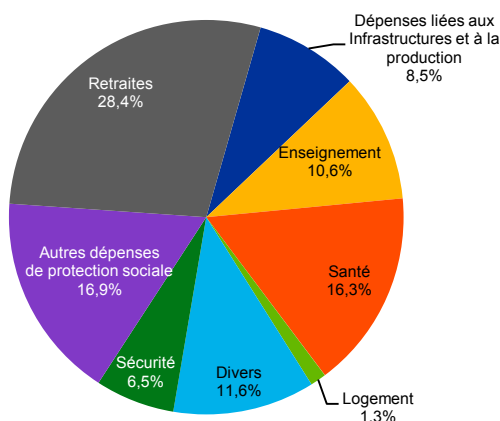
3.2 Les dépenses publiques

Les dépenses consacrées à l'enseignement et aux infrastructures de transport, qui sont généralement considérées comme les plus propices à la croissance, représentaient environ un cinquième du total des dépenses primaires de la zone euro en 2015. En outre, les dépenses de santé, qui peuvent également avoir des effets bénéfiques pour la croissance, comptaient pour près d'un cinquième. Par ailleurs, la protection sociale représente plus des deux cinquièmes du total des dépenses primaires et constitue de loin la principale composante budgétaire. Les versements au titre des retraites représentent 60 % environ des dépenses de cette catégorie.

Graphique 3

Composition fonctionnelle des dépenses primaires
des administrations publiques (hors contributions au budget de l'UE)
dans la zone euro en 2015

(en pourcentage du total des dépenses primaires)



Source : Base de données d'Eurostat.

Note : La catégorie « Dépenses liées aux infrastructures et à la production » exclut les transferts en capital pour la recapitalisation du système financier.

Encadré 1

Classification des dépenses et des recettes

Le présent encadré explique le raisonnement qui sous-tend la classification des différentes rubriques de dépenses et de recettes utilisées dans cette analyse. Le principe général est de définir des catégories conformément à la logique économique plutôt que de fournir des définitions purement statistiques.

Du côté des **dépenses**, l'analyse établit une distinction entre huit catégories : (1) dépenses liées aux infrastructures et à la production, (2) enseignement, (3) santé, (4) logement, (5) sécurité, (6) retraites, (7) autres dépenses de protection sociale et (8) divers. Ces catégories suivent étroitement la « Classification des fonctions des administrations publiques » (CFAP) ⁴³, mais elles ont été corrigées et regroupées pour mieux répondre aux besoins de l'analyse. Les principales corrections effectuées sont les suivantes :

- La catégorie « **dépenses d'infrastructures et liées à la production** » correspond à la catégorie « affaires économiques » de la CFAP. La principale rubrique de cette catégorie est celles des dépenses publiques liées aux infrastructures, notamment les transports, mais aussi le secteur énergétique. La catégorie CFAP comprend également une rubrique relative aux transferts en capital, dont une part significative est destinée à la recapitalisation du secteur financier. Dans la mesure où cette recapitalisation n'est pas considérée comme des coûts permanents, la catégorie transferts en capital est exclue.

⁴³ « La composition fonctionnelle des dépenses publiques dans l'Union européenne », *Bulletin mensuel*, BCE, avril 2009, p. 91-99.

- La catégorie protection sociale a été décomposée en deux sous-catégories « **retraites** » et « **autres dépenses de protection sociale** ». La logique de cette ventilation est que les dépenses au titre des retraites, qui correspondent aux pensions de vieillesse et des survivants, sont largement déterminées par les engagements antérieurs de l'État. Une composante importante de la rubrique « autres dépenses de protection sociale » est constituée des dépenses relatives au chômage, qui sont corrigées des variations saisonnières pour la présente analyse.
- La catégorie « **sécurité** » est constituée des catégories « défense » et « ordre et sécurité publics » de la CFAP.
- La catégorie « **divers** » recouvre des catégories CFAP relativement restreintes : « protection de l'environnement », « loisirs, culture et culte » et « services généraux des administrations publiques ». Cette dernière catégorie ne comprend pas les dépenses liées aux paiements d'intérêts ni les contributions au budget de l'UE, qui sont considérées comme non discrétionnaires.

Des données fondées sur les fonctions des administrations publiques permettent d'identifier les évolutions correspondantes des catégories de dépenses spécifiques. En revanche, les données traditionnelles relatives aux dépenses publiques tirées des comptes nationaux (statistiques des finances publiques) ne permettent pas de réaliser cette analyse. Elles classent les dépenses en effectuant une distinction entre les dépenses courantes (par exemple la rémunération des salariés, les consommations intermédiaires) et les dépenses en capital (par exemple l'investissement). Comme indiqué dans la section 2, les dépenses liées à l'enseignement, notamment, sont considérées comme propices à la croissance. Mais dans les comptes nationaux, elles sont divisées entre dépenses courantes (comme les salaires des enseignants et des professeurs) et dépenses en capital (comme l'investissement dans les bâtiments). Or, les dépenses enregistrées comme dépenses d'investissement peuvent avoir des effets très limités sur la croissance à long terme, par exemple en ce qui concerne les achats de matériel militaire.

Du côté des **recettes**, l'analyse se concentre sur quatre grandes catégories en fonction de l'assiette fiscale : travail, capital (c'est-à-dire les impôts payés par les entreprises), consommation et propriété. La catégorie fiscalité du travail est constituée principalement des impôts basés sur la masse salariale ainsi que des taxes prélevées sur les salaires et des cotisations de sécurité sociale versées par les employeurs et les salariés ⁴⁴. La fiscalité des entreprises comprend les impôts sur les revenus et les bénéfices des sociétés. Les impôts sur la consommation comprennent la TVA et les droits d'accise ainsi que quelques taxes minimales versées par les ménages. Enfin, les impôts sur la propriété sont la somme des impôts payés par les ménages liés à l'immobilier et au patrimoine, comme les impôts sur le capital ainsi que les impôts sur les terrains et les autres actifs. L'analyse étant limitée aux recettes fiscales, les autres sources de recettes en capital (c'est-à-dire extraordinaires), comme les recettes tirées des privatisations ou les recettes issues de la recapitalisation du secteur financier, sont exclues.

⁴⁴ La différenciation des recettes fiscales est motivée par l'approche adoptée par la Commission européenne dans sa publication « *Taxation Trends in the European Union: Data for the EU Member States, Iceland and Norway* » (Tendances de la fiscalité dans l'Union européenne : données relatives aux États membres de l'UE, à l'Islande et à la Norvège), édition 2016.

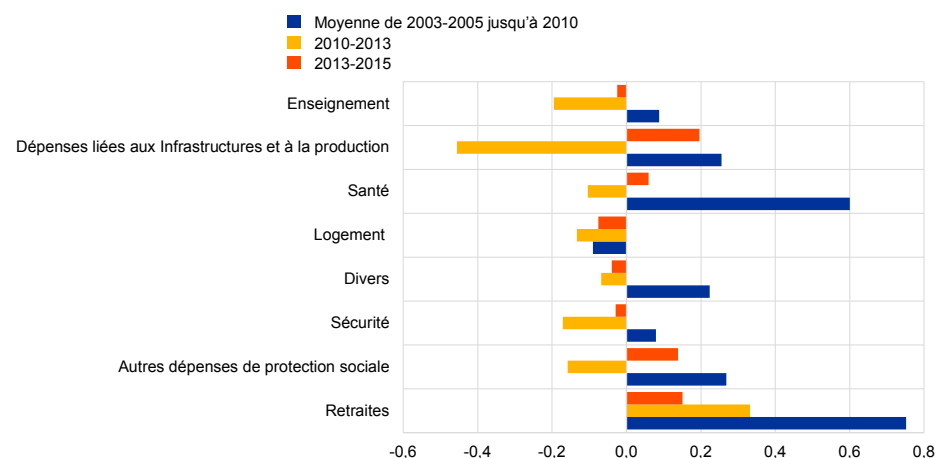
Les évolutions des catégories de dépenses rendent compte d'un changement de comportement notable au cours de la période sous revue.

Avant le début de l'assainissement, les dépenses publiques ont enregistré des augmentations dans la quasi-totalité des catégories, les plus fortes hausses étant concentrées sur les dépenses relatives aux retraites et à la santé, ainsi que le montre le graphique 4 (barres bleues). Du fait du vieillissement démographique, ces hausses ne sont probablement pas purement discrétionnaires. La catégorie des dépenses liées aux infrastructures et à la production, particulièrement propices à la croissance, a également enregistré des hausses significatives. Au cours de la période d'assainissement (barres jaunes), des réductions ont affecté l'ensemble des catégories, à l'exception des dépenses liées aux retraites. L'assainissement s'est largement appuyé sur d'importantes réductions des dépenses relatives à l'enseignement et aux infrastructures. Dans ce dernier cas, toutefois, le ratio de dépenses en pourcentage du PIB potentiel est resté constant dans l'ensemble sur la période 2013-2015, les fortes réductions au cours de la période d'assainissement ayant contrebalancé les hausses enregistrées avant et après cette période. S'agissant de l'enseignement, les réductions ont continué au cours de la période postérieure à l'assainissement (barres rouges). En revanche, durant la période qui l'a suivi, les dépenses au titre des retraites ont continué d'augmenter tandis que les hausses des catégories santé et prestations sociales hors retraites ont largement inversé les réductions intervenues lors de la période d'assainissement.

Graphique 4

Variations cumulées de la composition fonctionnelle des dépenses primaires des administrations publiques de la zone euro

(en pourcentage du PIB potentiel)



Sources : Base de données d'Eurostat, base de données AMECO de la Commission européenne et calculs de la BCE faisant appel aux élasticités budgétaires de l'OCDE. Les sous-composantes CFAP pour l'Espagne en 2015 proviennent d'une source nationale. Notes : Le graphique se rapporte à l'ensemble de la zone euro hors Lettonie en raison de données manquantes pour les sous-composantes CFAP sur la période 2003-2006.

L'ajustement cyclique des dépenses liées au chômage repose sur l'élasticité au sens de l'OCDE présentée par Price (R.), Dang (T.) et Guillemette (Y.), « Nouvelles estimations de l'élasticité des taxes et dépenses pour la surveillance budgétaire de l'UE », *OECD Economics Department Working Papers*, n° 1174, Éditions OCDE, Paris, 2014.

La catégorie « dépenses liées aux infrastructures et à la production » exclut les transferts en capital pour la recapitalisation du système financier.

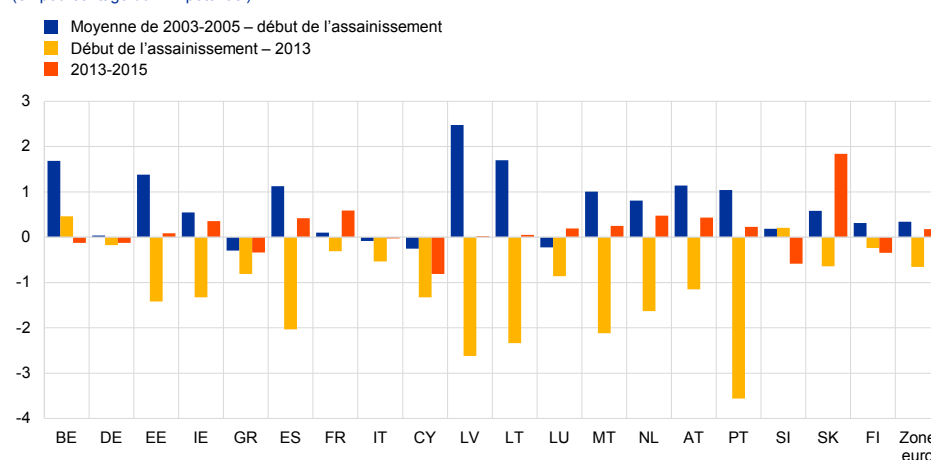
Les barres bleues représentent les changements intervenus au cours des années qui ont précédé la crise financière et au début de celle-ci (2003-2010). La moyenne de la période 2003-2005 est prise comme point de départ, cette période étant considérée comme « normale » avec la résorption des écarts de production en moyenne dans l'ensemble de la zone euro.

S'agissant des évolutions observées dans les différents pays au cours de la période antérieure à l'assainissement, de fortes hausses des dépenses particulièrement propices à la croissance (enseignement et infrastructures) ont été enregistrées dans la plupart des pays de la zone euro. Ainsi que le montre le graphique 5, la Grèce, le Luxembourg, l'Italie et Chypre sont les seuls pays ayant enregistré des réductions de l'agrégat des dépenses relatives à l'enseignement et aux infrastructures avant même la crise.

Graphique 5

Évolutions cumulées des dépenses liées « à l'enseignement » et « aux infrastructures et à la production » dans les pays de la zone euro

(en pourcentage du PIB potentiel)



Sources : Base de données d'Eurostat et base de données AMECO de la Commission européenne. Les sous-composantes CFAP pour l'Espagne en 2015 proviennent d'une source nationale.

Note : Le « début de l'assainissement » est spécifique à chaque pays afin d'indiquer que les différents pays ont débuté l'assainissement à des dates différentes. L'année de début est définie comme celle ayant enregistré le plus fort déficit/le plus faible excédent du solde primaire corrigé du cycle. Le début de l'assainissement est donc défini comme suit : fin 2008 pour EE, LV, LT et MT ; fin 2009 pour BE, GR, ES et AT ; fin 2010 pour DE, IE, FR, IT, LU, NL, PT, SK et FI ; et fin 2011 pour CY et SI. Le début de l'assainissement pour la zone euro à 19 correspond à la fin 2010, année où a été enregistré le déficit le plus élevé du solde primaire corrigé du cycle.

Au cours de la période d'assainissement, les dépenses consacrées à l'enseignement et aux investissements en infrastructures ont subi les plus fortes réductions dans la plupart des pays. Des réductions de dépenses ont été enregistrées dans tous les pays de la zone euro, à l'exception de la Belgique et de la Slovaquie. Les réductions ont été particulièrement fortes dans les pays dont les besoins d'ajustement étaient les plus élevés. L'Irlande, la Grèce, le Portugal et Chypre ont enregistré des réductions jusqu'en 2013, qui se sont poursuivies au-delà de cette date en Grèce et à Chypre.

Les dépenses consacrées aux infrastructures et à l'enseignement ont augmenté en 2014 et en 2015 dans de nombreux pays, inversant en partie les réductions de la période d'assainissement. Ainsi que le montre le graphique 5, depuis 2013, les dépenses particulièrement propices à la croissance se sont globalement redressées, mais en 2015, elles étaient encore inférieures aux niveaux antérieurs à la période d'assainissement. Des hausses ont été enregistrées dans plus de la moitié des pays de la zone euro. En l'absence de besoins d'assainissement pressants, l'Allemagne a quand même légèrement réduit son ratio des dépenses d'enseignement et d'infrastructures en pourcentage du PIB potentiel.

Les hausses observées dans les autres pays appartiennent principalement à la catégorie des dépenses d'infrastructures. S'agissant de l'enseignement, la réduction des dépenses en pourcentage du PIB potentiel s'est même poursuivie en 2014 et 2015 dans la plupart des pays de la zone euro. Cependant, cette diminution ne se traduit pas nécessairement en totalité par une réduction des dépenses par étudiant en raison de la baisse de la part des jeunes dans la population.

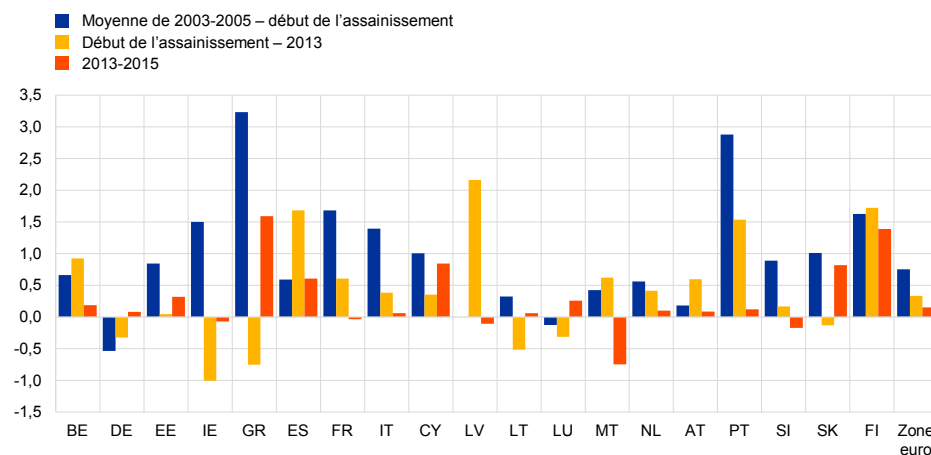
Il est également pertinent d'examiner l'efficacité des dépenses propices à la croissance au vu de leurs résultats. Il est remarquable que certains des pays ayant procédé aux plus fortes réductions des dépenses relatives à l'enseignement et aux infrastructures après la crise financière soient également ceux qui avaient enregistré les plus fortes hausses au cours de la période d'essor qui l'a précédée. Par conséquent, les ajustements postérieurs à 2009 reflètent également dans une certaine mesure des évolutions non soutenables avant le début de la crise, certaines dépenses ayant été mal ciblées et peu efficaces.

