



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 6 / 2015

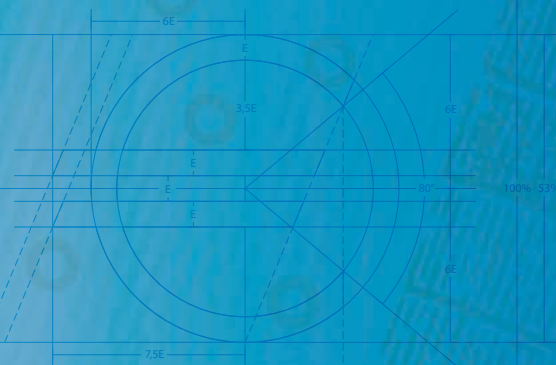


Table des matières

Évolutions économiques et monétaires

Vue d'ensemble	3
1 Environnement extérieur	6
2 Évolutions financières	12
3 Activité économique	16
4 Prix et coûts	21
5 Monnaie et crédit	26
6 Évolutions budgétaires	31

Encadrés

1 Évolutions récentes et perspectives des prix des matières premières non pétrolières	33
2 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 22 avril au 21 juillet 2015	35
3 L'utilité des données relatives aux opérations dans TARGET2 pour l'analyse du marché monétaire en blanc au jour le jour	40
4 Publication des soldes TARGET	46
5 La révision des pondérations commerciales pour les taux de change effectifs de l'euro reflète l'importance croissante des économies de marché émergentes	49
6 Une mesure de la sous-utilisation des capacités productives dans la zone euro fondée sur des enquêtes	53
7 Évolutions récentes des prix des produits alimentaires dans la zone euro	57
8 Recommandations spécifiques à chaque pays concernant la politique budgétaire dans le cadre du Semestre européen 2015	60

Articles

La position du cycle des prix des logements dans la zone euro	64
L'impact budgétaire du soutien au secteur financier au cours de la crise	82

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

Évolutions économiques et monétaires

Vue d'ensemble

L'analyse des données récentes, les nouvelles projections macroéconomiques de la BCE et une estimation provisoire des récentes fluctuations de marché signalent une poursuite de la reprise économique dans la zone euro, quoique à un rythme légèrement plus faible, et une remontée plus lente des taux d'inflation par rapport aux anticipations antérieures. La modification des perspectives résulte dans une très large mesure des évolutions extérieures. Si l'économie mondiale se redresse progressivement, ce redressement reste néanmoins inégalement réparti. D'une part, dans les économies avancées, le bas niveau des prix du pétrole, le maintien de conditions de financement accommodantes, le ralentissement du rythme de l'assainissement budgétaire et l'amélioration de la situation sur le marché du travail soutiennent l'activité économique. D'autre part, les perspectives se sont assombries dans les économies de marché émergentes, dans un contexte d'incertitude accrue, les obstacles structurels et les déséquilibres macroéconomiques freinant la croissance dans certains pays, tandis que d'autres sont en phase d'ajustement à la baisse des prix des matières premières et à des conditions de financement extérieures moins favorables. Parallèlement, les tensions inflationnistes se sont atténuées sous l'effet du recul des prix des matières premières.

De nouveaux risques à la baisse se sont également fait jour pour les perspectives de croissance et d'inflation, en raison de la récente hausse de la volatilité sur les marchés financiers. Deux épisodes notables de regain de tensions se sont produits au cours de l'été. Le premier était lié aux évolutions en Grèce fin juin et début juillet, et a eu dans l'ensemble une incidence relativement limitée sur les marchés financiers. Le second épisode est intervenu dans les quinze derniers jours d'août, sous l'effet des évolutions en Chine. Il a eu un impact significatif sur les marchés boursiers et de change ainsi que sur les perceptions du risque. Globalement, les rendements nominaux des emprunts publics à long terme de la zone euro ont légèrement diminué entre début juin et début septembre. Les cours des actions ont fortement diminué dans la zone euro, notamment en raison des pertes enregistrées sur le marché boursier chinois durant la seconde quinzaine d'août et des incertitudes accrues à l'échelle mondiale qui en ont résulté. Dans ce contexte de plus forte aversion pour le risque et de faiblesse sur les marchés émergents, le taux de change effectif de l'euro s'est nettement apprécié récemment.

Au deuxième trimestre 2015, le PIB en volume de la zone euro a progressé à un rythme légèrement plus faible qu'au premier trimestre. Le rythme de croissance au deuxième trimestre a été un peu moins rapide qu'attendu. Cette modération résulte d'une demande intérieure plus faible qu'attendu et a concerné l'ensemble des pays. D'après les derniers indicateurs tirés d'enquêtes, le rythme de croissance du PIB en volume au second semestre 2015 sera comparable à celui enregistré au deuxième trimestre.

À plus long terme, la reprise économique dans la zone euro devrait se poursuivre, mais à un rythme légèrement plus faible qu'anticipé précédemment. Cela reflète en particulier le ralentissement observé dans les économies de marché émergentes, qui pèse sur la croissance mondiale et donc sur la demande extérieure adressée à la zone euro. La demande intérieure devrait être encore confortée par les mesures de politique monétaire de la BCE et leur incidence favorable sur les conditions de financement ainsi que par les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles. De plus, la baisse des prix du pétrole devrait soutenir le revenu réel disponible des ménages et la rentabilité des entreprises et, donc, la consommation privée et l'investissement. Toutefois, le nécessaire ajustement des bilans dans différents secteurs et la lenteur dans la mise en œuvre des réformes structurelles pourraient freiner le redressement de l'activité.

Les projections macroéconomiques de septembre 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE ¹ prévoient une croissance annuelle du PIB en volume de 1,4 % en 2015, de 1,7 % en 2016 et de 1,8 % en 2017. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2015 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées à la baisse, principalement en raison d'une plus faible demande extérieure due au ralentissement de la croissance sur les marchés émergents. D'après l'évaluation du Conseil des gouverneurs, les risques pesant sur les perspectives d'évolution de l'activité économique restent orientés à la baisse, reflétant notamment les incertitudes accrues concernant l'environnement international. En particulier, les évolutions actuelles dans les économies de marché émergentes sont susceptibles d'altérer davantage la croissance mondiale par le canal des échanges commerciaux et des effets de confiance.

Après avoir suivi une tendance à la hausse en début d'année, l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro s'est récemment stabilisée à un bas niveau positif. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH est demeurée à 0,2 % en août, pour le troisième mois consécutif. Tandis que les faibles prix de l'énergie freinent l'inflation, cette tendance est compensée par des hausses plus importantes des prix des produits alimentaires et des produits manufacturés hors énergie. Les indicateurs récents confirment le renforcement progressif de l'inflation sous-jacente. Selon les estimations, l'IPCH hors produits alimentaires et énergie a augmenté, passant d'un point bas de 0,6 % en début d'année à 1,0 % en août.

Sur la base des informations disponibles, les taux d'inflation annuels mesurés par l'IPCH resteront très faibles à court terme, reflétant principalement les évolutions récentes des prix de l'énergie. Vers fin 2015, cependant, l'inflation totale devrait s'inscrire en hausse, également en raison d'effets de base liés à la baisse des cours du pétrole fin 2014. Les taux d'inflation devraient continuer de se redresser en 2016 et 2017, soutenus par la reprise économique attendue, la répercussion des dépréciations antérieures du taux de change de l'euro et l'hypothèse d'une légère remontée des prix du pétrole au cours des prochaines années, ressortant de l'observation des marchés à terme. Toutefois, selon les anticipations actuelles, cette hausse des taux d'inflation annuels devrait se matérialiser un peu plus lentement que prévu jusqu'à présent.

Les projections macroéconomiques de septembre 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 0,1 % en 2015, de 1,1 % en 2016 et de 1,7 % en 2017. Par comparaison

¹ Cf. l'article intitulé *Les projections macroéconomiques de septembre 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE*, publié sur le site internet de la BCE le 3 septembre 2015.

avec les projections macroéconomiques de juin 2015 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives en matière de progression de l'IPCH ont été révisées à la baisse, principalement en raison de la diminution des prix du pétrole. Compte tenu des dernières évolutions des prix du pétrole et des taux de change, des risques à la baisse pèsent sur les projections de septembre relatives à l'inflation.

Les mesures de politique monétaire de la BCE continuent de se transmettre aux conditions du crédit et de soutenir la dynamique de la monnaie au sens large et du crédit. Les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) et le programme étendu d'achats d'actifs (APP) ont contribué à l'amélioration des indicateurs de la monnaie et du crédit. Les coûts de financement des banques se sont stabilisés à des points bas historiques au deuxième trimestre 2015, et les conditions favorables du crédit ont continué de soutenir la reprise progressive de la croissance des prêts. En outre, les écarts de taux débiteurs bancaires entre les pays de la zone euro se sont encore resserrés. Selon les estimations, le flux annuel global de financement externe des sociétés non financières s'est stabilisé au deuxième trimestre 2015, alors que la dynamique des prêts aux sociétés non financières est demeurée atone. La plus forte hausse des créances sur les administrations publiques et la poursuite d'un redressement progressif des concours au secteur privé soutiennent la croissance de l'agrégat large.

Le Conseil des gouverneurs a jugé qu'il était prématuré de conclure à la possibilité que les évolutions récentes de la situation économique et sur les marchés financiers aient une incidence durable sur la réalisation d'une trajectoire soutenable de l'inflation vers son objectif à moyen terme ou qu'elles soient considérées comme étant essentiellement transitoires, et il continuera de suivre attentivement toutes les informations disponibles à ce sujet. Au terme de son examen régulier de la situation économique et monétaire, et conformément à sa stratégie consistant à fournir des indications sur la trajectoire future des taux directeurs de la BCE (*forward guidance*), le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 3 septembre, de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés et a confirmé que le programme d'achats d'actifs se poursuivait sans difficultés. Pour l'avenir, le Conseil des gouverneurs de la BCE suivra attentivement les risques entourant les perspectives d'évolution des prix à moyen terme, s'attachant en particulier à la transmission des mesures de politique monétaire, ainsi qu'aux évolutions économiques, financières, des prix des matières premières et des taux de change au niveau mondial.

Le Conseil des gouverneurs souligne sa volonté et sa capacité d'agir, si nécessaire, en utilisant tous les instruments disponibles dans le cadre de son mandat et rappelle, en particulier, que le programme d'achats d'actifs est suffisamment souple, sa dimension, sa composition et sa durée pouvant être modifiées. Dans le même temps, l'Eurosystème remplira son objectif d'achats d'actifs pour un montant mensuel de 60 milliards d'euros et ce, jusque fin septembre 2016 ou au-delà si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif de taux d'inflation inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs réitère la nécessité d'appliquer résolument ses décisions de politique monétaire et de suivre attentivement l'ensemble des informations disponibles concernant l'incidence de ces décisions sur les perspectives à moyen terme pour la stabilité des prix.

1 Environnement extérieur

L'économie mondiale se redresse progressivement, mais ce redressement reste inégalement réparti. Dans les économies avancées, le bas niveau des prix du pétrole, le maintien de conditions de financement accommodantes, le ralentissement du processus d'assainissement budgétaire et l'amélioration de la situation sur les marchés du travail soutiennent l'activité économique. En revanche, les perspectives se sont assombries dans les économies de marché émergentes (EME) dans un contexte d'incertitude accrue, les obstacles structurels et les déséquilibres macroéconomiques freinant la croissance dans certains pays, tandis que d'autres sont en cours d'ajustement à la baisse des prix des matières premières et au durcissement des conditions de financement externes. Les tensions inflationnistes devraient rester limitées en raison du récent fléchissement des prix du pétrole et d'un volant encore important de capacités de production inutilisées au plan mondial.

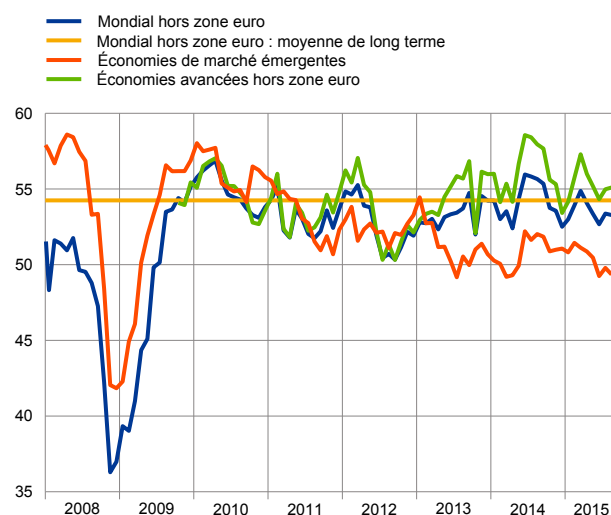
Activité économique et échanges commerciaux à l'échelle mondiale

Les données des comptes nationaux et les indicateurs tirés d'enquêtes font état d'une croissance modérée et inégalement répartie de l'activité économique mondiale au deuxième trimestre.

Graphique 1

Indice composite mondial des directeurs d'achat pour la production

(indice de diffusion)



Sources : Markit et calculs BCE.