Les dépenses au titre des retraites sont la seule catégorie enregistrant des hausses dans la plupart des pays sur l'ensemble de la période 2013-2015, y compris durant la période d'assainissement. Comme le montre le graphique 6, les hausses ont été particulièrement fortes en Grèce et au Portugal avant le début de l'assainissement, tandis que l'Allemagne et le Luxembourg sont les seuls pays ayant enregistré des baisses. Durant les épisodes d'assainissement, les hausses ont persisté dans la majorité des pays, tandis que des baisses importantes sont intervenues dans les pays faisant l'objet d'un programme. Toutefois, ces baisses ont été plus faibles que les hausses des années précédentes. Les dépenses au titre des retraites ont continué de progresser dans la majorité des pays de la zone euro au-delà de 2013, reflétant également une nouvelle augmentation de la proportion de personnes âgées dans la population. Cela montre que les tensions exercées par le vieillissement de la population continueront de limiter la marge de manœuvre gouvernementale au cours des prochaines années compte tenu des nouvelles hausses prévues de la proportion des personnes âgées.

Graphique 6

Évolutions cumulées des dépenses au titre des pensions de vieillesse et des survivants dans les pays de la zone euro

(en pourcentage du PIB potentiel)



Sources : Base de données d'Eurostat et base de données AMECO de la Commission européenne. Les sous-composantes CFAP pour l'Espagne en 2015 proviennent d'une source nationale.

Notes : Aucune donnée CFAP n'est disponible en ce qui concerne les retraites en Lettonie sur la période 2003–2006. Par conséquent, l'agrégat zone euro se rapporte à la zone euro à 18 hors Lettonie.

Le « début de l'assainissement » est spécifique à chacun des pays afin d'indiquer qu'ils ont débuté l'assainissement à des dates différentes. L'année de début est définie comme celle ayant enregistré le plus fort déficit/le plus faible excédent du solde primaire corrigé du cycle. Le début de l'assainissement est donc défini comme suit : fin 2008 pour EE, LV, LT et MT ; fin 2009 pour BE, GR, ES et AT ; fin 2010 pour DE, IE, FR, IT, LU, NL, PT, SK et FI ; et fin 2011 pour CY et SI. Le début de l'assainissement pour la zone euro à 18 correspond à la fin 2010, année où a été enregistré le déficit le plus élevé du solde primaire corrigé du cycle.

Globalement, les dépenses relatives aux catégories les plus propices à la croissance ont diminué au cours des années d'assainissement, mais les dépenses au titre des retraites ont augmenté régulièrement sur toute la période. Ce résultat doit tout particulièrement être pris en considération compte tenu du fait que les dépenses au titre des retraites s'élèvent à plus d'un quart des dépenses publiques de la zone euro, tandis que les dépenses relatives aux catégories enseignement et transports, propices à la croissance, comptent pour moins d'un cinquième.

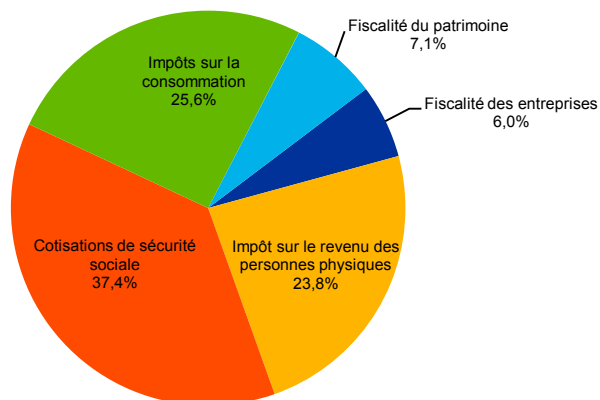
3.3 Les recettes publiques

Sur le volet recettes, les évolutions peuvent être appréciées au travers de quatre grandes catégories de recettes fiscales que sont la fiscalité du patrimoine, les impôts sur la consommation, la fiscalité du travail et la fiscalité des entreprises. Le graphique 7 illustre les parts respectives de ces grandes catégories de recettes fiscales pour l'ensemble de la zone euro. La fiscalité du travail, qui correspond à la somme de l'impôt sur le revenu des personnes physiques et des cotisations de sécurité sociale, représentait plus de 60 % des recettes fiscales, tandis que la fiscalité des entreprises ne représentait que 6 %. La fiscalité du patrimoine et les impôts sur la consommation, deux catégories qui créent moins de distorsions, représentaient près du tiers des recettes fiscales.

Graphique 7

Parts des différentes catégories de recettes fiscales de la zone euro en 2015

(en pourcentage des recettes fiscales)



Sources : Base de données d'Eurostat, Commission européenne (base de données AMECO) et calculs de la BCE faisant appel aux élasticités budgétaires de l'OCDE.

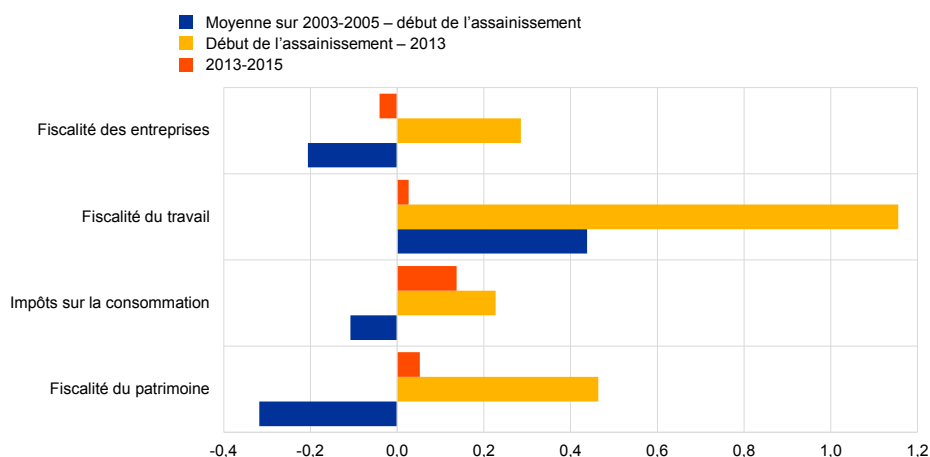
Note : La catégorie « fiscalité du travail » correspond à l'agrégation de l'impôt sur le revenu des personnes physiques et des cotisations de sécurité sociale.

Au cours de la période qui a précédé l'assainissement, la hausse de la fiscalité du travail a été contrebalancée par des réductions pour les autres catégories d'impôts. Comme l'illustre le graphique 8, il est à noter que les impôts sur les sociétés, sur la consommation et sur le patrimoine ont diminué en moyenne sur la période 2003-2010, à une exception notable, l'Allemagne, où la part des recettes issue de la fiscalité du travail a fortement diminué et celle des recettes provenant des impôts sur la consommation a augmenté.

Graphique 8

Évolution des catégories de recettes corrigées du cycle pour l'ensemble de la zone euro

(en pourcentage du PIB potentiel)



Sources : Base de données d'Eurostat, Commission européenne (base de données AMECO) et calculs de la BCE faisant appel aux élasticités budgétaires de l'OCDE.

Note : L'ajustement cyclique des différentes catégories de recettes repose sur les élasticités au sens de l'OCDE présentées par Price (R.), Dang (T.) et Guillemette (Y.), « *New Tax and Expenditure Elasticity Estimates for EU Budget Surveillance* » (Nouvelles estimations de l'élasticité des impôts et dépenses pour la surveillance budgétaire de l'UE), *OECD Economics Department Working Papers*, n° 1174, Éditions OCDE, Paris, 2014.

Durant la période d'assainissement, les États ont eu largement recours à des impôts créant davantage de distorsions, notamment la fiscalité du travail, pour redresser les finances publiques. Comme l'illustre le graphique 8, les hausses se sont concentrées principalement sur la fiscalité du travail. De fortes hausses ont été enregistrées en particulier dans les pays où les besoins d'assainissement étaient importants, comme la Grèce, le Portugal et la France. L'augmentation des recettes de l'impôt sur les sociétés observée au cours de la période d'assainissement a marqué une relative inversion par rapport au recours plus faible à ce type de recettes sur la période antérieure.

S'agissant des recettes, on assiste depuis 2013 à un report sur des catégories d'impôts créant moins de distorsions. Le recours aux impôts sur le patrimoine et sur la consommation s'est encore accru, tandis que la fiscalité des entreprises a enregistré une légère baisse.

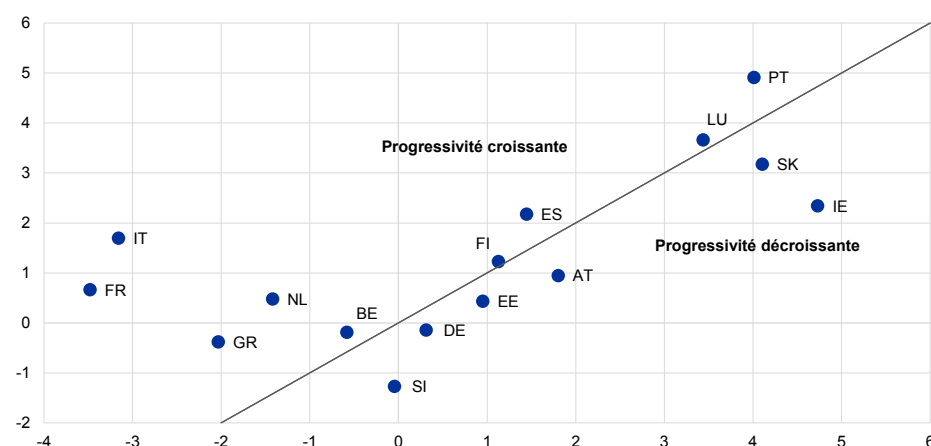
La part relative de la fiscalité du travail et la progressivité de cet impôt sont intéressantes pour la croissance. Comme l'illustre le graphique 9, de nombreux pays de la zone euro ont eu recours à une augmentation de l'imposition des revenus du travail lorsque la nécessité d'un assainissement budgétaire s'est faite particulièrement pressante. Le graphique 9 illustre l'évolution du coin fiscal sur le travail (c'est-à-dire le ratio impôt sur le revenu des personnes physiques et cotisations de sécurité sociale/coûts totaux de main-d'œuvre correspondants pour l'employeur) pour les ménages avec un seul apporteur de revenu dont la rémunération est égale à 67 % et à 167 %, respectivement, du revenu national moyen. Le graphique montre que la plupart des pays de l'échantillon ont accru la charge fiscale pesant sur les salariés à haut revenu, tandis que quatre d'entre eux

(notamment la France et l'Italie) ont réduit la charge pesant sur les travailleurs à bas revenu.

Graphique 9

Évolution du coin fiscal moyen sur les revenus du travail (du début de l'assainissement à 2015)

(en points de pourcentage, axe des abscisses : pour un seul apporteur de revenu gagnant 67 % du salaire moyen ; axe des ordonnées : 167 % du salaire moyen)



Source : Les impôts sur les salaires 2017, Éditions OCDE, Paris, 2017

Note : La ligne représente la droite à 45 degrés.

Les taux d'imposition sur les revenus des sociétés n'ont pas nettement augmenté, que ce soit durant la période d'assainissement ou après.

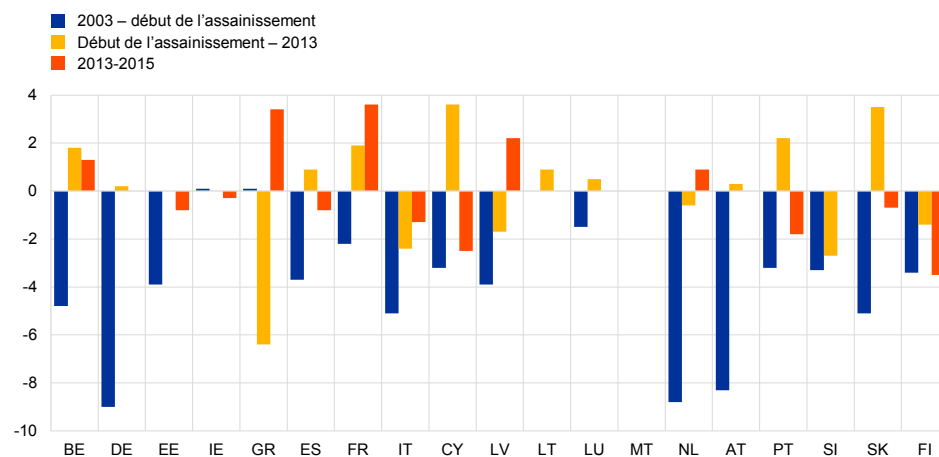
Le graphique 10 montre le taux effectif d'imposition moyen (TEI moyen) ⁴⁵, qui représente la charge fiscale effective pesant sur un investissement rentable. Il prend en compte le code des impôts en vigueur dans chaque pays, notamment en ce qui concerne les taux d'imposition statutaires et la définition de l'assiette fiscale. Au cours de la première période, on observe une tendance générale à un allègement de la charge fiscale pesant sur les entreprises, ce qui peut également refléter une intensification de la concurrence fiscale. Durant la période d'assainissement et après 2015, seuls quelques pays ont eu recours à une augmentation de l'impôt sur les sociétés pour générer des recettes supplémentaires. Dans la plupart des pays, la charge fiscale effective pour les entreprises est désormais plus faible qu'avant la période d'expansion.

⁴⁵ Les TEI moyens reposent sur des calculs du Centre de recherche économique européenne (ZEW), 2016.

Graphique 10

Évolution des TEI moyens sur les revenus des sociétés

(en points de pourcentage)



Sources : Spengel (C.), Schmidt (F.), Heckemeyer (J. H.), Nicolay (K.), Bartholmeß (A.), Bräutigam (R.), Braun (J.), Dutt (V.), Evers (M. T.), Harendt (C.), Klar (O.), Nusser (H.), Olbert (M.), Pfeiffer (O.), Steinbrenner (D.), Streif (F.) et Todtenhaupt (M.), « *Effective Tax Levels using the Devereux/Griffith Methodology, Project for the EU Commission* » TAXUD/2013/CC/120 Final Report, ZEW, Mannheim, 2016.

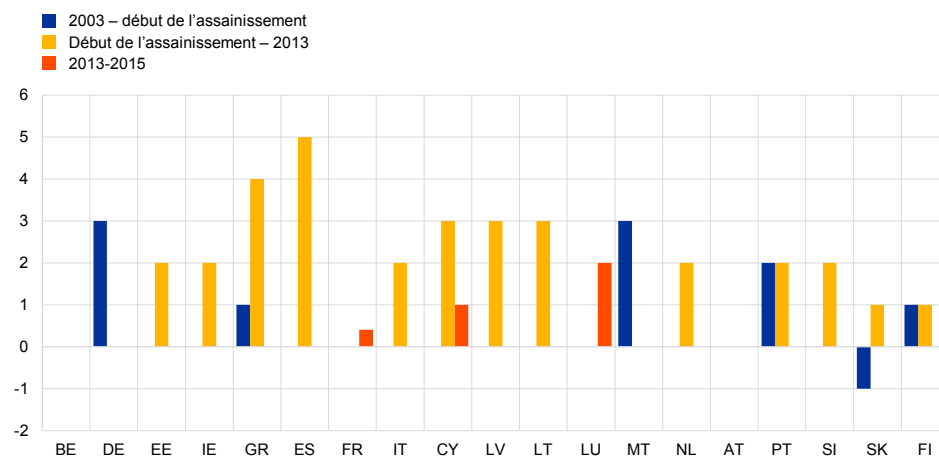
S'agissant des impôts sur la consommation, on observe une tendance au relèvement des taux de TVA.

Le graphique 11 illustre l'évolution des taux normaux de TVA, qui représentent une approximation satisfaisante de la charge fiscale pesant sur la consommation étant donné que la TVA est la principale source de recettes issues de la fiscalité indirecte. La quasi-totalité des pays ont augmenté la charge fiscale pesant sur la consommation. Les taux ont été relevés de manière particulièrement marquée lors de la période d'assainissement (notamment dans les pays soumis à des programmes d'ajustement), mais certains pays ont également relevé leurs taux de TVA après l'ajustement. La hausse des impôts sur la consommation est également intervenue dans de nombreux pays de la zone euro sous la forme d'un élargissement de l'assiette fiscale, des biens passant du taux réduit au taux normal, et sous la forme d'une augmentation des droits d'accise.

Graphique 11

Évolution du taux normal de TVA

(en points de pourcentage)



Source : VAT rates applied in the Member States of the European Union: Situation at 1 January 2017, Commission européenne, Taxud.c.1, 2017.

Note : Les colonnes vides indiquent qu'il n'y a pas eu de modification du taux normal de TVA dans la juridiction et sur la période concernée.

Dans l'ensemble, si la fiscalité des catégories créant le plus de distorsions (comme la fiscalité du travail) a augmenté au cours de la période d'assainissement, depuis 2013 les États ont eu davantage recours à une fiscalité créant moins de distorsions. Ce résultat est particulièrement intéressant si l'on considère que la fiscalité du travail est la principale composante des recettes fiscales. La Commission européenne ⁴⁶ a mis au point une méthodologie d'évaluation horizontale reposant sur différents indicateurs, qui permet d'apprécier s'il est nécessaire et possible de déplacer la charge fiscale pesant sur les revenus du travail vers d'autres catégories de revenus moins néfastes pour la croissance. L'analyse réalisée à partir de données portant sur la période 2011-2013 montre que pour un tiers environ des États membres de l'UE, il est nécessaire et possible de favoriser la croissance en retenant pour l'impôt d'autres assiettes fiscales que les revenus du travail.

4 Synthèse et recommandations

L'évolution des finances publiques de la zone euro au cours des dernières années illustre les risques que des vulnérabilités budgétaires font peser sur la capacité des recettes et des dépenses publiques à favoriser la croissance.

Dans l'ensemble, la composition des budgets est devenue moins propice à la croissance au fil du temps sur la période analysée (2003-2015), sous l'effet essentiellement des mesures prises en réponse à la crise (cf. graphique 12). Au cours de la période qui a précédé l'assainissement (2003-2010), les dépenses ont

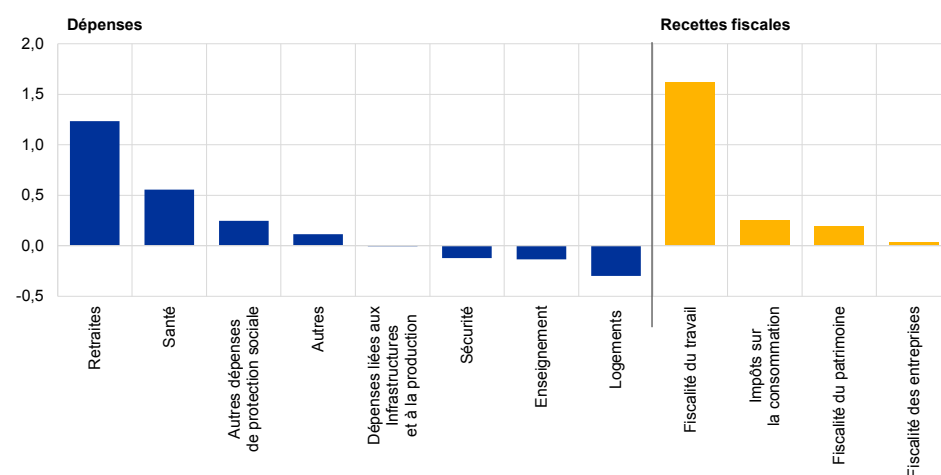
⁴⁶ Wöhlbier (F.), Astarita (C.) et Mourre (G.), « Growth-Friendly Tax Structures: An Indicator-Based Approach », *German Economic Review*, à paraître.

augmenté de façon généralisée, les progressions les plus élevées se concentrant sur les dépenses au titre des retraites et de la santé, qui sont considérées comme moins propices à la croissance. Durant la période d'assainissement (2011-2013), l'augmentation des recettes est passée par un recours important à des impôts créant davantage de distorsions, notamment la fiscalité du travail, tandis que les baisses des dépenses se sont axées sur des catégories propices à la croissance comme l'enseignement ou l'investissement dans les infrastructures ⁴⁷. Toutefois, il est encourageant d'observer certaines tendances à une amélioration de la composition des budgets en faveur de la croissance depuis 2013, grâce à une évolution vers une fiscalité créant moins de distorsions et un redressement partiel de certaines dépenses porteuses de croissance.

Graphique 12

Variations cumulées de différentes catégories de dépenses et d'impôts de la zone euro

(moyenne sur la période allant de 2003-2005 à 2015, en pourcentage du PIB potentiel)



Sources : Base de données d'Eurostat, Commission européenne (base de données AMECO) et calculs de la BCE faisant appel aux élasticités budgétaires de l'OCDE. Les sous-composantes CFAP pour l'Espagne en 2015 proviennent d'une source nationale.

Notes : S'agissant des catégories de dépenses, le graphique se rapporte à l'ensemble de la zone euro hors Lettonie en raison de données manquantes pour les sous-composantes CFAP sur la période 2003-2006.

L'ajustement cyclique repose sur l'élasticité au sens de l'OCDE présentée par Price (R.), Dang (T.) et Guillemette (Y.), « *New Tax and Expenditure Elasticity Estimates for EU Budget Surveillance* » (Nouvelles estimations de l'élasticité des impôts et dépenses pour la surveillance budgétaire de l'UE), *OECD Economics Department Working Papers*, n° 1174, Éditions OCDE, Paris, 2014.

La catégorie « infrastructures et activités liées à la production » exclut les transferts en capital pour la recapitalisation du système financier.

Pour l'avenir, il apparaît nécessaire d'améliorer la composition des budgets publics pour se conformer à l'objectif de croissance à long terme.

En particulier, il devrait être possible d'alléger la charge fiscale sans incidence sur le budget. La part de la fiscalité du travail dans les recettes a fortement augmenté durant la période d'assainissement, et la réduire devrait être relativement bénéfique pour la croissance. Il conviendrait de s'appuyer davantage sur des assiettes fiscales créant moins de distorsions comme la consommation et le patrimoine : évoluer vers une taxation du patrimoine peut également être favorable aux fonds propres. En outre, les réformes les plus favorables à la croissance apportées à l'impôt sur le

⁴⁷ Cf. également « *Taxing times* », *IMF Fiscal Monitor*, octobre 2013.

revenu des personnes physiques sont celles qui réduisent la charge pesant sur le travailleur à bas revenu et le deuxième apporteur de revenu, l'augmentation du taux d'activité de ces deux catégories de population contribuant à réduire les inégalités en matière de revenus du travail. Selon les données de l'OCDE, en 2016 le coin fiscal moyen pour les travailleurs à bas revenu s'établissait à 37,6 % et était nettement plus élevé que la moyenne de l'OCDE (32,3 %). Sur le volet dépenses, une attention particulière doit être accordée à la réallocation de ressources vers les domaines de la santé, de l'enseignement ou des infrastructures, ces dépenses ayant montré leurs effets positifs à long terme sur la croissance, parallèlement à une réduction des dépenses moins productives. Cet effet sur la croissance économique à long terme est concomitant à une diminution du pourcentage de personnes risquant d'être au chômage ou d'occuper un emploi précaire.

Les facteurs spécifiques à certains pays doivent être pris en compte lors de l'élaboration des mesures en faveur d'une composition du budget plus favorable à la croissance.

Les tendances décelées au niveau de la zone euro révèlent une hétérogénéité s'agissant des différents pays. Toutes choses égales par ailleurs, pour un pays ayant un taux très élevé de dépenses publiques il devrait être relativement plus intéressant de réduire les dépenses et de disposer ainsi d'une marge de manœuvre budgétaire afin de réduire les impôts générateurs de distorsions. En revanche, pour un pays dont le secteur public est peu développé, il pourrait être judicieux d'augmenter les recettes fiscales issues de sources n'introduisant pas de distorsions s'il apparaît nécessaire de soutenir les dépenses productives. Afin de déterminer si les finances publiques sont favorables à la croissance, il est également important de s'intéresser aux données microéconomiques et aux études d'efficacité au niveau des pays. Une administration fiscale faible induit une évasion qui est inefficace et entraîne une concurrence fiscale déloyale entre les entreprises informelles et les entreprises officiellement enregistrées (*IMF Fiscal Monitor*, 2017). Une collecte de l'impôt plus efficace peut également dégager une marge de manœuvre budgétaire permettant de diminuer les taux des impôts générateurs de distorsions. Sur le volet dépenses, l'efficacité des dépenses publiques est primordiale pour maximiser l'effet sur l'économie des dépenses réalisées à l'aide des ressources disponibles. À cet égard, les études font apparaître une grande hétérogénéité dans l'efficacité des dépenses entre les pays de la zone euro.

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
2014	3,4	2,4	3,1	0,3	7,3	1,2	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,4	2,6	2,2	1,1	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,2	1,6	1,8	1,0	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2016 T3	0,9	0,9	0,5	0,3	1,8	0,4	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
T4	0,9	0,5	0,7	0,3	1,7	0,5	1,5	1,7	1,8	1,2	0,3	2,2	0,7
2017 T1	0,9	0,4	0,2	0,3	1,3	0,6	2,4	1,8	2,5	2,1	0,3	1,4	1,8
T2	.	.	.	.	1,7	.	.	.	1,9	.	.	.	1,5
2017 Janvier	—	—	—	—	—	—	2,3	1,9	2,5	1,8	0,4	2,5	1,8
Février	—	—	—	—	—	—	2,5	1,9	2,7	2,3	0,3	0,8	2,0
Mars	—	—	—	—	—	—	2,3	1,8	2,4	2,3	0,2	0,9	1,5
Avril	—	—	—	—	—	—	2,4	1,9	2,2	2,7	0,4	1,2	1,9
Mai	—	—	—	—	—	—	2,1	1,8	1,9	2,9	0,4	1,5	1,4
Juin	—	—	—	—	—	—	.	.	1,6	.	.	.	1,3

Sources : Eurostat (col. 3, 6, 10, 13); BRI (col. 9, 11, 12); OCDE (col. 1, 2, 4, 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
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,3	54,1	51,5	2,5	3,8	1,7
2015	53,2	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,3	1,3	3,7	-0,2
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	51,9	50,2	0,9	1,2	0,7
2016 T3	51,4	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,8	51,3	50,1	0,9	1,0	0,9
T4	53,2	54,6	55,6	52,0	53,1	53,8	53,4	53,2	50,5	1,6	-1,3	3,7
2017 T1	53,3	54,3	54,6	52,5	52,3	55,6	53,4	53,3	51,8	2,6	1,7	3,2
T2	53,1	53,6	54,8	53,0	51,3	56,6	52,5	53,3	51,5	.	.	.
2017 Janvier	53,8	55,8	55,3	52,3	52,2	54,4	53,2	54,0	51,7	2,7	0,3	4,4
Février	53,0	54,1	53,8	52,2	52,6	56,0	53,6	52,8	52,2	2,8	1,1	3,9
Mars	53,2	53,0	54,8	52,9	52,1	56,4	53,5	53,1	51,6	2,6	1,7	3,2
Avril	53,0	53,2	56,2	52,6	51,2	56,8	52,7	53,1	51,6	0,5	0,4	0,6
Mai	53,1	53,6	54,3	53,4	51,5	56,8	52,6	53,3	51,4	.	.	.
Juin	53,2	53,9	53,8	52,9	51,1	56,3	52,2	53,4	51,6	.	.	.

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
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	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2016 Décembre	-0,35	-0,37	-0,32	-0,22	-0,08	0,98	-0,04
2017 Janvier	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,09	1,03	-0,02
Février	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,04	-0,01
Mars	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,13	0,00
Avril	-0,36	-0,37	-0,33	-0,25	-0,12	1,16	0,02
Mai	-0,36	-0,37	-0,33	-0,25	-0,13	1,19	-0,01
Juin	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,15	1,26	-0,01

Source : BCE.

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

2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux			Taux à terme instantanés			
	Zone euro ^{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
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
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2016 Décembre	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017 Janvier	-0,70	-0,70	-0,69	-0,28	0,50	1,20	1,69	1,36	-0,72	-0,60	0,64	1,63
Février	-0,87	-0,88	-0,90	-0,54	0,25	1,13	1,56	1,05	-0,92	-0,86	0,34	1,46
Mars	-0,75	-0,74	-0,73	-0,36	0,38	1,12	1,36	1,01	-0,75	-0,64	0,47	1,52
Avril	-0,78	-0,77	-0,73	-0,35	0,38	1,15	1,21	1,03	-0,75	-0,61	0,48	1,50
Mai	-0,73	-0,74	-0,74	-0,39	0,36	1,10	1,05	0,88	-0,76	-0,67	0,43	1,54
Juin	-0,69	-0,65	-0,59	-0,17	0,54	1,19	1,07	0,93	-0,60	-0,41	0,65	1,63

Source : BCE.

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

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

2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs											
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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
2016	321,6	3 003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2 094,7	16 920,5
2016 Décembre	342,6	3 207,3	698,1	253,7	619,1	313,6	165,7	541,6	396,0	237,1	320,9	797,3	2 246,6	19 066,0
2017 Janvier	352,4	3 298,8	720,9	258,4	637,7	321,1	170,1	557,7	412,7	240,1	337,5	817,4	2 275,1	19 194,1
Février	353,2	3 293,1	728,9	257,0	644,9	312,5	166,6	563,0	431,7	239,1	334,6	839,5	2 329,9	19 188,7
Mars	365,7	3 427,1	740,4	261,7	671,6	314,2	174,7	578,4	450,3	252,1	349,6	870,0	2 366,8	19 340,2
Avril	373,9	3 491,8	753,7	271,1	683,6	319,4	178,0	598,4	459,3	260,7	349,8	893,3	2 359,3	18 736,4
Mai	387,1	3 601,9	765,9	281,9	707,5	318,8	186,4	616,2	477,1	272,5	363,8	935,1	2 395,3	19 726,8
Juin	383,6	3 547,8	767,8	283,0	698,8	299,9	182,4	617,2	475,2	283,6	355,4	927,3	2 434,0	20 045,6

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	TAE ³⁾	Par période de fixation initiale du taux				TAE ³⁾	Indicateur composite du coût d'emprunt				
				≤ 2 ans	> 2 ans					Taux variable et période ≤ 1 an		> 1 an	Taux variable et période ≤ 1 an			> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans		> 10 ans
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2016	Juin	0,09	0,54	0,56	0,85	6,54	16,80	4,96	5,87	6,18	2,44	1,81	2,00	1,96	2,01	2,32	1,96		
	Juillet	0,09	0,52	0,50	0,91	6,45	16,80	5,14	5,96	6,29	2,39	1,81	1,96	1,96	1,95	2,32	1,92		
	Août	0,08	0,51	0,52	0,83	6,48	16,78	5,43	6,01	6,37	2,40	1,86	1,95	1,86	1,88	2,31	1,90		
	Septembre	0,08	0,50	0,50	0,79	6,50	16,78	5,16	5,75	6,14	2,35	1,80	1,98	1,85	1,85	2,28	1,86		
	Octobre	0,08	0,49	0,44	0,75	6,43	16,78	5,16	5,69	6,11	2,43	1,78	1,90	1,80	1,81	2,25	1,81		
	Novembre	0,08	0,49	0,43	0,78	6,40	16,71	4,91	5,74	6,12	2,43	1,76	1,91	1,76	1,79	2,24	1,79		
	Décembre	0,08	0,49	0,43	0,76	6,34	16,68	4,78	5,48	5,87	2,31	1,77	1,90	1,80	1,75	2,24	1,78		
2017	Janvier	0,07	0,48	0,42	0,75	6,34	16,62	5,05	5,87	6,24	2,27	1,76	1,88	1,80	1,76	2,28	1,81		
	Février	0,07	0,48	0,40	0,76	6,39	16,68	5,09	5,72	6,17	2,39	1,77	1,89	1,84	1,81	2,29	1,85		
	Mars	0,06	0,48	0,40	0,74	6,34	16,68	4,99	5,62	6,08	2,39	1,74	1,88	1,85	1,82	2,25	1,85		
	Avril	0,06	0,47	0,40	0,75	6,34	16,70	4,82	5,58	5,96	2,36	1,72	1,89	1,91	1,85	2,26	1,87		
	Mai ^(p)	0,06	0,47	0,39	0,81	6,33	16,69	5,06	5,78	6,21	2,44	1,73	1,90	1,90	1,87	2,23	1,87		

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAEG).