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

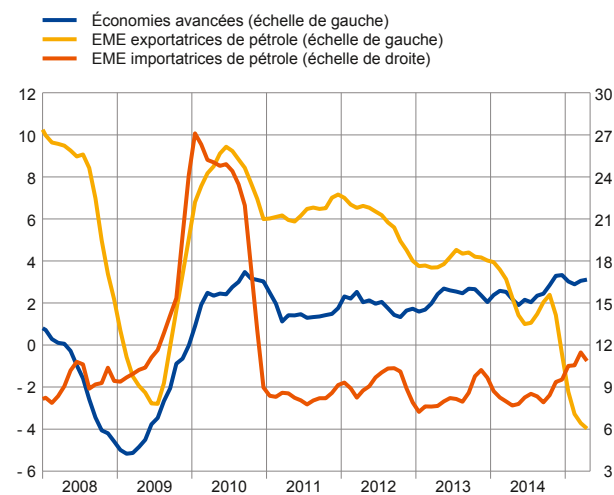
L'activité économique a été soutenue dans les économies avancées, la croissance se redressant aux États-Unis et au Royaume-Uni, même si elle s'est fortement ralentie au Japon après un solide premier trimestre. Dans les EME, la situation est contrastée. D'une part, la Russie traverse une profonde récession et les données d'enquêtes mettent en évidence une faiblesse persistante au Brésil. En revanche, la croissance s'est redressée en Chine au deuxième trimestre et devrait être demeurée solide dans les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) hors zone euro. D'après les enquêtes, la production manufacturière mondiale a été morose ces derniers mois, mais l'activité totale a été plus robuste. L'indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale hors zone euro est resté globalement inchangé en août par rapport au mois précédent et en ligne avec la moyenne pour le deuxième trimestre, indiquant une certaine résistance de l'activité mondiale (cf. graphique 1). À plus long terme, les indicateurs composites avancés de l'OCDE et l'indice tiré de l'enquête *World Economic*

Climate réalisée par l'institut Ifo vont dans le sens d'une poursuite de la reprise mondiale à un rythme modéré.

Graphique 2

Ventes au détail

(croissance en glissement annuel, moyenne sur trois mois)



Sources : Sources nationales, FMI et calculs de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte à juin 2015. « Économies avancées » désigne la zone euro, le Japon, les États-Unis et le Royaume-Uni. « EME importatrices de pétrole » désigne la Chine, l'Indonésie, la Corée du Sud, la Turquie et le Mexique. « EME exportatrices de pétrole » désigne la Russie, le Brésil, la Colombie, le Chili et l'Afrique du Sud.

Les prix des matières premières ont récemment fléchi, dopant ainsi la demande mondiale à court terme.

Après avoir rebondi durant le deuxième trimestre, les cours du *Brent* ont reculé de plus de 20 % au troisième trimestre bien que, d'après la courbe des contrats à terme, les marchés continuent d'intégrer dans leur processus de fixation des prix une hausse graduelle des prix du pétrole au cours des prochaines années. La récente baisse reflète principalement l'évolution de l'offre, qui continue d'être excédentaire sur le marché du pétrole, l'OPEP réalisant une production supérieure à sa cible et la production de pétrole de schiste s'avérant plus résistante que prévu. En outre, le marché semble lentement intégrer la perspective d'un accroissement de l'offre en provenance d'Iran. Toutefois, la modération de la demande, en particulier dans les EME, a également joué un rôle. Cette évolution concorde également avec les facteurs à l'origine de la baisse des prix d'autres matières premières – au cours de l'année écoulée, par exemple, les prix des métaux ont nettement diminué, ce

qui peut également refléter une croissance moins soutenue dans les EME (cf. aussi encadré 1). Au total, le recul des prix du pétrole depuis le milieu de l'année dernière devrait bénéficier à la demande dans les pays importateurs de pétrole, compensant et au-delà l'effet sur les économies exportatrices de pétrole. Les prix du pétrole s'étant inscrits en baisse depuis leur point haut de 2014, l'inflation totale a fléchi dans les économies avancées, dopant les revenus disponibles réels. La progression des ventes au détail s'est accélérée dans les économies avancées et les EME importatrices de pétrole par rapport à l'année précédente, tandis qu'elle s'est nettement ralentie dans les principaux pays exportateurs de pétrole (cf. graphique 2).

Les politiques monétaires demeurent accommodantes et contribuent à des conditions de financement favorables à l'échelle mondiale.

Les marchés continuent d'intégrer dans leur processus de fixation des prix un premier relèvement des taux d'intérêt aux États-Unis dans les six prochains mois. Au Japon, les taux directeurs devraient rester bas sur les deux prochaines années. Des tendances désinflationnistes ont incité à mettre en œuvre un nouvel assouplissement de la politique monétaire en Chine, en Inde et dans plusieurs autres EME (importatrices de pétrole pour l'essentiel) ces derniers mois, tandis que la Russie a poursuivi la normalisation de ses taux après la forte hausse intervenue durant les turbulences financières en décembre de l'année dernière. Parmi les principales EME, seul le Brésil a enregistré une hausse répétée de son taux directeur, les tensions inflationnistes demeurant élevées sur fond de relèvements importants des prix administrés, de viscosité des comportements en matière de fixation des prix et de nouvelle dépréciation de la monnaie. Le 11 août 2015, la Banque populaire de Chine a modifié le mode de calcul quotidien de son taux de change de référence afin de donner une marge de manœuvre plus importante aux forces du marché, ce qui a entraîné une dépréciation de 3 % du renminbi par rapport au dollar des

États-Unis durant la semaine qui a suivi cette décision. Au cours des deux derniers mois, les rendements des emprunts publics à long terme se sont globalement stabilisés dans les économies avancées, après la forte hausse enregistrée en mai et début juin. Malgré la correction, les taux restent proches des bas niveaux observés fin 2014 et les primes de terme demeurent réduites. Les rendements obligataires ont globalement évolué en parallèle dans les EME et dans les économies avancées. Toutefois, les entrées nettes agrégées au titre des investissements de portefeuille privés à destination des EME se sont quelque peu affaiblies, tandis que la poursuite de la dépréciation du taux de change de certains pays a probablement accru les coûts de financement exprimés en dollars. De plus, les pertes et la volatilité récemment observés sur les marchés boursiers chinois sont à l'origine d'une plus grande incertitude. Si cette situation persistait, elle pourrait se traduire *in fine* par un durcissement des conditions de financement, en particulier pour les EME vulnérables.

À plus long terme, la croissance mondiale devrait être alimentée par un redressement soutenu des économies avancées. La reprise économique dans les économies avancées devrait s'intensifier, les obstacles liés au processus de désendettement dans le secteur privé et à l'assainissement budgétaire s'atténuant progressivement. La faiblesse des prix du pétrole, le maintien de conditions de financement accommodantes, l'amélioration de la situation sur les marchés du travail et le renforcement de la confiance devraient favoriser une amélioration des perspectives. Aux États-Unis, la croissance sera soutenue par la hausse des dépenses des ménages après le coup de pouce apporté aux revenus réels par la baisse des prix du pétrole, les conditions de financement favorables, la poursuite de l'amélioration des marchés du travail et de l'immobilier résidentiel, l'atténuation de l'incidence récessionniste exercée par le resserrement budgétaire et la dissipation des effets défavorables de l'assainissement des bilans des ménages. Toutefois, l'appréciation antérieure du taux de change effectif du dollar freinera la croissance des exportations à court terme tandis que la baisse du prix du pétrole pèsera sur les investissements du secteur de l'énergie. Le Japon devrait renouer avec la croissance au deuxième semestre de l'année, les ménages profitant de l'augmentation du revenu réel induite par la baisse du prix du pétrole et les exportations bénéficiant de l'amélioration de la demande étrangère et de la dépréciation antérieure du yen. Au Royaume-Uni, la croissance devrait continuer de se renforcer à un rythme relativement soutenu. Les efforts d'assainissement budgétaire devraient, certes, peser sur la croissance, mais le faible niveau des prix de l'énergie et l'accélération de la progression des salaires devraient soutenir les revenus réels disponibles et la consommation privée. Le redressement de la demande et l'assouplissement des conditions de crédit devraient également stimuler l'investissement des entreprises.

En revanche, les perspectives à moyen terme sont contrastées pour les EME, dans un contexte d'incertitude accrue. La croissance s'est nettement ralentie dans plusieurs grandes EME au cours des quatre dernières années et devrait rester atone à moyen terme. Dans certains pays, la croissance potentielle s'est ralentie en raison d'obstacles structurels et de déséquilibres macroéconomiques. D'autres EME sont en cours d'ajustement à la baisse des prix des matières premières, à l'incertitude politique accrue et au durcissement des conditions de financement extérieures. En Chine, la croissance s'est redressée au deuxième trimestre.

Les récentes réductions des taux directeurs, les modestes mesures de relance budgétaire mises en œuvre par le gouvernement central et les efforts visant à alléger les contraintes financières sur les administrations locales devraient soutenir la demande. Toutefois, le récent effondrement des marchés boursiers a entraîné un accroissement de l'incertitude quant aux perspectives d'évolution. En outre, les responsables politiques chinois accordent de plus en plus d'importance à la lutte contre les fragilités financières et les déséquilibres macroéconomiques, ce qui devrait ralentir le rythme d'expansion à moyen terme. Les PECO hors zone euro affichent de solides performances à la faveur du raffermissement de la demande intérieure, car l'amélioration de la dynamique des marchés du travail et la récente baisse des prix du pétrole devraient soutenir la consommation des ménages. En revanche, les perspectives se sont dégradées pour le Brésil, dans la mesure où le resserrement monétaire et budgétaire devrait peser sur l'investissement et l'activité. De plus, des goulets d'étranglement du côté de l'offre et la nécessité de remédier aux importants déséquilibres macroéconomiques et à l'inflation élevée freinent la croissance à moyen terme. La Russie traverse également une profonde récession. En dépit d'un certain assouplissement des conditions de financement depuis le début d'année, les coûts de financement demeurent élevés. L'incertitude est élevée et la confiance des chefs d'entreprise est faible, tandis que la baisse des recettes pétrolières devrait entraîner une forte contraction des dépenses publiques.

De fortes baisses des importations dans quelques grandes EME ont entraîné un ralentissement des échanges internationaux au premier semestre 2015.

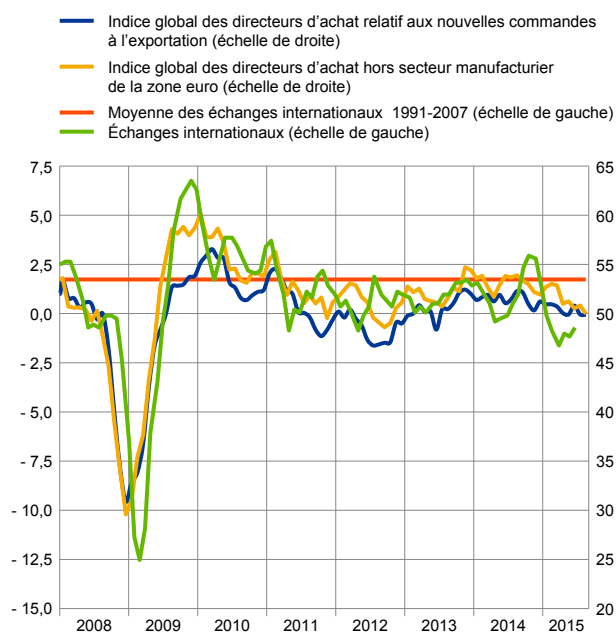
Les importations mondiales (hors zone euro) établies sur la base des données de comptabilité nationale ont reculé de 0,2 % au premier trimestre et les données disponibles font état d'une faiblesse persistante au deuxième trimestre. De fait, les données relatives aux échanges mondiaux de marchandises du Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB) font apparaître un fléchissement des importations mondiales de 0,9 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre. Bien que les importations des économies avancées et des PECO aient fait preuve de résistance en 2015, les baisses prononcées enregistrées dans quelques grandes EME ont déterminé l'évolution de l'agrégat à l'échelle mondiale. Au premier trimestre, les importations se sont effondrées en Russie, sous l'effet de la baisse de la demande intérieure et de la dépréciation du taux de change. Les importations se sont également ralenties en Chine au premier semestre de l'année, reflétant là aussi la modération de la demande intérieure. À court terme, les échanges commerciaux internationaux devraient se redresser très progressivement. Dans le même temps, les indicateurs tirés d'enquêtes font état d'une croissance des échanges internationaux plutôt modérée. En particulier, l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation a fléchi en juillet (cf. graphique 3). À plus long terme, au vu de la persistance attendue de l'atonie des perspectives en matière d'importations des EME, les échanges internationaux devraient rester modérés et les importations mondiales ne devraient pas progresser plus rapidement que le PIB mondial.