2.5 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts et aux dépôts des sociétés non financières (contrats nouveaux) ^{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		
2016	Juin	0,11	0,15	0,64	2,75	2,66	3,01	2,52	1,85	1,91	1,85	1,34	1,60	1,64	1,90
	Juillet	0,10	0,16	0,42	2,71	2,73	3,07	2,47	1,86	1,91	1,81	1,28	1,56	1,69	1,87
	Août	0,09	0,16	0,47	2,74	2,69	3,02	2,46	1,87	1,95	1,80	1,22	1,48	1,54	1,83
	Septembre	0,09	0,12	0,47	2,73	2,65	2,96	2,42	1,83	1,86	1,73	1,28	1,61	1,63	1,86
	Octobre	0,08	0,15	0,49	2,68	2,63	3,04	2,37	1,81	1,84	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83
	Novembre	0,07	0,12	0,42	2,65	2,60	2,91	2,38	1,82	1,82	1,68	1,29	1,43	1,52	1,82
	Décembre	0,07	0,12	0,59	2,64	2,58	2,84	2,30	1,83	1,84	1,68	1,33	1,46	1,62	1,81
2017	Janvier	0,06	0,12	0,51	2,64	2,68	2,80	2,30	1,81	1,86	1,73	1,22	1,38	1,62	1,79
	Février	0,06	0,10	0,53	2,64	2,58	2,78	2,35	1,77	1,76	1,71	1,18	1,32	1,53	1,76
	Mars	0,06	0,08	0,58	2,57	2,52	2,79	2,35	1,76	1,79	1,72	1,31	1,63	1,58	1,82
	Avril	0,06	0,10	0,40	2,56	2,55	2,69	2,35	1,79	1,78	1,70	1,34	1,50	1,64	1,81
	Mai ^(p)	0,05	0,10	0,47	2,51	2,49	2,77	2,37	1,76	1,73	1,71	1,20	1,46	1,63	1,76

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																											
2014		1 322	544	132	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25												
2015		1 269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34												
2016		1 242	520	135	.	59	466	62	351	161	46	.	32	79	33												
2016 Décembre		1 242	520	135	.	59	466	62	316	143	66	.	32	50	25												
2017 Janvier		1 276	536	135	.	73	469	63	420	203	49	.	39	88	41												
Février		1 303	550	141	.	79	466	66	348	168	49	.	31	72	29												
Mars		1 315	547	131	.	82	480	74	389	171	52	.	43	90	33												
Avril		1 302	525	136	.	90	479	72	354	155	45	.	43	75	36												
Mai		1 301	522	138	.	92	481	68	357	173	42	.	37	84	21												
Long terme																											
2014		15 128	4 055	3 156	.	990	6 285	642	219	65	43	.	16	85	10												
2015		15 232	3 784	3 274	.	1 055	6 482	637	215	68	45	.	13	81	9												
2016		15 245	3 640	3 187	.	1 133	6 643	641	208	59	46	.	17	78	8												
2016 Décembre		15 245	3 640	3 187	.	1 133	6 643	641	163	45	78	.	13	25	2												
2017 Janvier		15 305	3 645	3 198	.	1 135	6 688	638	317	103	82	.	15	108	9												
Février		15 332	3 667	3 201	.	1 138	6 686	640	246	80	54	.	12	89	12												
Mars		15 346	3 648	3 170	.	1 149	6 736	643	277	63	83	.	24	97	9												
Avril		15 313	3 632	3 184	.	1 148	6 717	632	211	54	53	.	13	87	5												
Mai		15 379	3 634	3 177	.	1 152	6 781	634	249	62	63	.	18	101	4												

Source : BCE.

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

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

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

		Titres de créance						Actions cotées				
		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières	
				Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques					
												Véhicules financiers
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours												
2014		16 450,2	4 598,3	3 287,1	.	1 048,9	6 823,2	692,7	5 958,0	591,1	782,2	4 584,6
2015		16 501,2	4 301,4	3 421,0	.	1 116,7	6 960,1	702,1	6 744,7	586,1	907,6	5 251,0
2016		16 486,5	4 160,0	3 322,3	.	1 192,6	7 108,6	703,0	7 029,2	538,7	1 020,0	5 470,5
2016 Décembre		16 486,5	4 160,0	3 322,3	.	1 192,6	7 108,6	703,0	7 029,2	538,7	1 020,0	5 470,5
2017 Janvier		16 580,6	4 181,5	3 333,6	.	1 208,1	7 156,9	700,5	7 015,2	542,3	1 018,4	5 454,5
Février		16 634,6	4 217,1	3 342,1	.	1 217,2	7 151,9	706,3	7 201,2	539,0	1 028,8	5 633,4
Mars		16 660,9	4 195,3	3 301,9	.	1 230,7	7 216,0	717,0	7 509,1	609,8	1 058,8	5 840,5
Avril		16 615,2	4 157,8	3 319,7	.	1 238,5	7 195,8	703,5	7 689,6	636,8	1 077,2	5 975,6
Mai		16 680,2	4 155,9	3 315,3	.	1 244,7	7 262,7	701,6	7 781,7	631,0	1 070,8	6 079,9
Taux de croissance												
2014		-0,8	-8,1	0,2	.	4,9	3,1	1,1	1,6	7,2	2,0	0,7
2015		0,2	-7,0	5,4	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6
2016		0,1	-3,1	-2,2	.	7,0	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0	0,4
2016 Décembre		0,1	-3,1	-2,2	.	7,0	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0	0,4
2017 Janvier		0,7	-2,1	-1,0	.	8,9	2,2	-0,3	0,6	1,5	1,1	0,4
Février		1,2	-1,7	1,1	.	9,8	1,6	0,8	0,7	4,1	1,3	0,3
Mars		1,3	-1,4	1,5	.	9,5	1,7	0,8	0,8	5,8	0,9	0,3
Avril		1,4	-2,0	1,9	.	8,4	2,2	0,2	0,8	5,9	1,1	0,3
Mai		1,4	-1,9	2,1	.	8,2	2,2	0,1	0,8	5,8	1,2	0,3

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
2014	101,8	97,9	97,0	91,9	97,9	99,7	114,7	96,1
2015	92,4	88,4	89,3	83,7	82,5	89,5	106,5	87,8
2016	94,8	90,1	91,4	85,8	81,1	90,4	110,4	90,0
2016 T3	95,2	90,5	91,7	86,0	80,8	90,5	110,6	90,1
T4	94,9	90,2	91,1	85,6	80,9	90,1	110,0	89,6
2017 T1	94,2	89,7	90,3	84,2	79,7	89,0	109,2	88,7
T2	95,7	90,9	91,9	.	.	.	110,8	89,6
2017 Janvier	94,4	89,8	90,4	-	-	-	109,7	89,1
Février	93,9	89,5	90,0	-	-	-	108,8	88,5
Mars	94,4	89,8	90,4	-	-	-	109,2	88,6
Avril	94,1	89,6	90,2	-	-	-	108,8	88,3
Mai	96,0	91,2	92,3	-	-	-	111,1	90,0
Juin	96,8	91,8	93,3	-	-	-	112,1	90,6
variation en pourcentage par rapport au mois précédent								
2017 Juin	0,8	0,7	1,0	-	-	-	0,9	0,7
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente								
2017 Juin	2,1	1,7	1,9	-	-	-	1,4	0,4

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
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
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2016 T3	7,443	7,493	27,029	7,442	311,016	114,292	4,338	0,850	4,4646	9,511	1,089	1,117
T4	7,369	7,523	27,029	7,439	309,342	117,918	4,378	0,869	4,5069	9,757	1,080	1,079
2017 T1	7,335	7,467	27,021	7,435	309,095	121,014	4,321	0,860	4,5217	9,506	1,069	1,065
T2	7,560	7,430	26,535	7,438	309,764	122,584	4,215	0,861	4,5532	9,692	1,084	1,102
2017 Janvier	7,319	7,530	27,021	7,435	308,987	122,136	4,367	0,861	4,5018	9,511	1,071	1,061
Février	7,314	7,448	27,021	7,435	308,502	120,168	4,308	0,853	4,5136	9,476	1,066	1,064
Mars	7,369	7,423	27,021	7,436	309,714	120,676	4,287	0,866	4,5476	9,528	1,071	1,068
Avril	7,389	7,450	26,823	7,438	311,566	118,294	4,237	0,848	4,5291	9,594	1,073	1,072
Mai	7,613	7,432	26,572	7,440	309,768	124,093	4,200	0,856	4,5539	9,710	1,090	1,106
Juin	7,646	7,410	26,264	7,438	308,285	124,585	4,211	0,877	4,5721	9,754	1,087	1,123
variation en pourcentage par rapport au mois précédent												
2017 Juin	0,4	-0,3	-1,2	0,0	-0,5	0,4	0,3	2,5	0,4	0,5	-0,3	1,6
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente												
2017 Juin	3,3	-1,5	-2,9	0,0	-1,8	5,2	-4,3	11,0	1,1	4,5	-0,2	0,0

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)													
2016	T2	22 882,6	23 691,0	-808,5	9 940,6	8 276,0	7 430,2	9 989,1	-65,1	4 855,0	5 425,9	721,8	13 618,7
	T3	23 116,4	23 859,3	-743,0	9 911,5	8 142,6	7 690,0	10 166,4	-62,1	4 849,9	5 550,4	727,0	13 617,3
	T4	23 598,0	24 253,6	-655,5	10 246,5	8 382,5	7 883,9	10 324,0	-53,8	4 813,8	5 547,1	707,7	13 616,0
2017	T1	24 733,9	25 094,7	-360,8	10 613,8	8 559,8	8 223,2	10 601,2	-51,3	5 221,6	5 933,7	726,6	13 959,6
encours en pourcentage du PIB													
2017	T1	228,4	231,8	-3,3	98,0	79,1	75,9	97,9	-0,5	48,2	54,8	6,7	128,9
Flux													
2016	T2	248,4	162,0	86,4	17,9	45,5	117,6	-52,6	-45,6	156,3	169,0	2,2	-
	T3	218,8	87,7	131,0	55,8	-79,4	127,5	14,8	23,9	3,8	152,4	7,7	-
	T4	95,4	11,7	83,7	120,1	102,9	14,6	-78,2	15,2	-59,1	-13,0	4,6	-
2017	T1	566,7	513,6	53,1	147,2	110,5	167,7	91,2	15,5	238,8	311,9	-2,5	-
2016	Novembre	40,1	38,8	1,3	44,2	51,7	-14,4	9,5	2,9	4,9	-22,3	2,5	-
	Décembre	-206,6	-281,2	74,7	-11,9	-1,1	22,9	-41,0	6,1	-229,7	-239,2	6,1	-
2017	Janvier	350,2	362,6	-12,5	52,5	64,8	43,0	31,4	2,2	257,6	266,4	-5,1	-
	Février	219,7	197,7	22,0	85,4	53,0	82,5	26,9	8,1	41,7	117,8	2,0	-
	Mars	-3,2	-46,7	43,5	9,3	-7,3	42,2	32,9	5,2	-60,5	-72,3	0,6	-
	Avril	149,2	133,4	15,8	27,9	3,8	42,7	-3,1	1,3	81,6	132,7	-4,4	-
flux cumulés sur 12 mois													
2017	Avril	1 128,3	793,4	334,9	367,6	173,4	418,2	55,7	32,0	301,2	564,4	9,2	-
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2017	Avril	10,4	7,3	3,1	3,4	1,6	3,9	0,5	0,3	2,8	5,2	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)												
2014	10 143,5	9 783,8	5 633,2	2 125,7	1 991,5	1 002,0	600,9	383,7	33,5	359,7	4 534,3	4 174,6
2015	10 473,8	10 002,8	5 748,2	2 163,7	2 070,0	1 021,1	634,5	409,2	20,9	471,0	4 827,9	4 356,9
2016	10 745,4	10 272,3	5 887,3	2 218,1	2 163,5	1 056,0	662,0	440,3	3,4	473,1	4 902,6	4 429,5
2016 T2	2 672,6	2 551,6	1 465,1	553,0	534,7	260,6	163,5	109,3	-1,2	121,0	1 213,5	1 092,5
T3	2 689,3	2 568,0	1 473,2	555,5	536,3	264,9	165,9	104,3	3,1	121,2	1 223,9	1 102,6
T4	2 715,2	2 614,1	1 488,3	558,4	559,2	267,9	167,4	122,6	8,2	101,1	1 258,8	1 157,6
2017 T1	2 729,6	2 639,3	1 501,8	562,6	567,3	272,7	169,3	124,0	7,6	90,3	1 288,7	1 198,4
en pourcentage du PIB												
2016	100,0	95,6	54,8	20,6	20,1	9,8	6,2	4,1	0,0	4,4	-	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2016 T2	0,3	0,4	0,4	0,3	1,2	-0,4	0,7	6,0	-	-	1,2	1,6
T3	0,4	0,4	0,4	0,1	0,0	1,6	0,8	-4,9	-	-	0,4	0,3
T4	0,5	1,4	0,4	0,3	3,4	0,1	-0,3	17,6	-	-	1,7	3,8
2017 T1	0,6	0,6	0,3	0,4	1,3	1,3	1,8	0,7	-	-	1,2	1,3
variations annuelles en pourcentage												
2014	1,2	1,3	0,8	0,7	1,6	-0,8	4,7	3,5	-	-	4,4	4,9
2015	2,0	1,9	1,8	1,3	3,2	1,4	4,7	5,6	-	-	6,2	6,3
2016	1,8	2,2	2,1	1,8	3,7	2,3	3,9	7,0	-	-	3,0	4,1
2016 T2	1,6	2,3	2,0	2,0	3,7	2,0	5,0	6,1	-	-	2,7	4,2
T3	1,8	1,9	1,9	1,7	2,5	2,5	4,1	-0,1	-	-	2,8	3,2
T4	1,8	2,6	2,0	1,4	5,1	1,8	1,0	20,1	-	-	3,8	5,7
2017 T1	1,9	2,8	1,6	1,0	6,0	2,5	3,0	19,4	-	-	4,6	7,1
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2016 T2	0,3	0,4	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,1	-	-
T3	0,4	0,4	0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,2	0,1	0,1	-	-
T4	0,5	1,4	0,2	0,1	0,7	0,0	0,0	0,7	0,4	-0,8	-	-
2017 T1	0,6	0,6	0,2	0,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-	-
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2014	1,2	1,3	0,4	0,1	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,4	0,0	-	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	-	-
2016	1,8	2,1	1,1	0,4	0,7	0,2	0,2	0,3	-0,1	-0,3	-	-
2016 T2	1,6	2,2	1,1	0,4	0,7	0,2	0,3	0,2	-0,1	-0,5	-	-
T3	1,8	1,8	1,1	0,3	0,5	0,2	0,3	0,0	-0,1	0,0	-	-
T4	1,8	2,5	1,1	0,3	1,0	0,2	0,1	0,8	0,1	-0,7	-	-
2017 T1	1,9	2,7	0,9	0,2	1,2	0,2	0,2	0,8	0,4	-0,8	-	-