Globalement, les perspectives de croissance mondiale continuent d'aller dans le sens d'une reprise modeste et inégalement répartie. Selon les projections macroéconomiques de septembre 2015 établies par les services de la BCE, pour lesquelles les hypothèses relatives aux prix financiers et aux cours des matières

Graphique 3

Échanges internationaux de biens

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



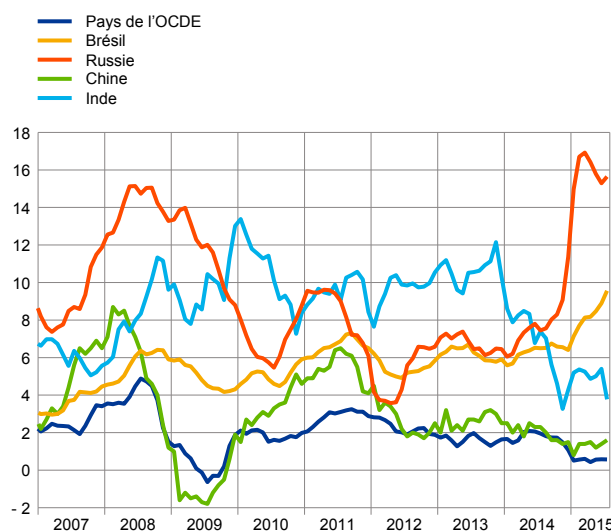
Sources : Markit, CPB et calculs de la BCE.

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

Graphique 4

Inflation mesurée par l'IPC

(glissements annuels en pourcentage)



Sources : Sources nationales et OCDE.

Note : La dernière observation se rapporte à juillet 2015.

premières sont arrêtées au 12 août, la croissance mondiale (hors zone euro) du PIB en volume devrait graduellement s'accélérer, passant de 3,2 % en 2015 à 3,8 % en 2016 et 4,0 % en 2017. La demande extérieure adressée à la zone euro devrait s'amplifier, passant de 1,4 % en 2015 à 3,3 % en 2016 et 4,1 % en 2017. Par rapport à l'exercice global de prévisions macroéconomiques de juin 2015, cela constitue une révision à la baisse de la croissance mondiale, qui reflète pour l'essentiel une détérioration des anticipations relatives aux perspectives d'évolution dans les EME. Les révisions de la demande extérieure adressée à la zone euro sont plus importantes, la faiblesse de l'activité dans les EME étant maintenant considérée comme pesant plus fortement sur les importations qu'anticipé précédemment.

Les risques entourant les perspectives d'évolution des échanges internationaux et de l'activité mondiale demeurent orientés à la baisse.

Notamment, les évolutions constatées actuellement dans les EME sont susceptibles de continuer à exercer une incidence négative sur la croissance mondiale via des effets sur les échanges commerciaux, les conditions financières et la confiance. Certaines EME sont également vulnérables à un retournement du sentiment à l'égard du risque au plan mondial, après une période de dispersion du risque et de compression de la volatilité. Les risques géopolitiques continuent également de peser sur les perspectives d'évolution, et les tensions accrues entre la Russie et l'Ukraine pourraient avoir des conséquences défavorables sur la croissance mondiale.

Évolution des prix au plan mondial

L'inflation demeure faible au plan mondial à la suite de la forte baisse des prix du pétrole.

La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE est restée inchangée en juillet, à 0,6 %. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation annuelle au sein de cette zone est également restée stable, ressortant à 1,6 % (cf. graphique 4). L'inflation totale est demeurée globalement inchangée à des niveaux faibles dans les principales économies avancées. Hors pays de l'OCDE, d'importantes pressions désinflationnistes persistent en Chine et en Inde. Toutefois, au Brésil

et en Russie, l'inflation est demeurée élevée car la dépréciation de la monnaie a entraîné un renchérissement des importations.

À plus long terme, l'inflation mondiale ne devrait se renforcer que graduellement. À court terme, le récent fléchissement des prix du pétrole et d'autres matières premières devrait encore contenir les tensions inflationnistes, mais par la suite la contribution négative de la composante énergie devrait graduellement diminuer, les effets des baisses antérieures des prix du pétrole commençant à se dissiper. Dans le même temps, la pente ascendante de la courbe des prix des contrats à terme sur le pétrole augure d'un certain redressement des prix du pétrole, qui devrait accroître la contribution des prix de l'énergie à l'inflation totale. Toutefois, le lent redressement attendu de l'activité économique mondiale ne devrait entraîner qu'une réduction graduelle des capacités inutilisées et les tensions inflationnistes sur les salaires et les coûts devraient demeurer globalement atones.

Les rendements nominaux des emprunts publics à long terme de la zone euro ont légèrement fléchi entre début juin et début septembre, après les hausses importantes observées les mois précédents. Ces baisses se sont produites dans un environnement caractérisé par la détérioration des perspectives de croissance de l'économie mondiale, le repli des cours du pétrole et la diminution des taux des swaps indexés sur l'inflation. Les cours des actions se sont également repliés dans un contexte de volatilité accrue, à la suite notamment de la dépréciation de la devise chinoise et des pertes substantielles enregistrées sur le marché boursier en Chine en août. L'incertitude liée aux évolutions de la situation en Grèce, qui a culminé fin juin et début juillet, a eu une incidence légèrement plus forte sur les marchés boursiers que sur les marchés obligataires et des changes, mais son impact financier a dans l'ensemble été limité et temporaire. Le taux de change effectif de l'euro a connu une appréciation considérable entre début juin et le 2 septembre 2015.

Deux épisodes importants de regain de tensions se sont produits au cours de la période sous revue, le premier étant lié aux évolutions observées en Grèce fin juin et début juillet. Cet épisode a globalement eu un impact relativement limité sur les marchés financiers, comme l'atteste, par exemple, l'évolution des écarts des rendements des emprunts publics à dix ans des pays de la zone euro les moins bien notés par rapport aux rendements allemands correspondants, qui ne se sont que légèrement creusés au cours de cette période et ont rapidement retrouvé leurs niveaux précédents. Au plus fort des turbulences, les écarts vis-à-vis du *Bund* allemand à dix ans ont augmenté de 35 points de base au maximum dans la plupart des pays de la zone euro. La volatilité implicite du marché obligataire, comme d'autres mesures du risque, a seulement augmenté de façon modérée et temporaire au cours de cette période. Toutefois, les évolutions observées en Grèce ont eu une incidence légèrement plus sensible sur les marchés boursiers, entraînant des hausses de la volatilité implicite et des baisses des cours. Entre le 26 juin et le 7 juillet, l'indice Dow Jones EuroStoxx 50 a fléchi de plus de 8 %, tandis que sa volatilité implicite augmentait fortement. L'euro s'est légèrement affaibli par rapport au dollar au cours de cette période.

Le second épisode de renforcement de l'incertitude sur les marchés financiers a commencé vers mi-août et découle des évolutions constatées en Chine. Cet épisode, contrairement au premier, a exercé une incidence significative sur les marchés boursiers et les marchés des changes ainsi que sur les perceptions du risque. La dépréciation du renminbi, qui a commencé le 11 août, a été suivie d'une période de baisses sensibles des cours des actions chinoises et de fortes hausses de l'incertitude au niveau mondial. Ces évolutions, conjuguées à une baisse rapide des cours du pétrole, ont été considérées comme un signe d'affaiblissement des perspectives économiques mondiales et ont pesé sur les marchés financiers internationaux et sur la volatilité implicite. Les cours des actions dans la zone euro ont fléchi de 16 % environ entre le 11 et le 24 août, tandis que les rendements des emprunts publics à dix ans de la zone euro notés AAA ont diminué de 10 points de base environ sur cette même période. Ces baisses ont sans doute également été alimentées par l'appréciation de l'euro, dans un contexte de dénouement de positions de *carry trade* (généralement fermées lors des périodes de tensions accrues), dans lesquelles l'euro était utilisé comme monnaie de financement, et par un recul des anticipations des marchés quant à une hausse imminente des taux directeurs aux États-Unis. Il est possible qu'une liquidité de marché plus faible que d'habitude (en raison également de facteurs saisonniers) ait exacerbé les fluctuations sur les marchés boursiers et obligataires.

Les rendements des emprunts publics à dix ans de la zone euro notés AAA ont légèrement diminué dans l'ensemble entre début juin et début septembre, ressortant à des niveaux très faibles.

Dans un premier temps, la moyenne de ces rendements a continué de progresser, passant de 0,93 % le 4 juin à 1,08 % le 10 juin, poursuivant ainsi la tendance observée depuis mi-avril. Elle est ensuite restée globalement stable jusqu'à mi-juillet, reflétant sans doute la publication de données contrastées. Elle a baissé par la suite, ressortant à 0,90 % environ début septembre. Les écarts de rendements souverains entre la zone euro et l'Allemagne ont légèrement fléchi au cours de la période sous revue, dans un contexte plutôt volatil lors des épisodes d'incertitude accrue. La volatilité implicite du marché obligataire est restée globalement stable, malgré quelques hausses de courte durée.

Les taux des swaps Eonia ont reflété les mouvements des rendements des obligations notées AAA.

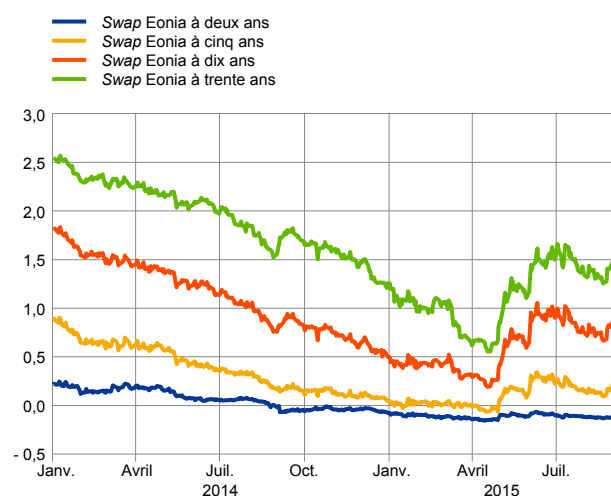
C'est sur les compartiments d'échéance moyenne que les taux des swaps Eonia ont le plus diminué, tandis que les échéances les plus longues enregistraient une légère hausse (cf. graphique 5). Conformément aux évolutions des rendements obligataires, les taux anticipés de l'Eonia ont fléchi pour les échéances allant jusqu'à huit ans au cours de la période sous revue, avec une réduction maximum de 20 points de base environ pour l'échéance à quatre ans (cf. graphique 6).

Le fléchissement des taux nominaux s'est reflété dans la baisse des taux des swaps indexés sur l'inflation en juillet et en août.

Une décomposition comptable des taux nominaux des swaps Eonia à dix ans entre les taux de swaps indexés sur l'inflation d'échéance dix ans et, pour le reste, les taux réels à dix ans montre que deux tiers environ des fluctuations des rendements nominaux en juin provenaient des variations du taux réel et un tiers du taux de swap indexé sur l'inflation (cf. graphique 7). En revanche, en juillet et en août, ces deux contributions relatives se sont sensiblement modifiées, la baisse des rendements nominaux découlant entièrement du recul des taux de swaps indexés sur l'inflation (cf. également la section 4 pour des données supplémentaires sur les évolutions des anticipations d'inflation).

Graphique 5
Taux des swaps Eonia

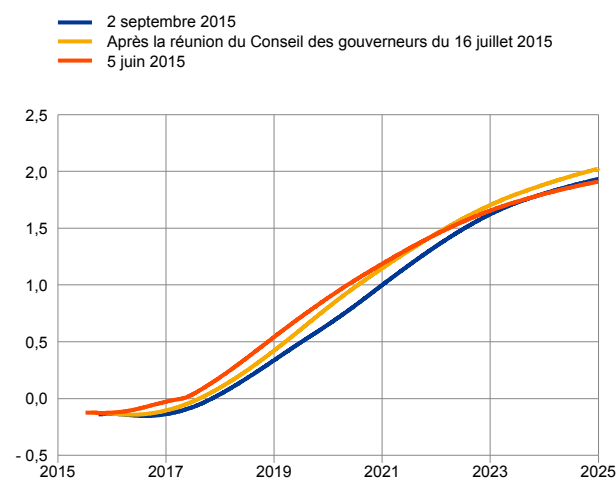
(en pourcentages annuels)



Source : Thomson Reuters.
Note : La dernière observation se rapporte au 2 septembre 2015.

Graphique 6
Courbe des taux anticipés de l'Eonia

(en pourcentages annuels)

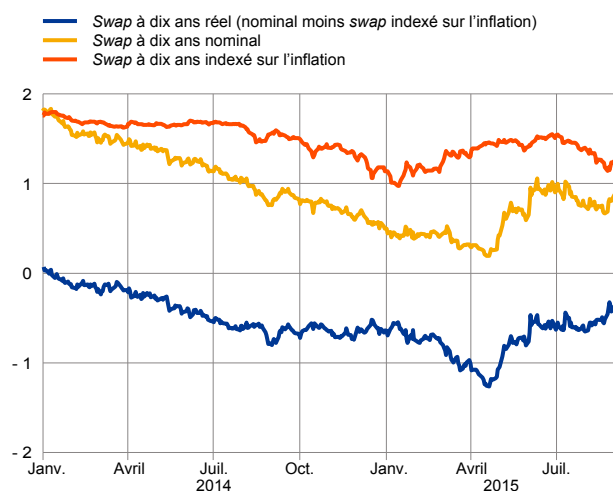


Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Graphique 7

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

(en pourcentages annuels)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

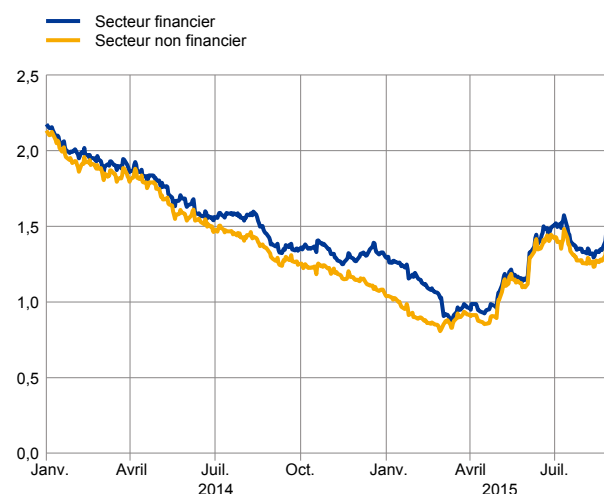
Notes : Le *swap* à dix ans réel est calculé à partir du *swap* Eonia nominal à dix ans et du *swap* à dix ans indexé sur l'inflation.

La dernière observation se rapporte au 2 septembre 2015.

Graphique 8

Rendements des obligations d'entreprise dans la zone euro

(en pourcentages annuels)



Sources : iBoxx et BCE.

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

Les rendements des obligations du secteur privé ont fait preuve de résistance face aux différentes tensions sur les marchés financiers, même s'ils ont légèrement augmenté au cours de la période sous revue.

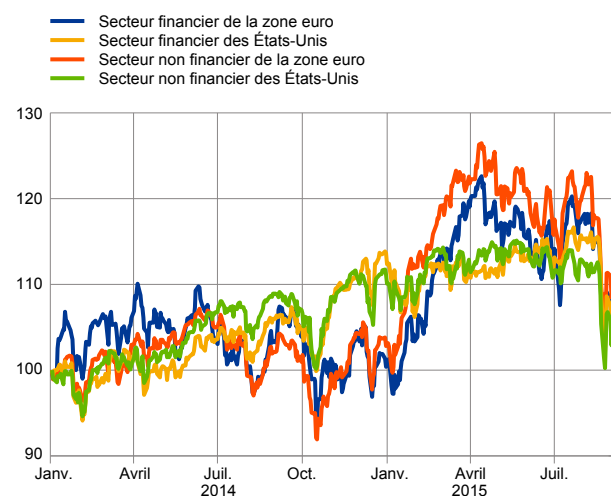
Dans l'ensemble, les rendements des obligations du secteur privé par rapport aux rendements moyens des emprunts publics notés AAA de la zone euro ont évolué conformément à la perception du risque. Par conséquent, ils ont augmenté en réponse à l'incertitude associée aux évolutions observées en Grèce fin juin et début juillet et, après avoir légèrement diminué, ils ont ensuite de nouveau progressé dans la deuxième quinzaine d'août, en lien avec la hausse de l'incertitude mondiale (cf. graphique 8). Les rendements des obligations du secteur privé ont connu une hausse comprise entre 5

et 20 points de base entre début juin et début septembre, selon le secteur et la classe de notation.

Graphique 9

Indices boursiers des secteurs financier et non financier

(1^{er} janvier 2014 = 100)



Source : Thomson Reuters.

Notes : Sur la base des indices de marchés Datastream.

La dernière observation se rapporte au 2 septembre 2015.

Les écarts de rendement des classes d'actifs autres que les titres du secteur public achetés dans le cadre du programme étendu d'achats d'actifs (obligations sécurisées et titres adossés à des actifs) se sont comportés d'une façon globalement comparable.

Cependant, tandis que les écarts de rendement des obligations sécurisées étaient dans l'ensemble globalement stables au cours de la période sous revue, quelques hausses ont été observées pour les marges sur les titres adossés aux actifs les moins bien notés.

Des pertes importantes ont été enregistrées sur les marchés boursiers de la zone euro, à la fois dans les secteurs financier et non financier.

Les cours des actions financières et non financières de la zone euro ont enregistré globalement des baisses de 8 % et 10 %, respectivement, entre début juin et début septembre (cf. graphique 9). Tandis que les pertes associées

aux évolutions observées en Grèce étaient compensées à mi-juillet, les cours des actions ont sensiblement fléchi en raison de la hausse de l'incertitude relative aux perspectives mondiales lors de la deuxième quinzaine d'août. À la différence de la zone euro, les cours des actions financières et non financières américaines ont été globalement stables entre début juin et mi-juillet, mettant en évidence l'origine spécifique à la zone euro des turbulences au cours de cette période. À partir de mi-juillet, les cours des actions américaines ont enregistré des pertes globalement deux fois plus importantes que pour la zone euro, sur fond de détérioration des perspectives de croissance mondiale. Au cours de la période sous revue, la volatilité implicite des marchés boursiers a augmenté de 8 et 10 points de pourcentage, respectivement, dans la zone euro et aux États-Unis.

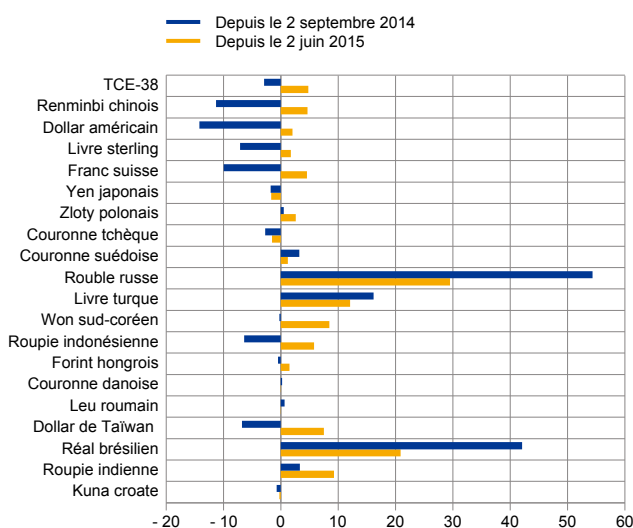
L'Eonia s'est stabilisé entre début juin et début septembre, dans un contexte de hausses progressives de l'excédent de liquidité. Après avoir progressivement diminué à la suite de l'annonce du programme étendu d'achats d'actifs, l'Eonia s'est stabilisé, ressortant en moyenne à $-0,12\%$ entre début juin et le 2 septembre, dans un contexte de hausses progressives de l'excédent de liquidité. Ces hausses de l'excédent de liquidité ont largement découlé des achats réalisés dans le cadre du programme étendu d'achats d'actifs et de l'opération de refinancement à plus long terme ciblée effectuée en juin. L'encadré 2 apporte des informations complémentaires concernant les conditions de la liquidité et les opérations de politique monétaire. Après être devenu négatif pour la première fois fin avril, le *fixing* calculé pour l'Euribor 3 mois a continué de s'inscrire en baisse, ressortant à $-0,033\%$ le 2 septembre. L'encadré 3 fournit des indications supplémentaires sur les évolutions du marché monétaire des opérations de prêt en blanc au jour le jour depuis 2008 en utilisant les données relatives aux transactions traitées dans

TARGET2, tandis que l'encadré 4 rappelle brièvement ce que sont les soldes TARGET et les facteurs à l'origine de leurs évolutions.

Graphique 10

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

(en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Variations en pourcentage par rapport au 2 septembre 2015. Le TCE-38 est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux 38 principales partenaires commerciales de la zone euro.

Le taux de change effectif de l'euro s'est apprécié de 4,8 % entre début juin et le 2 septembre 2015.

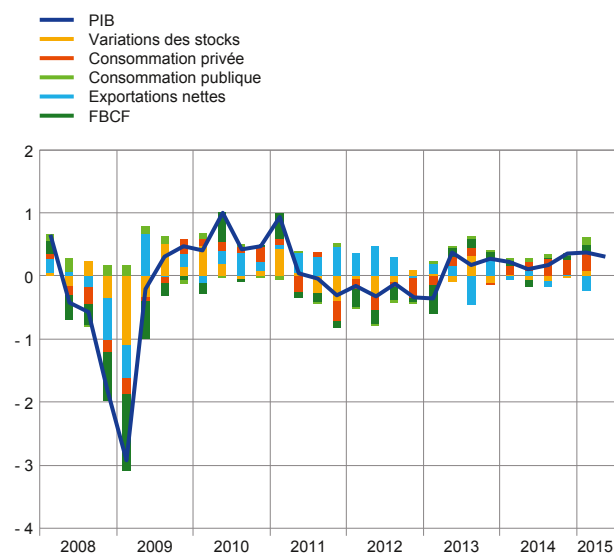
En termes bilatéraux, il s'est apprécié de 2,0 % par rapport au dollar (cf. graphique 10). L'euro s'est également apprécié par rapport à la livre sterling, au franc suisse, à la couronne suédoise et au renminbi. Dans le même temps, la baisse des prix du pétrole et la stagnation de l'activité économique en Russie ont pesé sur le rouble, entraînant une appréciation de 30 % de l'euro par rapport à cette devise. L'euro s'est également renforcé par rapport aux monnaies de plusieurs autres économies de marché émergentes et pays exportateurs de matières premières. En revanche, il s'est déprécié par rapport au yen et à la couronne tchèque. La couronne danoise a continué de s'échanger à un niveau proche de son cours pivot au sein du MCE II. L'encadré 5 présente la récente mise à jour des pondérations commerciales utilisées pour le calcul des taux de change effectifs de l'euro.

La reprise économique dans la zone euro a continué de se raffermir progressivement, à un rythme cependant plus lent qu'anticipé auparavant. Au deuxième trimestre 2015, le PIB en volume de la zone euro a continué de progresser, mais à un rythme légèrement moins soutenu qu'au premier trimestre. Les derniers indicateurs tirés d'enquêtes font état pour le second semestre d'un rythme de hausse globalement analogue à celui du deuxième trimestre. Pour l'avenir, le redressement de l'activité économique devrait se poursuivre. Le bas niveau des prix du pétrole devrait soutenir le revenu disponible réel et, donc, la consommation privée et la rentabilité des entreprises. En outre, l'orientation très accommodante de la politique monétaire devrait continuer de contribuer à l'assouplissement des conditions de financement globales et à l'amélioration de l'accès au crédit, ce qui favorisera davantage encore l'investissement des entreprises. Cela étant, la croissance tendancielle devrait être légèrement plus faible qu'anticipé auparavant, reflétant notamment le ralentissement des économies émergentes, qui pèse sur la croissance mondiale et, donc, sur la demande extérieure adressée à la zone euro. Dans ce contexte, les projections macroéconomiques de septembre 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE font état d'une légère détérioration des perspectives de croissance par rapport à celles de juin 2015 établies par les services de l'Eurosystème.

Graphique 11

PIB en volume de la zone euro et ses composantes

(variations trimestrielles en pourcentage et contributions trimestrielles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : La croissance du PIB dans la zone euro au deuxième trimestre 2015 est celle de l'estimation rapide d'Eurostat.

Le PIB en volume de la zone euro a continué de progresser au deuxième trimestre 2015, mais à un rythme légèrement plus faible qu'au premier trimestre.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, le PIB en volume a progressé de 0,3 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2015, après 0,4 % au premier trimestre (cf. graphique 11). Ces évolutions ont été un peu moins positives que prévu dans les projections de juin 2015 établies par les services de l'Eurosystème. Bien qu'aucune ventilation ne soit disponible à la date d'arrêt du présent *Bulletin économique*, les informations disponibles montrent que la consommation privée et les exportations nettes ont apporté des contributions positives à la croissance, avec notamment des gains de parts de marché à l'exportation pour la zone euro sous l'effet du taux de change favorable de l'euro. En revanche, l'investissement et la variation des stocks ont probablement contribué de façon négative à la croissance au deuxième trimestre.

Les indicateurs de confiance des chefs

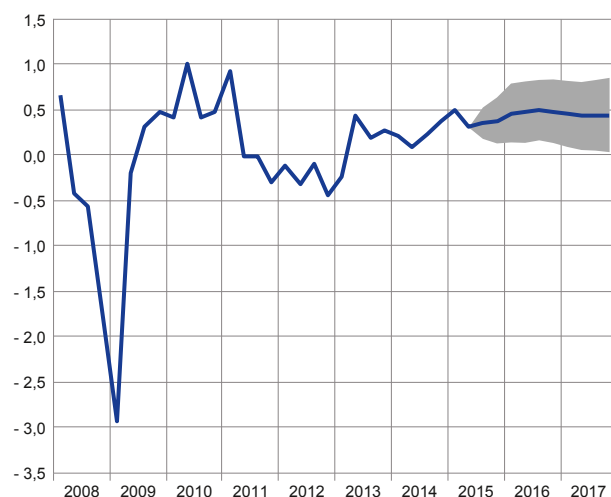
d'entreprise suggèrent un rythme de croissance analogue à court terme à celui enregistré au deuxième trimestre. Les données d'enquêtes disponibles jusqu'en août signalent la poursuite d'une croissance modérée à court terme. Par exemple, l'indicateur du climat économique de la Commission européenne (*Economic Sentiment Indicator* – ESI) et l'indice composite des directeurs d'achat

pour la production se sont légèrement améliorés entre le deuxième trimestre 2015 et les deux premiers mois du troisième trimestre. En outre, en juillet et en août, les deux indicateurs se sont inscrits au-dessus de leurs moyennes de long terme respectives. Si les deux indicateurs ont augmenté en août, la confiance des chefs d'entreprise a, en revanche, diminué dans les secteurs des biens d'équipement et des biens intermédiaires, reflétant en partie une évaluation moins positive des niveaux des carnets de commandes à l'exportation dans un contexte de détérioration des perspectives de croissance mondiale. Tandis que le ralentissement du commerce mondial pèse sur la dynamique de croissance dans la zone euro, la dépréciation passée de l'euro et le bas niveau des taux d'intérêt devraient soutenir l'investissement des entreprises, tandis que les évolutions favorables sur le marché du travail et la baisse des prix de l'énergie devraient encourager la consommation privée à court terme.