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)												
2014	9 109,0	150,3	1 780,3	460,9	1 713,7	417,9	460,9	1 045,5	980,7	1 777,5	321,3	1 034,5
2015	9 402,4	151,4	1 890,8	468,0	1 765,6	430,6	460,4	1 067,0	1 025,1	1 816,2	327,3	1 071,5
2016	9 637,4	149,2	1 928,2	486,6	1 817,1	445,2	449,4	1 093,6	1 068,5	1 863,5	336,1	1 108,0
2016 T2	2 396,8	36,7	477,6	121,1	451,7	110,8	112,5	272,4	266,3	464,0	83,7	275,7
T3	2 411,8	37,2	481,3	121,9	454,3	111,7	112,2	274,0	267,8	467,2	84,1	277,5
T4	2 434,2	38,6	487,1	122,9	459,9	112,5	111,3	276,6	270,3	470,4	84,6	281,0
2017 T1	2 446,3	38,8	488,4	124,3	463,1	112,5	111,8	277,9	273,4	471,4	84,9	283,3
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2016	100,0	1,5	20,0	5,0	18,9	4,6	4,7	11,3	11,1	19,3	3,5	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2016 T2	0,3	-0,6	0,1	0,2	0,4	1,0	-0,6	0,2	1,3	0,3	0,0	0,4
T3	0,4	-0,6	0,7	0,3	0,4	1,4	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5
T4	0,5	0,1	0,7	0,2	0,7	0,3	-0,3	0,4	0,6	0,4	0,2	0,9
2017 T1	0,6	2,1	0,2	1,1	0,6	0,7	0,9	0,5	1,2	0,2	0,3	0,8
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2014	1,2	1,5	2,5	-1,2	1,3	3,8	-1,3	0,6	2,7	0,5	0,1	1,2
2015	1,9	0,5	4,1	0,1	1,8	3,0	0,1	0,7	2,8	0,9	0,1	3,2
2016	1,6	-1,6	1,6	1,7	2,3	3,0	-0,2	0,9	3,1	1,2	1,1	2,7
2016 T2	1,5	-1,3	1,3	1,6	2,2	2,6	-0,7	0,9	3,6	1,0	1,1	2,5
T3	1,7	-1,9	1,3	2,2	2,2	3,4	-0,2	1,0	3,1	1,3	1,2	2,8
T4	1,8	-2,5	2,0	1,5	2,5	3,5	-0,4	1,0	2,9	1,5	1,3	2,1
2017 T1	1,8	1,0	1,7	1,8	2,2	3,5	-0,1	1,3	3,4	1,2	1,1	2,6
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2016 T2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
T3	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
T4	0,5	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2017 T1	0,6	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2014	1,2	0,0	0,5	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,0	0,8	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,6	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016 T2	1,5	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
T3	1,7	0,0	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
T4	1,8	0,0	0,4	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017 T1	1,8	0,0	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2	0,4	0,2	0,0	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi ¹⁾

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique									
		Salariés	Tra- vailleurs indé- pendants	Agricul- ture, sylvicul- ture 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, ensei- gnement, 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>													
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,1	6,1	24,7	2,7	2,7	1,0	13,0	24,3	7,1
2015	100,0	85,3	14,7	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,2	7,1
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	5,9	24,9	2,7	2,6	1,0	13,5	24,2	7,1
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2014	0,5	0,6	0,0	0,0	-0,4	-1,6	0,7	0,5	-0,9	0,2	2,2	1,0	0,5
2015	1,0	1,2	-0,4	-1,2	0,2	0,0	1,1	1,3	-0,2	1,8	3,0	0,9	0,8
2016	1,4	1,6	-0,2	-0,6	0,6	0,1	1,9	2,3	0,1	1,6	2,9	1,2	0,9
2016 T2	1,4	1,6	-0,2	-0,8	0,6	-0,2	2,0	2,0	0,1	1,0	2,8	1,3	1,0
T3	1,3	1,6	0,0	-0,3	0,6	0,0	1,9	2,2	0,2	1,9	2,7	1,3	0,6
T4	1,4	1,6	0,2	0,2	0,7	0,5	1,8	2,7	0,3	1,9	2,6	1,2	0,5
2017 T1	1,5	1,7	0,2	0,9	0,7	1,3	1,7	2,6	-0,2	1,7	3,0	1,2	0,9
Heures travaillées													
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	12,7	22,0	6,3
2015	100,0	80,6	19,4	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
2016	100,0	80,7	19,3	4,2	15,4	6,7	25,8	2,9	2,6	1,0	13,2	21,9	6,3
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2014	0,6	0,8	-0,5	-0,4	0,0	-1,3	0,3	0,5	-1,0	0,0	2,3	1,3	0,2
2015	1,1	1,4	-0,3	-0,3	0,6	0,7	0,8	2,4	0,0	2,3	3,1	0,9	0,8
2016	0,8	1,0	-0,1	-0,4	0,3	-0,5	1,5	1,1	-1,3	1,4	2,5	0,2	0,6
2016 T2	1,0	1,1	0,7	-0,1	0,4	-0,5	1,9	1,1	-0,9	1,6	2,9	0,2	0,7
T3	0,6	0,8	-0,3	-0,6	0,0	-0,7	1,6	0,6	-1,6	1,2	1,8	0,1	0,0
T4	0,7	0,9	-0,2	-0,7	0,5	-0,7	1,5	1,4	-1,4	1,6	2,2	0,1	0,2
2017 T1	1,0	1,2	0,1	-0,4	0,6	0,5	1,2	2,1	-0,9	1,7	2,6	0,4	0,9
Heures travaillées par personne employée													
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2014	0,0	0,2	-0,5	-0,4	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,3	-0,3
2015	0,1	0,2	0,1	0,9	0,4	0,7	-0,3	1,1	0,2	0,5	0,1	0,0	0,0
2016	-0,6	-0,6	0,1	0,2	-0,4	-0,6	-0,3	-1,1	-1,4	-0,2	-0,3	-1,0	-0,2
2016 T2	-0,4	-0,6	0,9	0,7	-0,1	-0,3	-0,2	-0,8	-1,0	0,6	0,1	-1,1	-0,3
T3	-0,7	-0,8	-0,3	-0,3	-0,6	-0,7	-0,3	-1,5	-1,8	-0,7	-0,8	-1,2	-0,6
T4	-0,7	-0,6	-0,4	-0,9	-0,2	-1,3	-0,4	-1,3	-1,6	-0,4	-0,5	-1,1	-0,3
2017 T1	-0,5	-0,5	-0,1	-1,3	-0,1	-0,7	-0,4	-0,5	-0,7	0,1	-0,3	-0,8	0,0

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 2016			100,0			81,8		18,2		52,2		47,8		
2014	160,334	4,6	18,637	11,6	6,1	15,218	10,4	3,419	23,7	9,932	11,5	8,705	11,8	1,4
2015	160,600	4,6	17,442	10,9	5,6	14,292	9,8	3,149	22,3	9,252	10,7	8,190	11,0	1,5
2016	161,882	4,3	16,226	10,0	5,0	13,276	9,0	2,950	20,9	8,470	9,7	7,756	10,4	1,7
2016 T2	161,779	4,5	16,464	10,2	5,1	13,452	9,1	3,012	21,2	8,551	9,8	7,912	10,6	1,7
T3	162,280	4,1	16,084	9,9	4,8	13,166	8,9	2,918	20,6	8,382	9,6	7,702	10,3	1,6
T4	162,306	4,2	15,749	9,7	4,9	12,883	8,7	2,867	20,3	8,244	9,4	7,505	10,0	1,7
2017 T1	161,634	4,3	15,376	9,5	4,8	12,658	8,5	2,718	19,4	7,955	9,1	7,420	9,9	1,9
2016 Décembre	-	-	15,618	9,6	-	12,779	8,6	2,840	20,1	8,131	9,3	7,487	10,0	-
2017 Janvier	-	-	15,524	9,6	-	12,747	8,6	2,777	19,7	8,042	9,2	7,481	10,0	-
Février	-	-	15,337	9,4	-	12,632	8,5	2,705	19,3	7,935	9,1	7,402	9,9	-
Mars	-	-	15,266	9,4	-	12,594	8,5	2,672	19,1	7,888	9,0	7,378	9,8	-
Avril	-	-	15,039	9,3	-	12,413	8,4	2,626	18,9	7,728	8,9	7,312	9,8	-
Mai	-	-	15,034	9,3	-	12,412	8,4	2,622	18,9	7,734	8,9	7,299	9,7	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données brutes.

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

3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

		Production industrielle						Cons- truction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	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														
2014		0,8	1,7	1,1	1,8	2,6	-5,3	2,0	3,1	1,5	0,7	2,4	0,0	3,8
2015		2,1	2,4	1,0	3,6	2,5	0,8	-0,8	3,6	3,2	1,7	4,2	2,3	8,8
2016		1,4	1,5	1,8	1,7	1,1	0,1	2,2	0,3	2,2	1,3	2,9	1,8	7,2
2016	T3	1,0	1,3	1,7	0,8	1,2	-0,5	3,6	-0,2	1,5	1,3	1,5	2,4	6,4
	T4	2,3	1,8	2,4	1,8	1,2	5,4	2,3	3,3	2,6	1,6	3,5	1,4	4,1
2017	T1	1,4	1,3	2,2	1,4	-0,6	2,0	1,8	5,6	2,1	1,1	3,0	0,8	4,8
	T2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	6,0
2017	Janvier	0,4	-0,7	0,6	-1,6	-2,5	8,1	-5,7	2,9	1,6	1,1	1,9	1,4	3,7
	Février	1,4	1,2	2,1	1,6	-1,6	2,4	5,3	6,5	1,9	1,0	2,8	0,8	4,8
	Mars	2,2	3,2	3,7	3,6	2,1	-4,9	4,1	7,3	2,8	1,3	4,3	0,3	5,5
	Avril	1,2	1,5	3,1	0,3	0,8	-0,7	3,3	7,2	2,6	2,9	2,9	-0,8	4,3
	Mai	4,0	4,3	3,8	5,5	3,1	2,2	2,6	.	2,6	2,1	3,5	0,9	7,1
	Juin	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	6,5
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)														
2017	Janvier	0,1	-0,2	-1,1	1,0	-1,1	2,8	-2,8	-2,9	0,1	0,0	-0,2	0,5	0,8
	Février	-0,1	0,5	1,2	1,1	-1,2	-5,7	5,5	2,2	0,5	0,3	0,7	-0,4	0,8
	Mars	0,4	0,8	0,6	0,9	1,9	-2,8	-0,9	0,9	0,4	0,0	1,1	0,1	-0,6
	Avril	0,3	0,0	0,3	-1,1	0,2	3,8	0,3	-0,6	0,1	1,1	-0,7	-0,6	0,2
	Mai	1,3	1,3	0,3	2,3	1,3	0,9	-0,7	.	0,4	-0,4	0,6	1,7	3,0
	Juin	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,9

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 consommateurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du commerce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière	Production dans le secteur manufacturier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production
		Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,0	-6,1	80,7	-12,8	-13,6	-8,7	7,0	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2014	101,4	-3,8	80,5	-10,2	-26,6	-3,1	4,7	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,3	-22,4	1,6	9,2	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,8	-2,6	81,9	-7,8	-16,6	1,5	11,2	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3
2016 T3	104,2	-2,9	82,0	-8,3	-16,0	0,3	10,3	89,3	52,1	53,7	52,6	52,9
T4	106,9	-0,6	82,4	-6,5	-13,1	1,8	12,4	89,4	54,0	54,9	53,5	53,8
2017 T1	108,0	1,1	82,6	-5,5	-11,0	2,0	13,2	89,4	55,6	56,9	55,1	55,6
T2	110,0	3,3	.	-2,7	-5,0	3,2	13,5	.	57,0	58,3	56,0	56,6
2017 Janvier	108,0	0,8	82,5	-4,9	-12,9	2,3	12,9	89,4	55,2	56,1	53,7	54,4
Février	108,0	1,3	-	-6,4	-10,1	1,8	13,9	-	55,4	57,3	55,5	56,0
Mars	108,0	1,3	-	-5,1	-9,9	1,8	12,8	-	56,2	57,5	56,0	56,4
Avril	109,7	2,6	82,6	-3,6	-6,0	3,1	14,2	89,4	56,7	57,9	56,4	56,8
Mai	109,2	2,8	-	-3,3	-5,6	2,0	12,8	-	57,0	58,3	56,3	56,8
Juin	111,1	4,5	-	-1,3	-3,5	4,4	13,4	-	57,4	58,7	55,4	56,3

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	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Valeur nette ²⁾	Patrimoine immobilier	Participation aux bénéfices ³⁾	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette ⁴⁾	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Financement
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté)		Variations annuelles en pourcentage					En pourcentage de la valeur ajoutée nette		En pourcentage du PIB	Variations annuelles en pourcentage		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	12,6	94,7	0,9	1,8	1,4	2,6	1,0	32,8	4,9	131,0	2,6	7,2	1,4
2014	12,4	94,0	1,7	2,1	2,8	3,4	2,5	34,0	6,4	134,1	3,7	3,5	2,1
2015	12,3	93,5	1,8	2,0	4,7	4,5	4,5	33,5	7,7	133,6	3,2	4,8	1,5
2016 T2	12,5	93,5	2,4	2,2	5,9	3,1	3,7	33,6	7,2	134,1	3,5	3,4	1,9
T3	12,5	93,5	1,6	2,2	4,9	4,3	4,1	33,6	7,6	132,6	3,3	3,0	1,6
T4	12,3	93,5	1,3	2,0	4,3	4,5	4,5	33,5	7,7	133,6	3,2	9,1	1,5
2017 T1	.	.	1,7	2,2	9,4	4,8	4,8	33,5	7,2	.	3,4	12,0	1,9

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
2016	T2	902,5	796,6	105,9	522,2	423,0	192,6	178,9	160,6	137,4	27,2	57,3	6,4	7,3
	T3	907,1	812,1	95,0	526,6	433,6	197,6	177,9	155,8	133,3	27,2	67,5	6,6	5,5
	T4	940,1	864,1	76,0	545,1	456,5	199,6	205,0	167,2	138,5	28,2	64,0	9,6	10,0
2017	T1	958,3	867,5	90,8	559,0	478,2	208,0	187,8	163,4	146,8	27,8	54,7	6,7	22,3
2016	Novembre	316,4	288,4	28,0	182,8	152,7	66,5	68,9	58,2	45,0	8,8	21,8	2,3	2,8
	Décembre	314,9	290,4	24,5	184,5	153,8	66,0	67,9	53,9	48,2	10,5	20,5	5,3	4,6
2017	Janvier	317,9	295,1	22,8	183,2	159,4	68,7	66,2	57,4	48,2	8,6	21,3	2,3	10,9
	Février	319,2	284,9	34,3	187,2	159,1	69,9	61,7	53,2	50,4	8,9	13,7	2,4	5,3
	Mars	321,2	287,4	33,8	188,6	159,6	69,4	59,8	52,9	48,3	10,3	19,7	2,0	6,1
	Avril	313,0	290,8	22,2	182,7	157,6	68,7	61,3	53,4	45,2	8,2	26,7	1,6	1,9
flux cumulés sur 12 mois														
2017	Avril	3 721,4	3 368,2	353,2	2 161,8	1 808,5	802,7	751,3	646,9	557,2	110,0	251,3	28,8	45,0
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB														
2017	Avril	34,4	31,2	3,3	20,0	16,7	7,4	7,0	6,0	5,2	1,0	2,3	0,3	0,4