Graphique 12

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

(variations trimestrielles en pourcentage)



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

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

Le diagnostic de ralentissement de la reprise économique se reflète dans les projections macroéconomiques de septembre 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE ¹.

La reprise économique dans la zone euro devrait s'étendre progressivement au cours des deux prochaines années, à un rythme cependant plus lent qu'anticipé auparavant, reflétant notamment le ralentissement des économies de marché émergentes. Des contributions positives à la croissance sont attendues du côté de la demande intérieure et, dans une moindre mesure qu'auparavant, de la demande extérieure. Les mesures de politique monétaire de la BCE devraient continuer d'apporter un soutien à l'activité à court et à moyen terme, par différents canaux. Les taux débiteurs des banques devraient demeurer à des niveaux historiquement bas et la demande globale, notamment la formation de capital fixe, devrait bénéficier de l'orientation très accommodante de la politique monétaire. Dans le même temps, la lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles et les nécessaires ajustements de bilan dans plusieurs secteurs devraient continuer de peser sur la croissance. D'après les projections

macroéconomiques de septembre 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE, la hausse annuelle du PIB en volume de la zone euro devrait ressortir à 1,4 % en 2015, à 1,7 % en 2016 et à 1,8 % en 2017 (cf. graphique 12).

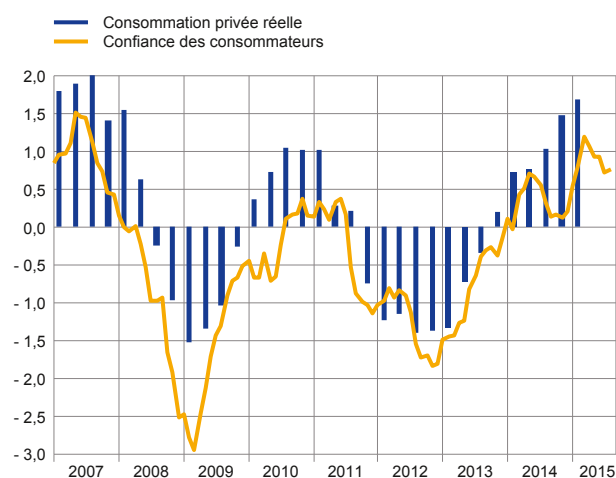
La croissance de la consommation privée, qui a été le principal moteur de croissance au cours de l'année passée, devrait avoir légèrement marqué le pas récemment. Par exemple, les chiffres cumulés relatifs au commerce de détail

¹ Cf. les *Projections macroéconomiques de septembre 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE* (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201509.fr.pdf?373c7ff1a4072123c81757486566b3f2>)

et aux nouvelles immatriculations de voitures particulières dans la zone euro ont progressé de 0,3 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2015, après 1,3 % au premier trimestre. Alors que la consommation s'est probablement ralentie au deuxième trimestre, l'indicateur de confiance des consommateurs de la Commission européenne pour la zone euro, qui fournit un aperçu relativement satisfaisant des évolutions tendanciellées de la consommation privée, était supérieur en août à sa moyenne de long terme et signale une poursuite de la croissance (cf. graphique 13).

Graphique 13
Consommation privée et confiance
des consommateurs dans la zone euro

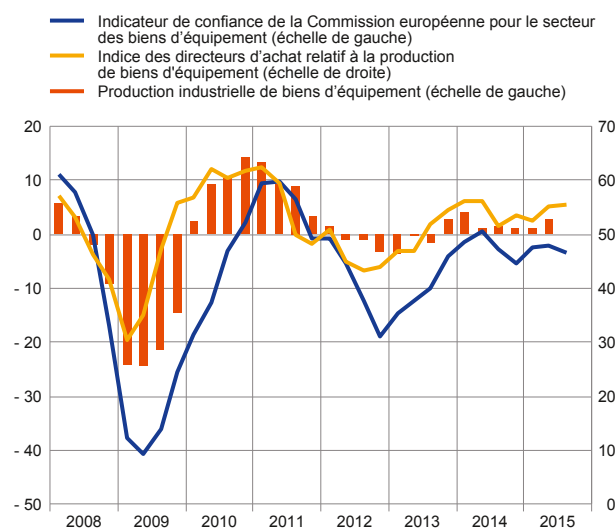
(variations annuelles en pourcentage ; centrées)



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

Graphique 14
Production de biens d'équipement
et confiance des investisseurs dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage ; solde net en pourcentage ; indice)



Sources : Eurostat, Commission européenne et Markit.

La progression de la consommation privée devrait rester le principal facteur du redressement de l'activité.

La consommation privée devrait continuer de bénéficier de l'incidence favorable de la baisse des prix de l'énergie sur le revenu réel disponible. Par la suite, les revenus salariaux devraient se redresser sous l'effet de la croissance régulière de l'emploi et de l'augmentation de la rémunération nominale par tête. L'assouplissement des conditions de financement et le faible niveau des coûts de financement, renforcés par les mesures non conventionnelles de la BCE, devraient continuer de soutenir la consommation privée.

La croissance de l'investissement total dans la zone euro s'est probablement contractée au deuxième trimestre de cette année.

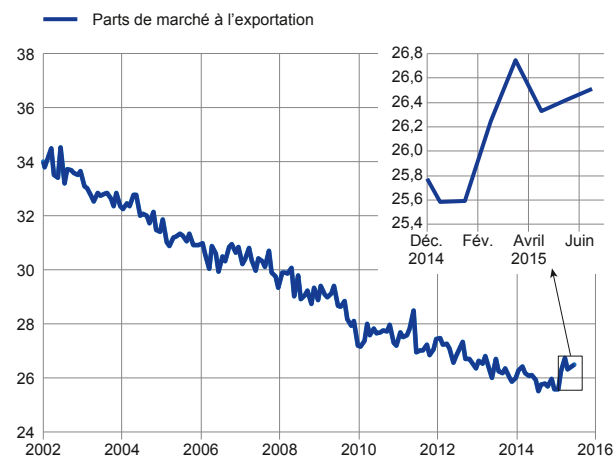
Au premier trimestre, l'investissement a été soutenu par l'amélioration de la demande, des conditions de financement favorables, la clémence de l'hiver et des incitations budgétaires temporaires dans certains pays. Au deuxième trimestre 2015, la croissance de l'investissement total dans la zone euro devrait s'être contractée, la production industrielle de biens d'équipement ayant ralenti et l'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière étant restée pratiquement inchangée. S'agissant de l'investissement dans la construction, la croissance de la production a diminué et les indicateurs de confiance ont conservé des niveaux associés à une contraction, faisant état d'une faible croissance au deuxième trimestre.

Le redressement de l'investissement des entreprises pourrait être légèrement plus lent qu'estimé précédemment, mais reste un facteur de la reprise. Les données d'enquêtes relatives au secteur des biens d'équipement indiquent une stabilisation globale ou un léger affaiblissement de la confiance et une baisse des prévisions de production jusqu'en août (cf. graphique 14). La détérioration de l'environnement

Graphique 15

Parts de marché à l'exportation de la zone euro

(Part des exportations totales de biens dans le total des exportations mondiales de marchandises)

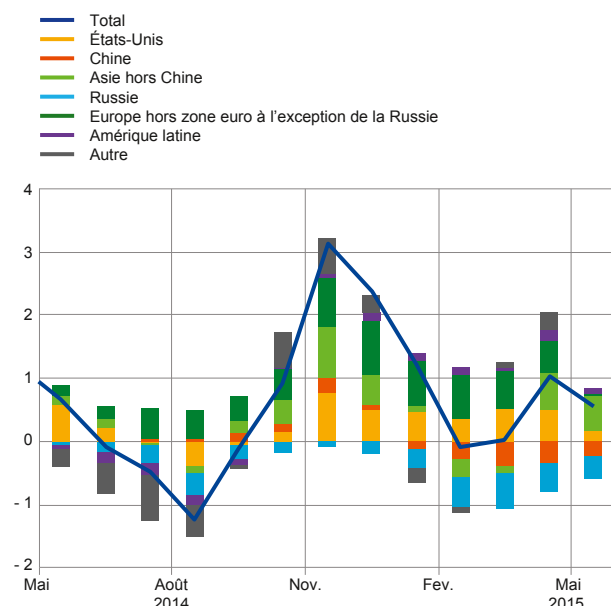


Sources : Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB) et calculs de la BCE.

Graphique 16

Exportations de biens en volume hors zone euro vers les principaux partenaires commerciaux

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : La rubrique « Europe hors zone euro » inclut également certains pays n'appartenant pas à l'UE (par exemple la Norvège, la Suisse et la Turquie).

extérieur pèse également sur les perspectives à court terme de l'investissement. Toutefois, l'investissement des entreprises devrait reprendre progressivement dans un environnement caractérisé par une politique monétaire très accommodante, un assouplissement des conditions de l'offre de crédit, une augmentation des marges bénéficiaires, un renforcement de la demande et des besoins de remplacement.

L'investissement dans la construction devrait se redresser progressivement au second semestre 2015.

À l'issue d'une période prolongée d'ajustement, l'investissement dans la construction devrait être soutenu par des conditions de financement très favorables et la croissance du revenu disponible des ménages. La poursuite des corrections du marché de l'immobilier résidentiel observée dans certains pays, attestée par le retournement des octrois de permis de construire et des prix des logements, soutiendra également l'investissement résidentiel au fil du temps.

En raison de l'affaiblissement de l'environnement extérieur, les anticipations relatives à la croissance des exportations ont été revues à la baisse.

La croissance des exportations de biens et services de la zone euro s'est légèrement ralentie au premier trimestre 2015. Bien que la croissance mondiale ait nettement diminué, les données relatives aux échanges de biens au deuxième trimestre 2015 font état d'une reprise de la croissance des exportations de biens, indiquant des gains de parts de marché à l'exportation pour la zone euro au premier semestre 2015, en partie sous l'effet du taux de change favorable de l'euro (cf. graphique 15). Ces évolutions reflètent une hausse des exportations à destination des États-Unis et de l'Asie (à l'exception de la Chine), tandis que les exportations vers la Chine et la Russie sont demeurées atones (cf. graphique 16).

Cependant, la progression des exportations devrait être bien inférieure à son rythme d'avant la crise,

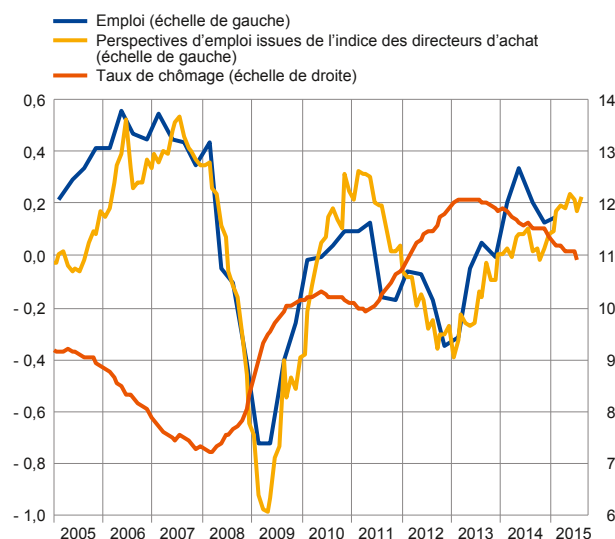
reflétant à la fois une modération de la demande mondiale et une moindre élasticité du commerce mondial à la croissance. Les importations de la zone euro devraient encore se renforcer à moyen

terme, parallèlement au redressement de la demande intérieure. En conséquence, les exportations nettes devraient apporter une contribution globalement neutre à la croissance du PIB en volume au cours des deux prochaines années.

Graphique 17

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

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



Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.

Note : L'indice des directeurs d'achat est exprimé sous forme d'écart par rapport à 50 divisé par 10.

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

Les effectifs employés (cf. graphique 17) ont modérément progressé, de 0,1 % en rythme trimestriel, au premier trimestre 2015 (dernière période pour laquelle des données sont disponibles). Au niveau sectoriel, la croissance de l'emploi a résulté d'un rebond de l'emploi dans la construction. Dans le même temps, l'emploi dans le secteur des services enregistre un nouveau ralentissement pour le quatrième trimestre consécutif. Malgré la hausse de l'emploi total, le nombre total d'heures travaillées a légèrement fléchi au premier trimestre, reflétant une baisse du nombre d'heures travaillées par personne employée. Les données d'enquêtes indiquent que l'emploi s'est encore amélioré au deuxième trimestre 2015. Ces indicateurs font également état de nouvelles améliorations de la situation sur le marché du travail dans l'industrie et dans les services au deuxième trimestre 2015 et d'une légère dégradation dans la construction.

Le chômage continue de diminuer graduellement à partir de niveaux élevés.

Le taux de chômage de la zone euro est revenu de 11,2 % au premier trimestre 2015 à 11,1 % au deuxième trimestre. En juillet, le taux de chômage a encore diminué, ressortant à 10,9 %. La baisse actuelle du taux de chômage concerne l'ensemble des catégories de travailleurs (jeunes, adultes, hommes et femmes) et la plupart des économies de la zone euro, même si des différences importantes subsistent au niveau des tranches d'âge et des pays.

La situation sur les marchés du travail de la zone euro devrait encore s'améliorer à court et à moyen terme.

La croissance de l'emploi devrait légèrement s'accélérer au cours des prochains trimestres, grâce à la reprise économique. Par conséquent, le taux de chômage de la zone euro devrait encore baisser avec la généralisation de la reprise.

Les risques pesant sur les perspectives économiques de la zone euro restent orientés à la baisse.

Ils reflètent en particulier les incertitudes accrues liées à l'environnement extérieur. Notamment, les évolutions des économies de marché émergentes sont susceptibles d'avoir de nouveau une incidence négative sur la croissance mondiale via des effets sur les échanges commerciaux et sur la confiance.

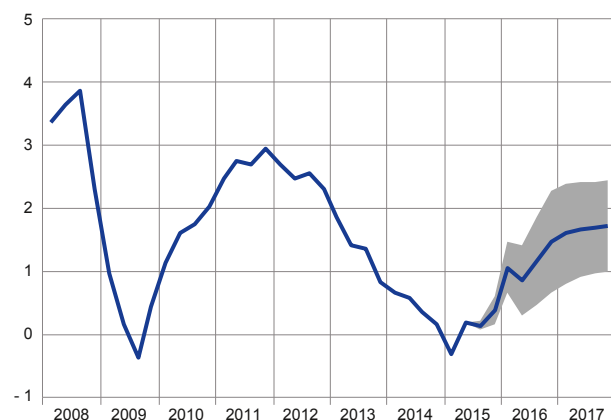
4 Prix et coûts

La hausse de l'IPCH s'est récemment stabilisée à des niveaux faiblement positifs. Sur la base des informations disponibles et des contrats à terme sur le pétrole, le rythme de la hausse annuelle de l'IPCH se maintiendra à un niveau très bas à court terme. La progression annuelle de l'IPCH devrait s'accroître vers la fin de l'année, en raison également d'effets de base liés à la chute des cours du pétrole fin 2014. Les taux d'inflation devraient continuer de se redresser en 2016 et 2017, soutenus par la reprise économique attendue, la répercussion des baisses antérieures du taux de change de l'euro et l'hypothèse d'une légère remontée des prix du

Graphique 18

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

(variations annuelles en pourcentage)



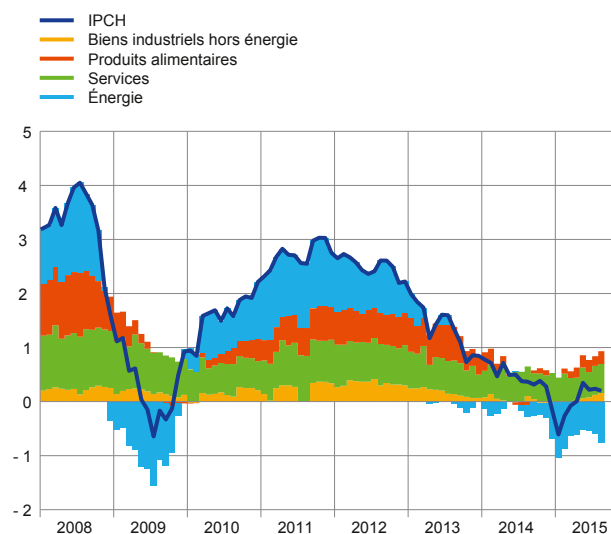
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

Graphique 19

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

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à août 2015 (estimations rapides).

pétrole au cours des prochaines années, ressortant actuellement de l'observation des marchés à terme sur le pétrole. Les projections macroéconomiques de septembre 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 0,1 % en 2015, de 1,1 % en 2016 et de 1,7 % en 2017. Par comparaison avec les projections macroéconomiques de juin 2015 réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives en matière de progression de l'IPCH ont été révisées à la baisse, principalement en raison du recul des prix du pétrole.

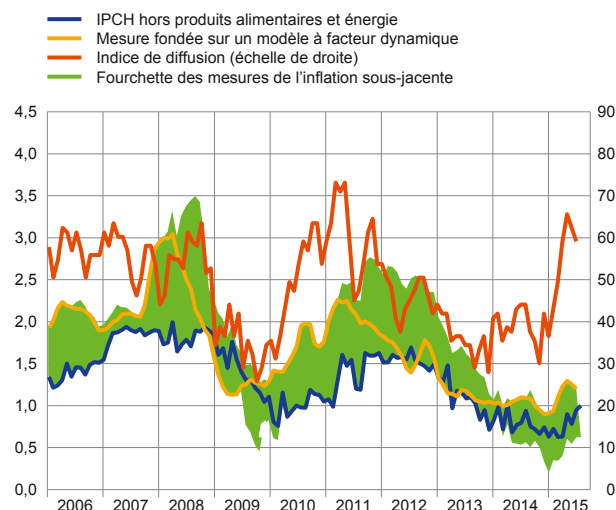
L'inflation mesurée par l'IPCH s'est récemment stabilisée à des niveaux faiblement positifs, après un rebond par rapport aux taux négatifs observés plus tôt dans l'année (cf. graphique 18). Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH s'est établie à 0,2 % en août 2015, sans changement par rapport à juillet et à juin. Cette stabilisation récente reflète deux ensembles de facteurs qui se compensent (cf. graphique 19). D'une part, la nouvelle baisse des prix du pétrole a pesé sur la hausse des prix de l'énergie. D'autre part, la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'est légèrement accentuée au cours des derniers mois, sous l'effet de la progression des prix des produits manufacturés hors énergie, tandis que l'inflation est restée globalement stable dans le secteur des services. De plus, en août, la hausse des prix des produits alimentaires s'est sensiblement accélérée, à la faveur d'une contribution plus élevée des prix des produits alimentaires non transformés, tandis que la progression des produits alimentaires transformés est restée globalement stable, freinée par les prix des produits laitiers.

Les variations des prix de l'énergie et des produits alimentaires ont renforcé le profil d'évolution de l'inflation dans la zone euro au cours des derniers trimestres. La variation des prix de l'énergie a été

Graphique 20

Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



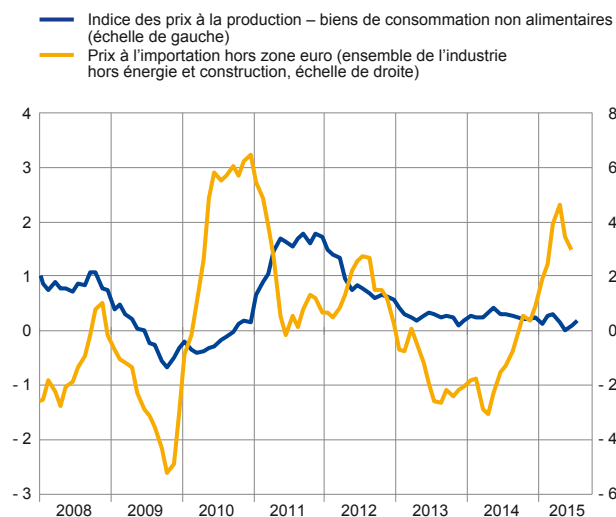
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Pour la fourchette de l'inflation sous-jacente, les éléments suivants ont été pris en compte : l'IPCH hors énergie ; l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie ; l'IPCH hors produits alimentaires et énergie ; la moyenne tronquée (10 %) ; la moyenne tronquée (30 %) ; la médiane de l'IPCH et la mesure fondée sur le modèle à facteur dynamique. L'indice de diffusion est calculé comme la part des différentes rubriques de l'IPCH ayant enregistré une hausse de leur taux de variation annuel au cours des trois derniers mois. Les dernières observations se rapportent à août 2015 pour l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (estimation rapide) et à juillet 2015 pour tous les autres indicateurs.

Graphique 21

Prix à la production et prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires hors de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à juillet 2015 pour l'indice des prix à la production et à juin 2015 pour le prix à l'importation.

négative depuis juillet 2014, date à laquelle les prix du pétrole ont commencé à baisser fortement. Après avoir atteint un pic mi-juin 2014, le cours du pétrole brut exprimé en euros a reculé de 50 % environ jusqu'en janvier. Dans le sillage de la hausse des prix du pétrole observée après le point bas atteint début 2015, la hausse des prix de l'énergie a commencé à se redresser au cours du premier semestre de l'année. Toutefois, depuis juillet, les cours du pétrole ont renoué avec une tendance baissière, exerçant des pressions à la baisse sur la variation des prix de l'énergie. De même, la contribution de la hausse des prix des produits alimentaires a fortement diminué en 2014 et s'est légèrement redressée depuis le début de cette année, soutenue par des effets de base importants. Toutefois, la hausse des prix des produits alimentaires demeure relativement faible au regard des données historiques (cf. encadré 7).

Les indicateurs récents font état d'un renforcement progressif de l'inflation sous-jacente.

La hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie (une mesure de l'inflation sous-jacente) est demeurée stable en août, à 1,0 %. La plupart des autres indicateurs de l'inflation sous-jacente, calculés à partir du large éventail de données présenté dans l'encadré 4 du précédent numéro du *Bulletin économique*¹, ont continué de se situer en juillet 2015 à des niveaux supérieurs à ceux du début de l'année (cf. graphique 20). Les répercussions sur les prix à la consommation hors énergie de la forte dépréciation de l'euro intervenue entre mai 2014 et avril 2015 et la poursuite du redressement de la demande intérieure dans la zone euro devraient favoriser une nouvelle remontée de l'inflation sous-jacente. Toutefois, il est encore prématuré de conclure que l'inflation sous-jacente a adopté une tendance haussière, dans la mesure où les effets indirects des baisses des prix du pétrole et des matières premières non pétrolières et la faiblesse de l'inflation à l'échelle mondiale pourraient temporairement exercer de nouvelles pressions à la baisse. La récente appréciation de l'euro pourrait également réduire une partie de l'incidence à la hausse exercée par la forte dépréciation enregistrée précédemment.

¹ Cf. l'encadré intitulé *L'inflation sous-jacente a-t-elle atteint un point de retournement ?*, *Bulletin économique*, n° 5, BCE, juillet 2015.

Les effets de la dépréciation du taux de change sont de plus en plus visibles au travers de l'accentuation de la hausse des prix des biens.

Les prix des produits manufacturés hors énergie ont enregistré une hausse généralisée, passant de - 0,1 % en février 2015 à 0,6 % en août. Cette tendance haussière reflète la répercussion des fortes augmentations des prix à l'importation des biens de consommation hors produits alimentaires, qui sont liées à la dépréciation de l'euro, et la hausse de la consommation de biens durables observée au cours des derniers trimestres.

Les effets de la dépréciation de l'euro sur les tensions d'origine interne sur les prix devraient apparaître plus nettement au cours des prochains trimestres.

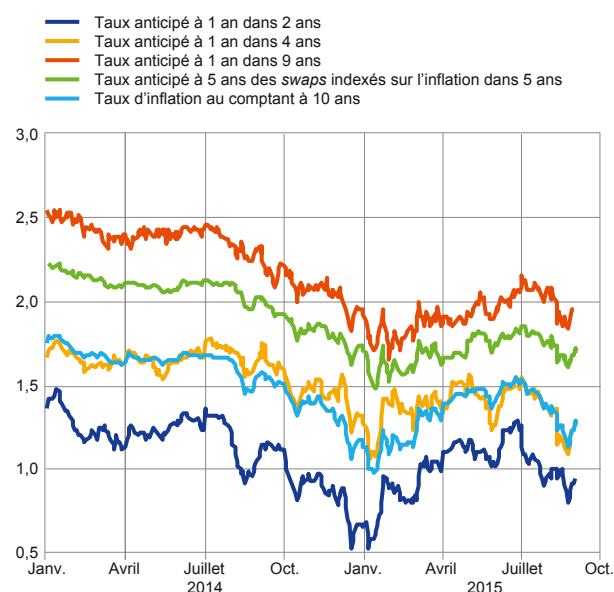
Alors que les prix à l'importation hors zone euro sont restés à des niveaux élevés (cf. graphique 21), les sources de tensions d'origine interne sur les prix demeurent faibles. En effet, les tensions s'exerçant sur les prix des produits alimentaires indiquent une évolution modeste le long de la chaîne des prix, tandis que le rythme annuel de variation des prix à la production des biens de consommation non alimentaires s'est établi à 0,2 % en juillet, enregistrant une légère augmentation pour le deuxième mois consécutif. Les indicateurs tirés d'enquêtes se sont détériorés récemment. L'indice des directeurs d'achat relatif aux prix des consommations intermédiaires pour le commerce de détail de produits non alimentaires a de nouveau fléchi en août, interrompant la tendance haussière observée jusqu'en juin. Malgré une faible hausse annuelle des prix à la production des biens de consommation non alimentaires, le redressement observé récemment devrait se poursuivre, en liaison avec la répercussion de plus en plus sensible de la forte dépréciation de l'euro.