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 :		
		1	2	3	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	7	8	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)														
2016	T2	-0,1	-3,5	504,8	231,8	106,4	153,4	425,3	433,4	237,3	72,9	115,6	321,7	42,1
	T3	-0,1	-1,7	509,0	237,5	103,5	154,2	426,3	443,4	244,3	72,5	117,5	327,9	43,9
	T4	2,2	2,4	525,6	244,9	108,7	157,5	439,8	461,3	256,7	74,7	119,4	335,4	50,3
2017	T1	10,8	13,6	539,7	256,8	108,6	160,9	449,4	484,8	279,1	76,8	119,8	343,2	59,9
2016	Décembre	6,1	4,7	179,2	83,1	38,7	52,6	150,8	156,3	87,4	25,1	40,0	112,3	17,7
2017	Janvier	12,6	17,3	177,5	84,8	34,9	53,4	146,1	162,3	93,2	26,1	39,9	114,4	20,7
	Février	5,1	7,0	179,0	85,6	36,4	52,7	150,0	161,0	92,8	25,7	39,3	114,0	20,7
	Mars	14,5	16,6	183,1	86,4	37,3	54,8	153,3	161,6	93,1	25,0	40,6	114,8	18,5
	Avril	-2,1	4,3	180,0	85,5	36,0	53,6	149,7	161,4	91,6	25,6	40,0	116,4	17,8
	Mai	12,9	16,4	183,7	.	.	.	154,1	164,0	.	.	.	118,1	.
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2016	T2	2,4	5,0	118,0	114,3	118,0	123,9	117,8	108,2	107,0	107,2	111,1	111,0	100,1
	T3	0,7	1,8	118,2	116,2	113,7	124,0	117,3	109,2	108,2	106,6	111,9	112,2	101,1
	T4	1,4	0,9	120,5	118,2	118,3	124,9	119,9	109,9	108,9	106,8	112,0	112,5	105,0
2017	T1	6,3	3,0	121,0	120,9	117,5	124,3	120,5	110,2	111,3	106,4	109,7	112,0	109,8
2016	Novembre	4,8	5,2	121,2	120,0	115,9	126,0	120,4	111,3	111,0	107,1	112,4	113,9	108,1
	Décembre	4,7	-0,3	122,2	119,2	125,3	124,2	122,5	108,9	107,5	105,2	111,2	111,0	103,1
2017	Janvier	8,8	6,5	119,8	119,9	113,7	124,4	117,9	110,3	111,3	108,9	108,2	111,8	112,3
	Février	1,0	-3,2	120,7	121,1	117,9	122,6	121,0	109,9	111,1	106,3	108,4	111,9	113,3
	Mars	9,2	5,9	122,7	121,7	120,8	125,9	122,5	110,6	111,6	104,1	112,6	112,4	103,7
	Avril	-6,6	-4,9	120,8	120,7	116,1	123,7	119,8	111,0	110,9	106,2	110,9	114,2	101,5

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 2017	100,0	100,0	70,9	55,4	44,6	100,0	12,1	7,5	26,3	9,5	44,6	86,8	13,2
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
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,2
2016 T3	100,3	0,3	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,1	1,2	0,0	0,3	0,4	0,3	0,3
T4	101,0	0,7	0,8	0,4	1,1	0,4	0,3	-0,1	0,1	2,4	0,3	0,8	0,3
2017 T1	101,0	1,8	0,8	2,3	1,1	0,6	0,3	1,8	0,1	3,3	0,3	2,0	0,5
T2	102,0	1,5	1,1	1,5	1,6	0,1	0,7	-1,3	0,1	-1,4	0,6	1,6	1,3
2017 Janvier	100,5	1,8	0,9	2,2	1,2	0,3	0,1	0,7	0,1	2,5	0,0	2,0	0,4
Février	100,8	2,0	0,9	2,6	1,3	0,2	0,1	1,7	-0,1	-0,2	0,2	2,2	0,5
Mars	101,7	1,5	0,7	2,0	1,0	-0,1	0,1	-1,6	0,1	-0,8	0,0	1,7	0,7
Avril	102,0	1,9	1,2	1,9	1,8	0,2	0,2	-0,5	0,0	0,3	0,5	2,0	1,3
Mai	101,9	1,4	0,9	1,5	1,3	-0,1	0,4	-0,1	0,0	-1,2	-0,1	1,4	1,2
Juin	102,0	1,3	1,1	1,0	1,6	0,0	0,2	-0,5	0,1	-0,9	0,3	1,3	1,3

	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						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
% du total en 2017	19,6	12,1	7,5	35,8	26,3	9,5	10,7	6,5	7,3	3,2	15,1	8,2
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
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	1,2
2016 T3	1,1	0,5	2,1	-1,3	0,3	-5,1	1,1	1,0	0,9	0,0	1,5	1,3
T4	0,8	0,6	1,0	0,2	0,3	0,2	1,2	1,2	1,2	-0,1	1,3	1,2
2017 T1	2,0	0,9	4,0	2,4	0,3	8,2	1,3	1,2	1,7	-1,1	1,4	0,7
T2	1,5	1,4	1,6	1,5	0,3	4,6	1,3	1,3	2,6	-1,4	2,3	0,8
2017 Janvier	1,8	0,7	3,5	2,5	0,5	8,1	1,3	1,3	1,3	-1,0	1,7	0,7
Février	2,5	0,8	5,3	2,6	0,2	9,3	1,2	1,2	1,9	-0,9	1,7	0,8
Mars	1,8	1,0	3,1	2,1	0,3	7,4	1,3	1,2	1,9	-1,2	0,9	0,8
Avril	1,5	1,1	2,2	2,2	0,3	7,6	1,3	1,3	3,3	-1,2	2,8	0,8
Mai	1,5	1,5	1,6	1,4	0,3	4,5	1,3	1,3	2,1	-1,4	1,8	0,8
Juin	1,4	1,6	1,0	0,8	0,4	1,9	1,3	1,3	2,4	-1,6	2,4	0,9

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://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/bulletin-economique-bce_3_2016-05.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 dans l'industrie hors construction ¹⁾										Construc- tion	Prix de l'immo- bilier résiden- ciel ²⁾	Indicateur expérimen- tal relatif aux prix de l'immobilier commer- cial ²⁾
	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Industrie hors construction et énergie						Énergie				
			Secteur manu- facturier	Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consommation						
							Total	Produits alimen- taires, boissons et tabac		Produits non alimen- taires			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	13,8	8,9	27,9			
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,1	0,3	-4,3	0,3	0,4	1,0
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,2	0,2	1,6	2,9
2016	101,6	-2,3	-1,5	-0,5	-1,7	0,4	0,0	0,0	0,1	-6,9	0,4	3,3	5,2
2016 T2	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,7	0,4	-0,5	-0,7	0,1	-10,7	0,2	3,1	3,7
T3	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	0,0	0,1	-5,9	0,4	3,4	7,1
T4	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,3	0,1	0,4	1,1	3,8	5,1
2017 T1	104,7	4,1	4,0	2,0	3,1	0,8	1,7	2,6	0,1	9,9	1,9	4,0	.
2016 Décembre	103,7	1,6	2,3	0,9	0,8	0,6	1,1	1,8	-0,1	3,8	-	-	-
2017 Janvier	104,8	3,9	3,7	1,5	2,1	0,7	1,5	2,2	0,1	10,3	-	-	-
Février	104,8	4,5	4,4	2,1	3,4	0,8	1,7	2,6	0,1	11,4	-	-	-
Mars	104,5	3,9	4,0	2,4	3,9	0,9	1,9	3,0	0,2	8,1	-	-	-
Avril	104,5	4,3	3,9	2,6	4,0	0,9	2,3	3,5	0,2	9,0	-	-	-
Mai	104,1	3,3	3,0	2,4	3,5	0,9	2,3	3,5	0,2	5,7	-	-	-

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) Ventes domestiques uniquement.

2) Données expérimentales établies à partir de sources non harmonisées (cf. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.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 (en euros)					
	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
% du total										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
2014	104,6	0,9	0,6	0,5	0,8	0,7	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,9	1,2	0,3	0,2	0,5	0,7	0,2	-1,8	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,7	0,8	0,5	0,3	0,7	0,8	-1,4	-2,4	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2016 T3	106,7	0,7	0,6	0,2	0,7	0,7	-1,6	-2,2	41,0	-0,5	-2,1	1,4	-5,8	-10,6	1,3
T4	107,2	0,7	0,8	0,8	0,8	1,2	0,0	0,1	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5
2017 T1	107,2	0,7	1,2	1,6	1,0	1,7	2,7	4,3	50,8	18,3	5,9	33,2	13,0	0,1	32,4
T2	.	.	.	.	.	.	.	.	45,6	7,0	-2,8	18,5	6,8	-2,3	20,1
2017 Janvier	-	-	-	-	-	-	-	-	51,6	19,2	7,2	34,0	13,1	0,9	32,0
Février	-	-	-	-	-	-	-	-	52,2	21,4	8,0	37,4	15,5	1,7	36,0
Mars	-	-	-	-	-	-	-	-	48,7	14,6	2,7	28,5	10,5	-2,2	29,3
Avril	-	-	-	-	-	-	-	-	49,6	11,4	1,2	23,2	9,9	-0,5	24,8
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	46,0	7,0	-2,1	17,7	6,9	-1,8	19,7
Juin	-	-	-	-	-	-	-	-	41,7	2,6	-7,2	14,7	3,7	-4,6	15,7

Sources : Eurostat, calculs de la BCE et Bloomberg (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 2009-2011. Pondéré de l'utilisation : pondération en fonction de la structure de la demande intérieure moyenne sur la période 2009-2011.

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	4,7	-	-	-2,0	34,9	57,7	56,7	-	49,9
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,4	15,0	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,8	1,3	2,7	-13,2	-0,3	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-0,4	1,7	4,4	-7,3	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2016 T3	-0,2	1,0	4,5	-6,6	0,5	51,4	54,0	49,6	49,8
T4	4,6	3,1	4,9	-5,4	2,4	58,6	54,9	51,6	50,5
2017 T1	9,0	5,5	6,4	-3,7	12,9	67,8	56,7	55,0	51,4
T2	7,9	4,2	5,9	1,8	12,3	62,5	55,9	54,6	51,5
2017 Janvier	8,3	4,9	6,7	-5,1	9,2	67,0	56,4	54,0	50,9
Février	9,0	6,3	6,4	-3,1	13,8	68,3	56,9	55,4	51,1
Mars	9,6	5,1	6,1	-2,9	15,6	68,1	56,8	55,6	52,2
Avril	8,2	5,5	6,7	2,3	13,5	67,1	56,5	55,4	51,7
Mai	8,2	3,6	5,1	-0,5	11,8	62,0	55,9	54,1	51,7
Juin	7,2	3,4	5,8	3,7	11,7	58,4	55,3	54,3	50,9

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

4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2012 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾
	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	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2014	102,6	1,2	1,3	1,2	1,3	1,2	1,7
2015	104,2	1,6	1,9	0,4	1,6	1,6	1,5
2016	105,7	1,4	1,4	1,4	1,3	1,6	1,4
2016 T2	109,1	1,1	0,9	1,5	0,9	1,4	1,5
T3	102,5	1,4	1,5	1,1	1,2	1,8	1,5
T4	112,1	1,4	1,6	1,4	1,5	1,4	1,4
2017 T1	100,4	1,5	1,4	1,5	1,3	1,7	1,5

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données expérimentales établies à partir de sources non harmonisées (cf. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.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												
2014	104,6	0,7	-1,3	-0,8	1,4	0,6	-0,9	2,3	1,5	1,2	1,6	1,6
2015	104,8	0,2	-0,9	-2,2	0,6	0,6	0,7	0,7	2,3	1,7	1,2	1,6
2016	105,7	0,8	1,8	0,1	-0,4	0,8	0,4	1,5	4,0	1,0	1,4	1,9
2016 T2	105,5	0,8	1,5	0,0	-0,8	1,2	0,6	1,6	3,8	0,5	1,5	1,6
T3	105,8	0,8	2,4	0,5	-0,6	0,8	-0,3	1,6	4,0	0,6	1,4	1,7
T4	106,2	1,0	3,6	-0,1	0,4	0,7	0,2	1,5	4,5	1,1	1,4	1,8
2017 T1	106,3	0,8	-0,3	0,4	0,8	0,7	-0,2	1,0	2,2	1,1	1,3	1,4
Rémunération par tête												
2014	106,6	1,4	0,2	2,1	1,9	1,2	2,3	1,8	1,9	1,7	1,1	1,2
2015	107,9	1,2	0,8	1,6	0,7	1,3	2,4	1,0	1,2	1,5	1,2	0,9
2016	109,3	1,2	0,8	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	3,3	1,3	1,4	2,1
2016 T2	109,0	1,1	1,1	0,8	1,0	1,3	1,2	0,8	3,6	1,3	1,2	1,7
T3	109,5	1,3	0,8	1,2	1,6	1,2	0,9	1,3	3,0	1,0	1,5	2,3
T4	110,0	1,4	0,8	1,2	1,4	1,4	1,0	0,8	3,6	1,3	1,7	2,6
2017 T1	110,3	1,2	-0,2	1,4	1,4	1,2	0,7	1,1	1,8	1,5	1,4	1,6
Productivité par personne employée												
2014	102,0	0,7	1,6	2,9	0,4	0,6	3,2	-0,4	0,3	0,5	-0,5	-0,4
2015	103,0	1,0	1,7	4,0	0,1	0,7	1,7	0,3	-1,0	-0,2	-0,1	-0,6
2016	103,4	0,4	-1,0	0,9	1,6	0,5	0,7	-0,4	-0,7	0,3	0,0	0,3
2016 T2	103,3	0,3	-0,5	0,8	1,8	0,1	0,6	-0,8	-0,2	0,8	-0,2	0,1
T3	103,5	0,4	-1,6	0,7	2,2	0,3	1,2	-0,3	-0,9	0,4	0,1	0,6
T4	103,6	0,5	-2,7	1,3	1,0	0,6	0,8	-0,6	-0,9	0,2	0,3	0,8
2017 T1	103,8	0,4	0,1	1,0	0,5	0,5	0,8	0,1	-0,3	0,4	0,0	0,1
Rémunération par heure travaillée												
2014	108,5	1,3	1,1	1,6	1,4	1,4	2,2	1,8	1,7	1,2	0,8	1,2
2015	109,7	1,1	0,9	1,1	0,1	1,3	1,2	0,9	0,8	1,2	1,2	0,9
2016	111,7	1,9	0,0	1,4	2,1	1,6	2,3	2,9	3,7	1,7	2,4	3,0
2016 T2	111,1	1,7	-0,1	0,9	1,7	1,6	2,2	2,4	3,5	1,8	2,3	2,9
T3	111,8	2,0	0,6	1,7	2,7	1,4	2,5	3,3	4,3	1,8	2,5	3,6
T4	112,5	2,1	1,1	1,4	2,5	1,8	2,5	2,7	4,2	1,7	2,6	3,6
2017 T1	112,8	1,7	0,3	1,5	2,5	1,6	1,1	1,9	2,5	1,6	2,2	2,1
Productivité horaire du travail												
2014	104,0	0,7	2,0	2,5	0,1	0,9	3,2	-0,4	0,6	0,3	-0,8	-0,2
2015	105,0	0,9	0,8	3,5	-0,6	1,0	0,6	0,0	-1,5	-0,3	-0,1	-0,6
2016	106,0	1,0	-1,2	1,3	2,2	0,8	1,8	1,1	-0,5	0,6	1,0	0,5
2016 T2	105,5	0,6	-1,1	0,9	2,1	0,3	1,4	0,2	-0,7	0,7	0,8	0,4
T3	106,0	1,2	-1,3	1,3	2,9	0,6	2,8	1,5	-0,2	1,3	1,3	1,2
T4	106,3	1,1	-1,8	1,5	2,3	1,0	2,1	1,0	-0,5	0,7	1,4	1,1
2017 T1	106,5	0,9	1,4	1,1	1,3	1,0	1,3	0,8	-0,4	0,8	0,8	0,1