Les tensions d'origine interne sur les prix se sont stabilisées pour le moment.

Graphique 22

Mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

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

Le déflateur du PIB, qui donne une indication des tensions inflationnistes d'origine interne, s'est inscrit en légère hausse au premier trimestre 2015, reflétant l'atonie persistante de l'évolution des coûts de main-d'œuvre et un léger renforcement des marges bénéficiaires. La hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est légèrement ralentie au premier trimestre 2015, la productivité ayant augmenté à un rythme plus soutenu que la rémunération par tête. La croissance des bénéfices (mesurée par l'excédent brut d'exploitation) s'est légèrement accentuée, reflétant l'incidence du renforcement en cours de la croissance du PIB en volume et un redressement du taux de croissance des bénéfices par unité de production.

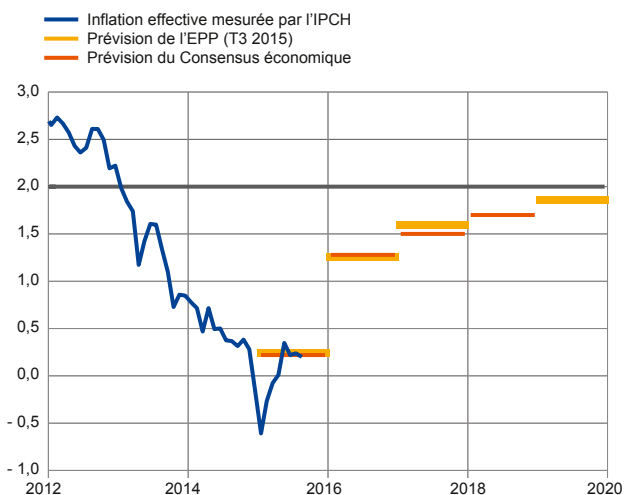
L'ampleur de la sous-utilisation des capacités productives dans l'économie continue de freiner la hausse des prix des services, qui, en rythme annuel, a oscillé juste au-dessus de 1,0 % au cours des derniers mois.

Les fluctuations de l'inflation dans le secteur des services autour de ce niveau reflètent essentiellement l'incidence des postes liés aux voyages dans un contexte de faibles évolutions de la

Graphique 23

Mesures des anticipations d'inflation fondées sur les enquêtes

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, Reuters, enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), calculs de la BCE et Consensus économique.
Notes : Inflation effective jusqu'à août 2015 (estimation rapide). Les données de l'EPP reposent sur les résultats de l'enquête du T3 2015. Les prévisions à long terme sont à un horizon de cinq ans. Les prévisions du Consensus économique reposent sur les prévisions d'août 2015 pour 2015 et 2016 et sur celles d'avril 2015 pour 2017 et 2018.

croissance des salaires et des marges bénéficiaires. L'atonie de la croissance des salaires et des marges bénéficiaires peut être attribuée à un certain nombre de facteurs, notamment l'ampleur de la sous-utilisation des capacités productives dans l'économie et sur le marché du travail, l'accroissement de la flexibilité des salaires et des prix dans certains pays à la suite des réformes structurelles du marché du travail et du marché des biens et services au cours des dernières années.

Les mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés ont fléchi récemment, après avoir évolué à la hausse depuis janvier, tandis que celles fondées sur les enquêtes sont demeurées relativement stables. La tendance haussière des anticipations d'inflation, signalée par les *swaps* indexés sur l'inflation depuis début 2015, s'est interrompue fin juin. Dans l'ensemble, les taux des *swaps* indexés sur l'inflation anticipés à long terme ont augmenté de quelque 0,4 point de pourcentage au cours des six premiers mois de 2015. Entre fin juin et début septembre, ces taux ont diminué avec l'apparition de signes de ralentissement de l'activité

économique mondiale et le recul des prix des matières premières. Toutefois, d'autres facteurs pourraient également avoir contribué à la baisse, comme les faibles niveaux de liquidité de marché au cours des mois d'été et la baisse des primes de risque d'inflation intégrées dans les taux des *swaps* indexés sur l'inflation. Le taux d'inflation à cinq ans dans cinq ans a fléchi de 15 points de base entre début juillet et le 2 septembre, date à laquelle il est ressorti à 1,7 % (cf. graphique 22). Sur la même période, les taux des *swaps* d'inflation à court et moyen terme ont diminué plus fortement que les taux à long terme. Les mesures des anticipations d'inflation fondées sur les enquêtes sont demeurées relativement stables jusqu'à présent et laissent toujours supposer que l'inflation reviendra progressivement à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme (cf. graphique 23).

Dans l'ensemble, l'inflation pour la zone euro mesurée par l'IPCH devrait remonter à partir de fin 2015 (cf. graphique 18). Sur la base des informations disponibles mi-août, les projections macroéconomiques de septembre 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE prévoient une hausse de l'IPCH de 0,1 % en moyenne en 2015, passant à 1,1 % en 2016 et à 1,7 % en 2017². La remontée enregistrée dans un premier temps s'explique essentiellement par des effets de base liés aux baisses antérieures des prix du pétrole. En 2016 et 2017, l'inflation totale devrait augmenter fortement, de nouvelles diminutions des capacités productives inutilisées dans l'économie et sur le marché du travail devant faire progressivement remonter l'inflation sous-jacente. En outre, l'intensification des tensions inflationnistes d'origine externe résultant de l'incidence prolongée

² Cf. l'article intitulé *Projections macroéconomiques de septembre 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE* publié le 3 septembre 2015 sur le site internet de la BCE.

de l'évolution des taux de change sur les prix à la consommation et les tensions exercées par la remontée prévue des prix de l'énergie et des matières premières hors énergie, associées à d'importants effets de base haussiers liés aux récentes baisses des prix du pétrole, contribueront à la remontée de l'inflation. Par rapport à l'exercice de projection macroéconomique de juin 2015 réalisé par les services de l'Eurosystème, les perspectives d'inflation ont été révisées à la baisse sur l'intégralité de l'horizon de projection, mais seulement faiblement pour 2017. La révision à la baisse reflète essentiellement les effets directs et indirects de la baisse des prix du pétrole.

Si l'on tient compte des évolutions les plus récentes des prix du pétrole ainsi que des derniers taux de change, des risques à la baisse pèsent sur les projections d'inflation de septembre 2015 établies par les services de la BCE.

Depuis la date d'arrêt des informations prises en compte pour les hypothèses techniques intégrées dans les projections de septembre, les prix du pétrole ont reculé, tandis que le taux de change effectif de l'euro s'est renforcé, ce qui s'explique en partie par les turbulences financières dans certaines économies de marché émergentes.

La remontée des prix des logements est relativement généralisée même si elle demeure hétérogène d'un pays à l'autre de la zone euro. L'indicateur des prix de l'immobilier résidentiel pour la zone euro établi par la BCE continue de progresser à un rythme relativement modéré, augmentant de 1,0 %, en rythme annuel, au premier trimestre 2015. La hausse des prix des logements dans l'ensemble de la zone euro devrait encore se renforcer au cours des mois à venir, reflétant l'amélioration des perspectives d'évolution des revenus et de l'emploi des ménages, les conditions de financement favorables et la correction des surévaluations antérieures des prix des logements ³.

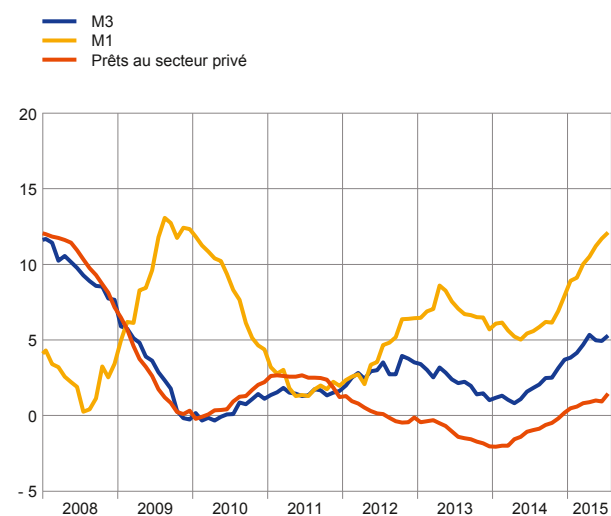
³ Cf. l'article intitulé *La position du cycle des prix des logements dans la zone euro*, dans la présente édition du *Bulletin économique*.

Dans un contexte de très bas niveau des taux d'intérêt, la croissance de la monnaie et du crédit a poursuivi son redressement. Les réaménagements de portefeuille et l'amélioration de la dynamique du crédit soutiennent la croissance de l'agrégat large. De plus, les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) et le programme étendu d'achats d'actifs (APP) ont contribué au redressement des indicateurs relatifs à la monnaie et au crédit. Les coûts de financement des banques se sont stabilisés à des niveaux historiquement bas au deuxième trimestre 2015. Le caractère favorable des conditions du

Graphique 24

M3, M1 et prêts au secteur privé

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

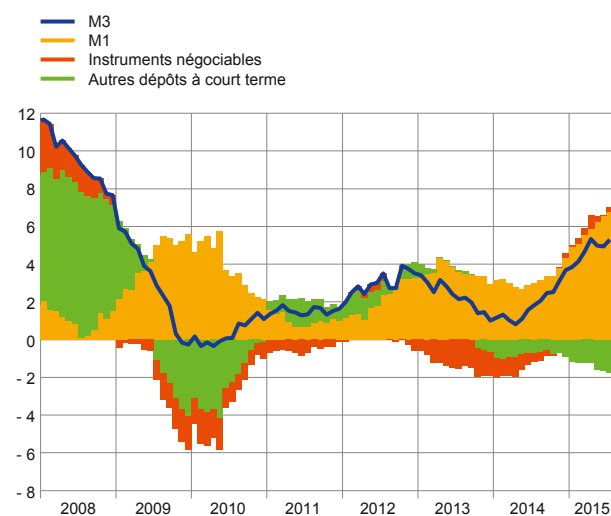


Source : BCE.

Graphique 25

M3 et ses composantes

(contribution à la croissance annuelle de M3 ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : BCE.

crédit contribue toujours à la poursuite du redressement de la croissance des prêts, qui se concrétise peu à peu. En outre, les écarts de taux sur les prêts bancaires entre les pays se sont encore resserrés. Si les prêts bancaires sont la principale source de financement externe des sociétés non financières (SNF), selon les estimations le flux annuel global du financement externe des SNF s'est stabilisé au deuxième trimestre 2015. Dans l'ensemble, les évolutions récentes confirment que les mesures de politique monétaire de la BCE se transmettent progressivement aux conditions du crédit et soutiennent in fine la dynamique de l'agrégat large et du crédit.

Les données monétaires les plus récentes confirment la robustesse de la dynamique monétaire.

En juillet, la croissance annuelle de M3 s'est établie à 5,3 %, contre 5,0 % au deuxième trimestre 2015 (cf. graphique 24). Cette accentuation de la croissance de M3 a résulté essentiellement de l'agrégat étroit M1. La croissance annuelle de M1 s'est encore accélérée en juillet 2015, atteignant un rythme annuel de 12,1 %, contre 10,9 % au deuxième trimestre. Les évolutions récentes de l'agrégat étroit concordent avec la perspective d'une poursuite du redressement de l'activité économique.

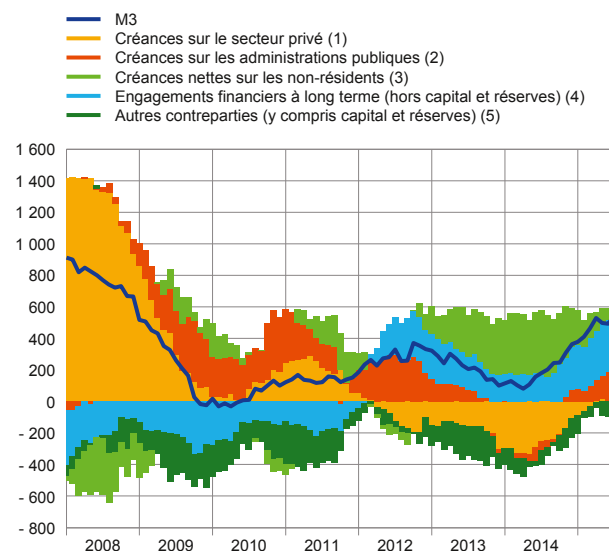
Les détenteurs de monnaie privilégient les dépôts à vue.