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'investis- sement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans	11			
		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		
Encours													
2014		969,5	4 970,5	5 939,9	1 581,7	2 147,6	3 729,4	9 669,3	121,5	424,3	107,3	653,1	10 322,4
2015		1 036,5	5 566,3	6 602,8	1 439,2	2 159,8	3 599,1	10 201,8	74,6	479,0	73,6	627,2	10 829,1
2016		1 073,1	6 117,0	7 190,1	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	519,6	96,7	686,7	11 373,0
2016	T2	1 054,6	5 821,2	6 875,8	1 411,0	2 170,0	3 581,0	10 456,8	84,2	481,7	94,8	660,7	11 117,5
	T3	1 066,6	5 946,7	7 013,3	1 393,3	2 172,6	3 565,8	10 579,2	80,5	494,2	93,9	668,6	11 247,8
	T4	1 073,1	6 117,0	7 190,1	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	519,6	96,7	686,7	11 373,0
2017	T1	1 088,6	6 303,2	7 391,8	1 306,0	2 180,0	3 486,0	10 877,8	73,5	530,3	104,5	708,4	11 586,1
2016	Décembre	1 073,1	6 117,0	7 190,1	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	519,6	96,7	686,7	11 373,0
2017	Janvier	1 081,8	6 154,8	7 236,6	1 329,8	2 178,1	3 507,8	10 744,4	75,1	513,2	98,6	686,9	11 431,3
	Février	1 086,1	6 208,4	7 294,5	1 325,2	2 178,0	3 503,2	10 797,7	66,7	505,9	99,7	672,4	11 470,1
	Mars	1 088,6	6 303,2	7 391,8	1 306,0	2 180,0	3 486,0	10 877,8	73,5	530,3	104,5	708,4	11 586,1
	Avril	1 092,3	6 345,7	7 438,0	1 279,5	2 183,0	3 462,4	10 900,4	73,0	512,4	82,8	668,2	11 568,6
	Mai ^(p)	1 092,5	6 383,9	7 476,4	1 268,0	2 188,0	3 456,0	10 932,4	73,2	511,3	91,0	675,5	11 607,9
Flux													
2014		59,0	374,9	433,9	-91,8	3,7	-88,1	345,8	3,6	12,5	12,9	28,9	374,8
2015		65,9	562,6	628,5	-135,4	12,3	-123,0	505,5	-48,0	49,3	-26,6	-25,2	480,3
2016		36,7	544,6	581,3	-107,9	16,0	-91,9	489,4	-4,3	40,4	17,9	54,0	543,5
2016	T2	5,0	104,4	109,3	-12,7	7,2	-5,5	103,9	-1,4	15,5	-1,4	12,7	116,6
	T3	12,0	127,9	139,9	-15,7	2,3	-13,5	126,5	-3,7	12,9	-2,2	7,1	133,5
	T4	6,5	156,2	162,6	-65,4	3,3	-62,1	100,5	-10,4	25,3	2,2	17,2	117,7
2017	T1	15,5	188,7	204,1	-11,7	4,1	-7,6	196,6	3,1	10,8	7,2	21,2	217,8
2016	Décembre	-2,1	46,9	44,7	-28,5	3,8	-24,6	20,1	-2,1	15,5	-2,2	11,2	31,3
2017	Janvier	8,7	41,5	50,2	12,0	2,2	14,2	64,4	4,7	-6,3	1,2	-0,4	64,0
	Février	4,3	50,1	54,4	-5,2	-0,2	-5,4	49,0	-8,5	-7,3	1,0	-14,8	34,3
	Mars	2,4	97,1	99,5	-18,5	2,0	-16,4	83,1	6,9	24,4	5,1	36,4	119,4
	Avril	3,7	47,1	50,8	-25,0	3,1	-21,9	28,9	-0,3	-17,9	-21,9	-40,2	-11,3
	Mai ^(p)	0,1	45,6	45,8	-9,2	3,0	-6,2	39,5	0,4	-0,9	7,6	7,1	46,6
Taux de croissance													
2014		6,5	8,4	8,0	-5,4	0,2	-2,3	3,7	2,9	3,0	19,3	4,7	3,8
2015		6,8	11,3	10,5	-8,6	0,6	-3,3	5,2	-39,1	11,5	-25,5	-3,8	4,6
2016		3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,4	24,1	8,6	5,0
2016	T2	4,0	9,7	8,8	-4,1	0,6	-1,3	5,1	1,1	9,2	-3,3	6,0	5,1
	T3	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,0	13,9	5,7	5,1
	T4	3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,4	24,1	8,6	5,0
2017	T1	3,7	10,1	9,1	-7,4	0,8	-2,5	5,1	-14,4	13,9	6,0	9,0	5,3
2016	Décembre	3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,4	24,1	8,6	5,0
2017	Janvier	3,6	9,3	8,4	-6,7	0,8	-2,2	4,7	-7,3	8,5	12,4	7,0	4,8
	Février	3,9	9,2	8,4	-6,2	0,7	-2,1	4,8	-24,4	7,9	7,9	3,5	4,7
	Mars	3,7	10,1	9,1	-7,4	0,8	-2,5	5,1	-14,4	13,9	6,0	9,0	5,3
	Avril	4,2	10,2	9,3	-8,6	0,9	-2,8	5,1	-16,9	8,6	-15,3	1,7	4,9
	Mai ^(p)	3,9	10,3	9,3	-8,7	0,8	-2,9	5,1	-16,3	7,7	-1,8	3,1	5,0

Source : BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3 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													
2014	1 863,4	1 366,3	365,1	112,6	19,4	5 555,6	2 749,5	812,1	1 991,1	2,8	847,2	222,2	332,9
2015	1 950,8	1 503,1	321,8	117,5	8,4	5 748,9	3 059,7	695,1	1 991,7	2,4	949,7	225,8	364,7
2016	2 077,2	1 656,4	293,9	118,3	8,6	6 049,8	3 399,6	643,6	2 004,8	1,7	979,5	196,5	380,6
2016 T2	2 034,8	1 594,2	314,0	118,2	8,4	5 904,1	3 214,2	688,8	1 998,1	3,0	957,0	210,7	379,9
T3	2 069,0	1 622,9	317,7	119,3	9,1	5 977,7	3 301,8	672,0	2 001,3	2,6	953,9	206,2	386,3
T4	2 077,2	1 656,4	293,9	118,3	8,6	6 049,8	3 399,6	643,6	2 004,8	1,7	979,5	196,5	380,6
2017 T1	2 170,7	1 743,4	303,6	117,4	6,4	6 139,6	3 503,1	620,0	2 013,7	2,7	972,4	190,9	389,1
2016 Décembre	2 077,2	1 656,4	293,9	118,3	8,6	6 049,8	3 399,6	643,6	2 004,8	1,7	979,5	196,5	380,6
2017 Janvier	2 121,3	1 697,8	299,2	117,3	7,0	6 087,8	3 438,6	636,0	2 010,5	2,7	940,9	194,6	392,9
Février	2 142,8	1 717,2	301,5	117,3	6,8	6 111,8	3 469,5	627,5	2 012,0	2,8	937,0	195,4	391,3
Mars	2 170,7	1 743,4	303,6	117,4	6,4	6 139,6	3 503,1	620,0	2 013,7	2,7	972,4	190,9	389,1
Avril	2 164,7	1 746,0	294,8	117,1	6,8	6 156,5	3 524,2	611,5	2 017,6	3,2	962,6	199,7	397,6
Mai ^(p)	2 171,8	1 754,4	294,3	116,9	6,2	6 173,5	3 542,1	605,7	2 023,0	2,7	975,5	196,0	396,4
Flux													
2014	68,7	91,1	-26,7	1,5	2,8	140,7	208,8	-65,0	-1,4	-1,7	52,7	7,3	21,0
2015	83,9	123,7	-33,5	4,9	-11,2	193,6	303,0	-109,9	0,9	-0,4	84,0	-0,1	30,3
2016	129,7	153,3	-24,1	0,3	0,2	302,0	335,5	-46,1	13,4	-0,8	29,0	-29,3	17,1
2016 T2	27,6	36,6	-8,9	1,1	-1,1	75,5	76,2	-5,1	4,0	0,4	-0,8	-8,5	3,7
T3	35,2	29,9	3,9	0,7	0,7	73,8	87,7	-16,6	3,2	-0,5	-0,2	-4,2	6,2
T4	5,2	28,6	-21,8	-1,1	-0,5	71,8	93,1	-23,8	3,4	-0,9	21,6	-10,0	-4,9
2017 T1	96,3	88,4	11,1	-1,0	-2,2	90,0	103,9	-23,9	8,8	1,1	-5,6	-5,1	8,6
2016 Décembre	-9,4	1,2	-10,7	0,0	0,1	19,9	27,9	-9,1	1,9	-0,8	21,9	-9,8	-2,3
2017 Janvier	46,7	43,2	6,1	-1,0	-1,6	38,8	39,6	-7,4	5,6	1,0	-35,6	-1,7	12,3
Février	19,9	17,9	2,3	0,0	-0,2	22,9	30,4	-9,1	1,5	0,1	-6,3	0,9	-1,2
Mars	29,7	27,3	2,7	0,0	-0,4	28,3	34,0	-7,4	1,7	-0,1	36,3	-4,3	-2,5
Avril	-2,5	4,5	-7,2	-0,3	0,5	18,1	21,8	-8,2	4,0	0,5	-8,1	9,1	8,2
Mai ^(p)	10,5	11,5	0,4	-0,8	-0,6	18,1	19,5	-5,4	4,7	-0,6	16,6	-3,5	-1,9
Taux de croissance													
2014	4,0	7,6	-6,6	1,3	15,9	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-37,8	6,6	3,9	7,0
2015	4,5	9,0	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	9,7	0,0	9,1
2016	6,7	10,2	-7,6	0,2	2,2	5,3	11,0	-6,7	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2016 T2	8,0	11,1	-3,0	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	4,0	-8,5	10,3
T3	7,5	9,9	-1,3	1,8	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	0,9	-5,7	7,7
T4	6,7	10,2	-7,6	0,2	2,2	5,3	11,0	-6,7	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2017 T1	8,2	11,8	-4,9	-0,3	-32,6	5,3	11,5	-10,0	1,0	2,1	1,6	-12,7	3,6
2016 Décembre	6,7	10,2	-7,6	0,2	2,2	5,3	11,0	-6,7	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2017 Janvier	7,1	10,5	-5,5	-0,1	-26,8	5,5	11,4	-7,7	0,9	-19,8	-1,2	-13,5	5,6
Février	7,6	10,9	-4,7	-0,3	-26,7	5,4	11,5	-8,9	0,9	-4,8	-2,2	-15,3	5,1
Mars	8,2	11,8	-4,9	-0,3	-32,6	5,3	11,5	-10,0	1,0	2,1	1,6	-12,7	3,6
Avril	7,1	10,6	-6,8	-0,4	-20,0	5,3	11,4	-11,0	1,2	-9,8	1,4	-7,0	5,4
Mai ^(p)	7,5	10,9	-5,6	-1,6	-22,4	5,1	11,2	-11,6	1,3	-23,9	2,8	-8,3	4,3

Source : BCE.

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

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

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

4) 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	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			
													Prêts corrigés ²⁾
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours													
2014		3 615,6	1 135,0	2 478,5	12 506,8	10 454,5	10 726,7	4 316,6	5 200,7	808,1	129,0	1 280,0	772,4
2015		3 904,2	1 112,3	2 789,5	12 599,4	10 512,0	10 807,4	4 290,7	5 307,6	790,1	123,5	1 305,1	782,3
2016		4 397,6	1 082,0	3 302,4	12 843,0	10 674,1	10 981,8	4 313,4	5 410,1	838,2	112,5	1 384,6	784,3
2016	T2	4 191,8	1 112,5	3 066,2	12 664,0	10 566,1	10 870,4	4 312,7	5 348,3	801,2	103,9	1 342,5	755,4
	T3	4 272,2	1 105,2	3 153,7	12 768,5	10 623,5	10 927,4	4 302,5	5 379,3	832,6	109,1	1 364,5	780,5
	T4	4 397,6	1 082,0	3 302,4	12 843,0	10 674,1	10 981,8	4 313,4	5 410,1	838,2	112,5	1 384,6	784,3
2017	T1	4 438,5	1 070,4	3 353,9	12 976,7	10 757,6	11 055,6	4 333,8	5 459,2	851,7	112,9	1 426,9	792,2
2016	Décembre	4 397,6	1 082,0	3 302,4	12 843,0	10 674,1	10 981,8	4 313,4	5 410,1	838,2	112,5	1 384,6	784,3
2017	Janvier	4 383,3	1 087,3	3 282,3	12 882,2	10 696,5	10 995,8	4 329,3	5 422,9	829,8	114,6	1 399,5	786,2
	Février	4 399,6	1 073,3	3 312,5	12 913,4	10 720,0	11 012,1	4 334,6	5 443,9	829,9	111,6	1 400,4	793,0
	Mars	4 438,5	1 070,4	3 353,9	12 976,7	10 757,6	11 055,6	4 333,8	5 459,2	851,7	112,9	1 426,9	792,2
	Avril	4 466,9	1 074,2	3 378,5	12 958,9	10 743,1	11 043,3	4 337,1	5 467,6	823,9	114,4	1 426,4	789,4
	Mai ^(p)	4 477,0	1 066,5	3 395,7	12 980,7	10 747,5	11 058,1	4 341,2	5 474,6	820,6	111,1	1 439,4	793,8
Flux													
2014		73,8	16,4	57,4	-99,9	-47,1	-32,4	-60,6	-14,9	16,7	11,7	-89,8	37,0
2015		296,1	-21,1	316,9	84,9	58,2	75,9	-13,8	98,3	-20,5	-5,7	25,1	1,5
2016		489,1	-34,9	523,9	317,6	233,6	253,4	78,5	119,8	46,3	-11,1	80,6	3,4
2016	T2	125,2	-8,9	134,0	54,9	22,1	60,2	19,3	14,5	-6,7	-5,0	31,1	1,6
	T3	78,1	-7,3	85,2	113,1	70,3	73,6	3,9	33,8	27,5	5,2	20,7	22,1
	T4	161,0	-20,3	181,4	80,3	61,8	65,4	19,9	35,3	3,4	3,3	17,8	0,7
2017	T1	77,8	-11,0	88,2	149,1	99,0	92,7	29,1	51,6	17,8	0,5	41,2	8,9
2016	Décembre	71,7	-7,8	79,7	2,0	-9,4	15,3	-14,8	9,2	-0,3	-3,5	4,4	7,0
2017	Janvier	22,0	5,2	16,3	52,2	30,5	24,1	18,8	14,0	-4,4	2,1	16,0	5,6
	Février	8,4	-13,0	21,3	24,0	20,0	12,8	3,8	20,0	-0,9	-3,0	-0,4	4,4
	Mars	47,5	-3,2	50,7	72,9	48,5	55,8	6,5	17,6	23,0	1,3	25,6	-1,1
	Avril	28,2	3,6	24,4	-7,8	-5,4	-3,6	7,4	11,1	-25,5	1,6	-0,4	-2,0
	Mai ^(p)	12,1	-5,1	16,8	31,2	13,9	25,0	9,0	8,7	-0,5	-3,3	13,6	3,8
Taux de croissance													
2014		2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	1,8	11,9	-6,6	4,6
2015		8,2	-1,9	12,8	0,7	0,6	0,7	-0,3	1,9	-2,5	-4,4	2,0	0,2
2016		12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,8	2,3	5,9	-9,0	6,2	0,5
2016	T2	12,3	-2,8	19,0	1,6	1,2	1,6	1,3	1,9	0,5	-23,6	7,2	-2,9
	T3	10,8	-2,5	16,3	2,0	1,9	2,1	1,4	2,1	5,4	-10,7	3,5	0,8
	T4	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,8	2,3	5,9	-9,0	6,2	0,5
2017	T1	10,9	-4,2	16,8	3,2	2,4	2,7	1,7	2,5	5,2	3,6	8,4	4,4
2016	Décembre	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,8	2,3	5,9	-9,0	6,2	0,5
2017	Janvier	11,4	-2,9	17,1	2,7	2,2	2,4	1,7	2,4	5,1	-8,6	6,8	2,6
	Février	10,6	-3,9	16,3	2,6	2,0	2,3	1,5	2,4	4,4	-11,4	6,5	3,6
	Mars	10,9	-4,2	16,8	3,2	2,4	2,7	1,7	2,5	5,2	3,6	8,4	4,4
	Avril	10,4	-4,2	15,9	2,9	2,2	2,6	1,6	2,6	2,8	1,5	7,8	4,4
	Mai ^(p)	9,6	-4,8	15,0	3,0	2,2	2,6	1,6	2,7	2,4	0,3	8,1	4,3

Source : BCE.

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

2) Corrigés des cessions de prêts et de la titrisation (avec pour résultat leur décomptabilisation dans le bilan statistique des IFM) et des positions liées aux services de *cash pooling* notionnel fournis par les IFM.

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
		Prêts corrigés ⁴⁾					Prêts corrigés ⁴⁾				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours											
2014		4 316,6	4 269,9	1 112,3	724,3	2 480,0	5 200,7	5 546,1	563,5	3 860,9	776,4
2015		4 290,7	4 272,9	1 041,1	761,5	2 488,2	5 307,6	5 640,6	595,9	3 948,4	763,3
2016		4 313,4	4 313,2	998,5	797,6	2 517,3	5 410,1	5 726,7	616,5	4 044,9	748,7
2016	T2	4 312,7	4 293,2	1 043,0	777,5	2 492,1	5 348,3	5 683,5	604,1	3 986,3	757,9
	T3	4 302,5	4 291,6	1 011,5	787,9	2 503,1	5 379,3	5 701,1	608,5	4 018,2	752,6
	T4	4 313,4	4 313,2	998,5	797,6	2 517,3	5 410,1	5 726,7	616,5	4 044,9	748,7
2017	T1	4 333,8	4 335,6	1 003,8	802,6	2 527,5	5 459,2	5 770,6	628,2	4 085,7	745,3
2016	Décembre	4 313,4	4 313,2	998,5	797,6	2 517,3	5 410,1	5 726,7	616,5	4 044,9	748,7
2017	Janvier	4 329,3	4 322,3	1 013,9	799,6	2 515,7	5 422,9	5 743,6	620,8	4 052,2	749,9
	Février	4 334,6	4 325,3	1 011,3	798,3	2 525,0	5 443,9	5 757,2	623,8	4 072,3	747,8
	Mars	4 333,8	4 335,6	1 003,8	802,6	2 527,5	5 459,2	5 770,6	628,2	4 085,7	745,3
	Avril	4 337,1	4 343,3	990,4	812,4	2 534,4	5 467,6	5 778,1	630,5	4 096,3	740,8
	Mai ^(p)	4 341,2	4 348,2	992,6	810,1	2 538,4	5 474,6	5 793,9	637,1	4 096,6	740,9
Flux											
2014		-60,6	-67,0	-14,1	2,6	-49,0	-14,9	5,5	-3,0	-3,2	-8,7
2015		-13,8	22,8	-64,2	31,9	18,5	98,3	76,1	21,9	80,0	-3,6
2016		78,5	93,7	-18,4	43,2	53,8	119,8	112,5	24,1	105,2	-9,4
2016	T2	19,3	23,7	-4,2	8,5	14,9	14,5	29,5	1,6	13,5	-0,6
	T3	3,9	9,0	-23,7	13,4	14,2	33,8	27,8	5,1	32,5	-3,8
	T4	19,9	31,4	-9,8	8,4	21,3	35,3	30,4	9,3	30,6	-4,7
2017	T1	29,1	33,9	8,6	7,0	13,6	51,6	46,2	10,6	40,2	0,8
2016	Décembre	-14,8	9,6	-29,3	-1,8	16,3	9,2	10,0	2,4	10,4	-3,6
2017	Janvier	18,8	13,5	16,5	2,1	0,2	14,0	18,6	4,8	7,5	1,7
	Février	3,8	1,6	-2,9	-1,1	7,8	20,0	12,5	1,9	18,6	-0,5
	Mars	6,5	18,8	-5,0	6,0	5,6	17,6	15,1	4,0	14,0	-0,4
	Avril	7,4	11,1	-3,7	3,4	7,6	11,1	10,5	2,5	10,7	-2,0
	Mai ^(p)	9,0	9,6	6,0	-0,7	3,7	8,7	18,1	7,0	1,1	0,7
Taux de croissance											
2014		-1,4	-1,5	-1,3	0,4	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015		-0,3	0,5	-5,8	4,4	0,7	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016		1,8	2,2	-1,8	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,2
2016	T2	1,3	1,8	-2,0	5,1	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
	T3	1,4	1,9	-3,0	6,4	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
	T4	1,8	2,2	-1,8	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,2
2017	T1	1,7	2,3	-2,8	4,8	2,6	2,5	2,4	4,4	2,9	-1,1
2016	Décembre	1,8	2,2	-1,8	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,2
2017	Janvier	1,7	2,2	-1,9	5,3	2,1	2,4	2,2	4,6	2,7	-0,9
	Février	1,5	1,9	-2,3	3,8	2,3	2,4	2,3	4,2	2,8	-1,0
	Mars	1,7	2,3	-2,8	4,8	2,6	2,5	2,4	4,4	2,9	-1,1
	Avril	1,6	2,4	-3,0	4,9	2,6	2,6	2,4	4,7	3,0	-1,1
	Mai ^(p)	1,6	2,4	-2,7	4,7	2,4	2,7	2,6	6,2	2,9	-1,0

Source : BCE.

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

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

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

4) Corrigés des cessions de prêts et de la titrisation (avec pour résultat leur décomptabilisation dans le bilan statistique des IFM) et des positions liées aux services de *cash pooling* notionnel fournis par les IFM.

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				Position extérieure nette	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											
2014		269,4	7 131,5	2 186,6	92,2	2 391,5	2 461,1	1 380,4	220,4	184,5	139,7
2015		284,8	6 996,9	2 119,7	79,8	2 254,0	2 543,5	1 343,8	263,4	205,9	135,6
2016		318,8	6 921,9	2 054,4	70,6	2 144,3	2 652,5	1 136,4	236,6	205,9	121,6
2016	T2	319,3	7 012,3	2 094,1	74,6	2 181,4	2 662,3	1 298,0	295,3	238,0	144,0
	T3	310,1	6 966,7	2 068,5	72,4	2 130,8	2 695,0	1 202,2	281,7	209,2	129,1
	T4	318,8	6 921,9	2 054,4	70,6	2 144,3	2 652,5	1 136,4	236,6	205,9	121,6
2017	T1	304,1	6 880,9	2 033,5	69,2	2 100,3	2 677,8	1 104,4	251,5	182,2	111,8
2016	Décembre	318,8	6 921,9	2 054,4	70,6	2 144,3	2 652,5	1 136,4	236,6	205,9	121,6
2017	Janvier	303,4	6 871,2	2 037,8	69,8	2 122,8	2 640,9	1 119,3	221,0	176,5	106,3
	Février	295,7	6 919,8	2 027,9	69,6	2 125,3	2 697,0	1 120,0	252,6	171,3	104,4
	Mars	304,1	6 880,9	2 033,5	69,2	2 100,3	2 677,8	1 104,4	251,5	182,2	111,8
	Avril	335,9	6 849,2	2 023,4	69,3	2 083,0	2 673,4	1 089,2	238,7	173,8	103,7
	Mai ^(p)	310,5	6 824,5	2 015,8	67,0	2 074,2	2 667,5	1 035,6	249,7	161,5	104,3
Flux											
2014		-4,0	-171,0	-120,8	2,0	-160,1	107,9	238,7	-12,8	0,7	17,8
2015		9,2	-213,6	-106,2	-13,5	-216,1	122,2	-86,6	-18,5	21,4	-4,0
2016		31,0	-114,2	-73,1	-9,1	-117,2	85,2	-274,1	-72,4	12,8	-12,0
2016	T2	4,2	-4,0	-22,3	-1,8	-16,4	36,5	-63,5	0,3	-9,2	-8,1
	T3	-9,2	-45,0	-25,8	-2,0	-41,7	24,6	-97,6	-14,3	-19,2	-13,7
	T4	6,6	-18,9	-21,5	-2,6	-18,2	23,3	-43,6	-92,3	-0,2	-7,5
2017	T1	-16,1	-15,6	-14,7	-1,4	-31,4	31,9	-31,6	-9,3	-22,6	-9,1
2016	Décembre	21,1	-13,3	-7,9	-1,3	-3,3	-0,7	22,2	-56,8	11,2	0,3
2017	Janvier	-16,4	-22,0	-10,3	-0,8	-4,9	-6,1	6,7	-55,3	-28,3	-14,6
	Février	-8,2	13,3	-11,1	-0,2	-5,6	30,2	-34,5	41,6	-5,1	-2,0
	Mars	8,4	-6,9	6,6	-0,4	-20,9	7,8	-3,8	4,4	10,8	7,5
	Avril	31,8	-15,1	-8,5	0,2	-5,8	-1,0	-3,4	-11,5	-8,4	-8,2
	Mai ^(p)	-25,4	7,2	-5,4	-0,8	7,0	6,5	-30,8	16,0	-12,2	0,6
Taux de croissance											
2014		-1,6	-2,3	-5,1	2,2	-6,3	4,5	-	-	0,4	14,6
2015		3,6	-3,0	-4,8	-14,5	-8,8	4,9	-	-	11,6	-2,9
2016		10,9	-1,6	-3,4	-11,5	-5,2	3,3	-	-	6,3	-9,0
2016	T2	20,1	-2,0	-2,9	-13,3	-6,9	3,8	-	-	3,6	-2,9
	T3	5,3	-2,1	-4,3	-12,2	-6,2	3,8	-	-	1,5	-8,2
	T4	10,9	-1,6	-3,4	-11,5	-5,2	3,3	-	-	6,3	-9,0
2017	T1	-4,6	-1,2	-4,0	-10,1	-4,9	4,5	-	-	-21,2	-25,3
2016	Décembre	10,9	-1,6	-3,4	-11,5	-5,2	3,3	-	-	6,3	-9,0
2017	Janvier	-1,4	-1,6	-3,5	-11,3	-4,6	3,0	-	-	-12,2	-23,8
	Février	-1,7	-1,2	-4,4	-10,5	-3,7	3,9	-	-	-25,7	-25,7
	Mars	-4,6	-1,2	-4,0	-10,1	-4,9	4,5	-	-	-21,2	-25,3
	Avril	5,5	-1,5	-4,4	-9,0	-4,9	3,9	-	-	-21,6	-24,8
	Mai ^(p)	3,2	-1,4	-4,4	-9,6	-4,5	3,8	-	-	-23,9	-23,6

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
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,2	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,5	-1,7	0,0	0,2	0,0	0,7
2016 T1	-1,9	.	.	.	.	0,4
T2	-1,8	.	.	.	.	0,5
T3	-1,8	.	.	.	.	0,5
T4	-1,5	.	.	.	.	0,7

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		
2013	46,7	46,2	12,6	13,0	15,5	0,5	49,7	45,6	10,4	5,3	2,8	23,0	4,1	
2014	46,7	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,3	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	4,0	
2015	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,6	10,1	5,2	2,4	22,8	3,9	
2016	46,3	45,8	12,6	13,0	15,4	0,5	47,8	44,3	10,0	5,2	2,2	22,8	3,5	
2016	T1	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,3	44,5	10,1	5,2	2,3	22,8	3,9
	T2	46,3	45,8	12,5	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,3	22,8	3,8
	T3	46,3	45,8	12,6	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,2	22,8	3,8
	T4	46,3	45,8	12,6	13,0	15,4	0,5	47,8	44,3	10,0	5,2	2,2	22,9	3,5

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			Durée 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
2013	91,4	2,6	17,5	71,2	46,4	26,3	45,0	10,4	81,0	19,4	32,1	39,9	89,3	2,1
2014	92,0	2,7	17,1	72,1	45,2	26,0	46,8	10,0	82,0	18,8	31,9	41,2	89,9	2,1
2015	90,3	2,8	16,2	71,3	45,5	27,5	44,7	9,3	81,0	17,7	31,1	41,5	88,2	2,1
2016	89,2	2,7	15,5	71,0	47,8	30,3	41,5	9,0	80,3	17,3	29,5	42,5	87,2	2,1
2016 T1	91,3	2,7	16,2	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	91,2	2,7	16,0	72,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	90,1	2,7	15,6	71,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	89,3	2,7	15,5	71,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
2013	1,9	0,2	-0,2	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,4	1,9	2,6
2014	0,6	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,2	0,8	2,5
2015	-1,7	-0,3	-0,9	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5	1,3
2016	-1,0	-0,7	-0,3	0,2	0,2	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	1,5
2016 T1	-1,5	-0,4	-0,6	-0,2	0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,0	-0,4	-0,5	1,3
T2	-0,9	-0,5	0,1	0,4	0,8	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,5	2,0
T3	-1,4	-0,5	-0,5	-0,2	0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,4	1,5
T4	-1,1	-0,7	-0,3	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,2	1,5

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		
													Durées ≤ 1 an	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014		15,9	13,8	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,6	0,4	3,5	2,8	0,8	1,6
2015		14,7	12,8	4,3	1,9	0,5	6,6	2,9	1,4	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016		14,4	12,6	4,8	1,7	0,4	6,7	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2016	T1	15,2	13,4	4,7	1,8	0,5	6,6	2,8	1,4	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1
	T2	15,1	13,3	4,8	1,8	0,5	6,7	2,7	1,3	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
	T3	14,7	12,9	4,0	1,8	0,4	6,8	2,6	1,3	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
	T4	14,4	12,6	4,8	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017	Janvier	14,6	12,8	5,1	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,2
	Février	14,1	12,4	4,3	1,7	0,4	7,0	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,3
	Mars	14,3	12,5	4,4	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1
	Avril	14,2	12,5	4,3	1,7	0,4	7,0	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,7	0,2	1,2
	Mai	14,3	12,6	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,1	1,2
	Juin	14,0	12,3	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2

Source : BCE.

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

6 Évolutions budgétaires

6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

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

	Belgique	Allemagne	Estonie	Irlande	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques									
2013	-3,1	-0,2	-0,2	-5,7	-13,1	-7,0	-4,0	-2,9	-5,1
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,7	-6,0	-3,9	-3,0	-8,8
2015	-2,5	0,7	0,1	-2,0	-5,9	-5,1	-3,6	-2,7	-1,2
2016	-2,6	0,8	0,3	-0,6	0,7	-4,5	-3,4	-2,4	0,4
2016 T1	-2,6	0,8	0,7	-1,6	-4,8	-5,1	-3,5	-2,6	-0,3
T2	-2,6	0,8	0,8	-1,6	-3,7	-5,3	-3,3	-2,4	-1,3
T3	-3,0	0,6	0,5	-1,8	-1,8	-4,8	-3,4	-2,4	-1,0
T4	-2,6	0,8	0,3	-0,6	0,7	-4,5	-3,4	-2,4	0,4
Dette des administrations publiques									
2013	105,6	77,5	10,2	119,5	177,4	95,5	92,3	129,0	102,2
2014	106,7	74,9	10,7	105,3	179,7	100,4	94,9	131,8	107,1
2015	106,0	71,2	10,1	78,7	177,4	99,8	95,6	132,1	107,5
2016	105,9	68,3	9,5	75,4	179,0	99,4	96,0	132,6	107,8
2016 T1	109,2	70,9	9,9	80,1	176,4	101,2	97,6	134,8	108,4
T2	109,7	70,2	9,7	77,7	179,7	101,1	98,4	135,4	107,5
T3	108,7	69,5	9,6	77,1	176,3	100,4	97,5	132,7	110,6
T4	105,9	68,3	9,5	75,4	179,0	99,4	96,6	132,6	107,8

	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										
2013	-1,0	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,1	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,4	-2,0	-2,3	-2,7	-7,2	-5,4	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,4	-1,3	-2,1	-1,1	-4,4	-2,9	-2,7	-2,7
2016	0,0	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,8	-1,7	-1,9
2016 T1	-0,7	-0,1	1,3	-0,3	-1,9	-1,0	-3,7	-2,7	-2,5	-2,4
T2	-0,4	0,4	1,1	0,4	-1,0	-0,9	-3,5	-1,8	-2,3	-2,4
T3	0,2	0,2	1,1	0,8	-0,4	-0,6	-3,7	-1,7	-2,0	-2,2
T4	0,0	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,8	-1,7	-1,9
Dette des administrations publiques										
2013	39,0	38,7	23,4	68,7	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7	56,5
2014	40,9	40,5	22,4	64,3	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6	60,2
2015	36,5	42,7	21,6	60,6	65,2	85,5	129,0	83,1	52,5	63,7
2016	40,1	40,2	20,0	58,3	62,3	84,6	130,4	79,7	51,9	63,6
2016 T1	36,3	40,0	21,9	61,8	64,9	86,5	128,9	83,6	51,8	64,3
T2	38,9	40,1	21,4	61,0	63,8	86,2	131,6	82,5	52,9	61,9
T3	37,9	41,3	20,9	59,7	62,0	83,7	133,1	82,8	52,7	61,8
T4	40,1	40,2	20,0	58,3	62,3	84,6	130,4	79,7	51,9	63,6

Source: Eurostat.

© **Banque centrale européenne**, 2017

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne

Téléphone +49 69 1344 0

Site internet www.ecb.europa.eu

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

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).

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 19 juillet 2017.

ISSN 2363-3425 (PDF)

Numéro de catalogue UE QB-BP-17-005-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Nathalie Aufauvre

Secrétaire général