M1 a apporté une contribution importante à la croissance de M3 en juillet, ainsi que tout au long du deuxième trimestre 2015 (cf. graphique 25). Le contexte de très bas niveau des taux d'intérêt incite les détenteurs de monnaie à privilégier les placements en dépôts à vue inclus dans M3. La contribution de M1 reflète également les entrées liées aux cessions d'obligations du secteur public, d'obligations sécurisées et de titres adossés à des actifs auxquelles le secteur détenteur de monnaie a procédé dans le cadre du programme étendu d'achats d'actifs (APP). Au premier semestre 2015, le niveau faible de la rémunération des actifs monétaires moins liquides a contribué à la contraction actuellement observée des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue, qui a

Graphique 26

Contreparties de M3

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



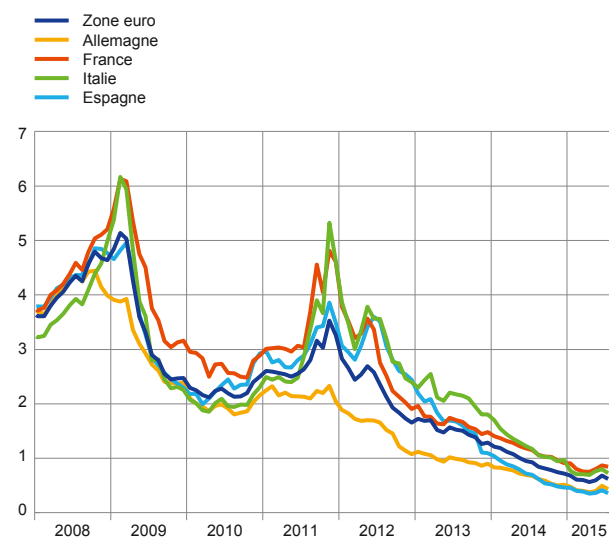
Source : BCE.

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

Graphique 27

Coût composite du financement par endettement des banques

(pourcentages annuels)



Sources : BCE, Merrill Lynch Global Index et calculs de la BCE.

Notes : Moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt (le coût composite des dépôts) et du coût du financement par endettement de marché non sécurisé pondérés par les encours correspondants.

continué de peser sur la croissance de M3. Les instruments négociables (M3–M2) ont également apporté une contribution, faible mais positive, à la croissance de M3.

La création monétaire a continué de privilégier les sources d'origine interne en juillet, évolution liée en partie aux effets des TLTRO et de l'APP.

S'agissant des contreparties de M3 (cf. graphique 26), les arbitrages au détriment des engagements financiers à long terme et l'augmentation des créances sur les administrations publiques ont été les principaux facteurs contribuant à la croissance annuelle de la monnaie au cours des derniers mois, tandis que la contribution des créances sur le secteur privé est devenue légèrement positive. Le rythme annuel de contraction des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) détenus par le secteur détenteur de monnaie reste soutenu, ressortant à – 6,5 % en juillet 2015, sans changement par rapport au deuxième trimestre 2015. Le recul des engagements financiers à long terme des IFM résulte en partie de l'attractivité des TLTRO comme alternative à un financement à long terme des banques sur les marchés et des acquisitions dans le cadre de l'APP. Les créances des IFM (y compris l'Eurosystème) sur les administrations publiques ont progressé en juillet, reflétant essentiellement l'accroissement des portefeuilles de titres publics de l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats d'actifs du secteur public (PSPP), tandis que les banques ont encore réduit leurs portefeuilles de titres d'État. Cette dernière opération ouvre la porte à un rééquilibrage des placements des IFM en faveur des actifs du secteur privé. Cela étant, la contribution de la position créditrice nette du secteur des IFM vis-à-vis des non-résidents, qui reflète un excédent important des transactions courantes de la zone euro, s'est encore atténuée au deuxième trimestre 2015 avant de devenir négative en juillet. Les sorties importantes enregistrées en juillet par la position extérieure nette sont intervenues en dépit d'une contribution toujours positive de l'excédent des transactions courantes.

Les coûts de financement des banques ont légèrement augmenté au deuxième trimestre 2015, tout en restant à des niveaux faibles.

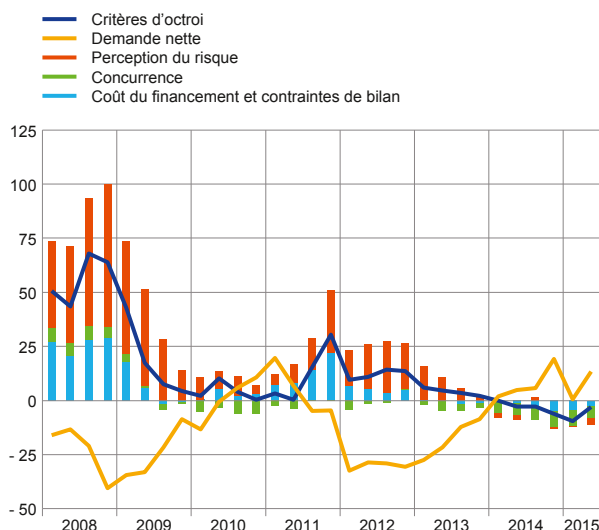
En ce qui concerne les dernières années, l'indicateur composite du coût du financement bancaire affiche une tendance

baissière (cf. graphique 27), dans un contexte de remboursements nets des engagements financiers à long terme des IFM. Depuis l'annonce de son lancement, l'APP étendu a contribué de manière significative à une nouvelle réduction des coûts du financement bancaire. L'augmentation récente du coût de financement par

Graphique 28

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

(pourcentages nets moyens par catégorie)



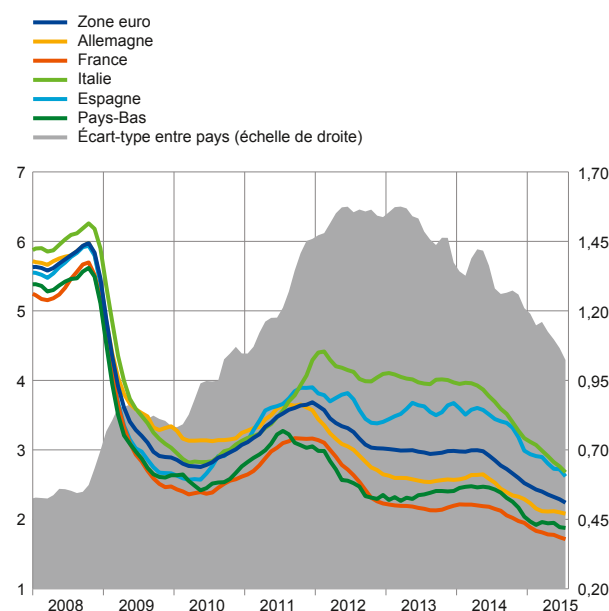
Source : BCE.

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

Graphique 29

Indicateur composite du coût d'emprunt pour les SNF

(pourcentages annuels ; moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCE.

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

endettement des banques s'explique par une hausse des rendements des obligations bancaires, tandis que les taux des dépôts sont demeurés stables, à des niveaux historiquement bas. À cet égard, [l'enquête de juillet 2015 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro](#) montre que l'accès des banques au financement par les dépôts des particuliers et par les titres de créance s'est détérioré au deuxième trimestre 2015, tandis que l'accès au marché monétaire et à la titrisation s'est amélioré, mais dans une moindre mesure qu'au trimestre précédent. Aucun signe n'indique que les coûts des dépôts bancaires deviendraient négatifs en raison du taux négatif de la facilité de dépôt de la BCE.

Les conditions de la distribution du crédit bancaire bénéficient d'évolutions favorables des facteurs d'offre et de demande de crédit.

L'enquête de juillet 2015 sur la distribution du crédit bancaire montre que la concurrence accrue entre les banques a contribué à un assouplissement des critères d'attribution des prêts aux entreprises et aux ménages au deuxième trimestre 2015. Cette évolution coïncide avec une amélioration de la demande nette de prêts par les entreprises (cf. graphique 28). Les banques ont également assoupli les modalités de crédit sur les nouveaux prêts dans toutes les catégories au deuxième trimestre, en raison essentiellement d'un nouveau resserrement des marges sur les crédits standard. Dans l'ensemble, cette évolution tend à indiquer que l'effet modérateur des facteurs d'offre s'est encore atténué et que l'incidence des facteurs de demande sur la croissance des prêts aux SNF devient légèrement positive, ce qui continuera de favoriser la croissance des prêts au secteur privé. À cet égard, il ressort de l'enquête de juillet qu'au deuxième trimestre les banques ont utilisé les fonds des TLTRO pour les substituer au financement de marché et pour stimuler l'offre de crédit.

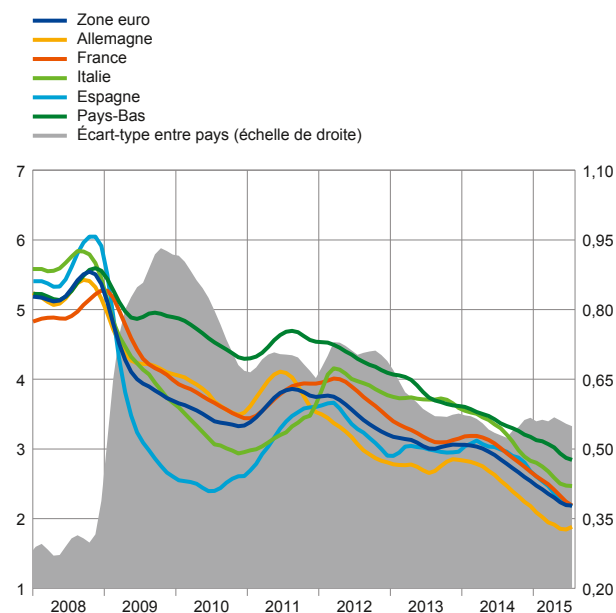
Les taux des prêts bancaires ont encore fléchi au deuxième trimestre, en raison notamment des mesures non conventionnelles de la BCE.

De fortes baisses du coût nominal de l'emprunt bancaire pour les SNF et pour les ménages ont été enregistrées. En particulier, depuis le troisième trimestre 2014, lorsque la BCE a intensifié ses efforts au titre d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire, les banques ont progressivement répercuté l'amélioration de leurs coûts de financement sous la forme d'une réduction des taux des prêts bancaires : les indicateurs composites du coût d'emprunt pour les ménages et les sociétés non financières de la zone euro ont diminué

Graphique 30

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

(pourcentages annuels ; moyennes mobiles sur trois mois)



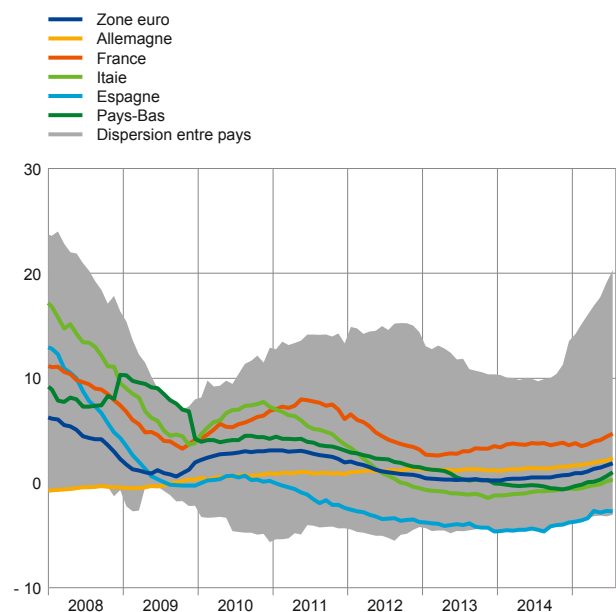
Source : BCE.

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

Graphique 32

Prêts des IFM aux ménages

(taux de croissance annuel)



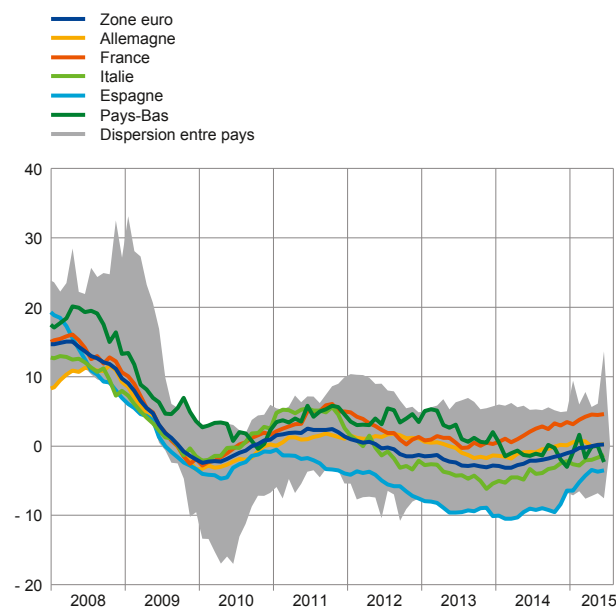
Source : BCE.

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

Graphique 31

Prêts des IFM aux sociétés non financières

(taux de croissance annuel)



Source : BCE.

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

de, respectivement, 70 et 75 points de base environ (cf. graphiques 29 et 30). Les données récentes pour juillet tendent à indiquer que les taux des prêts bancaires ont atteint des niveaux historiquement bas.

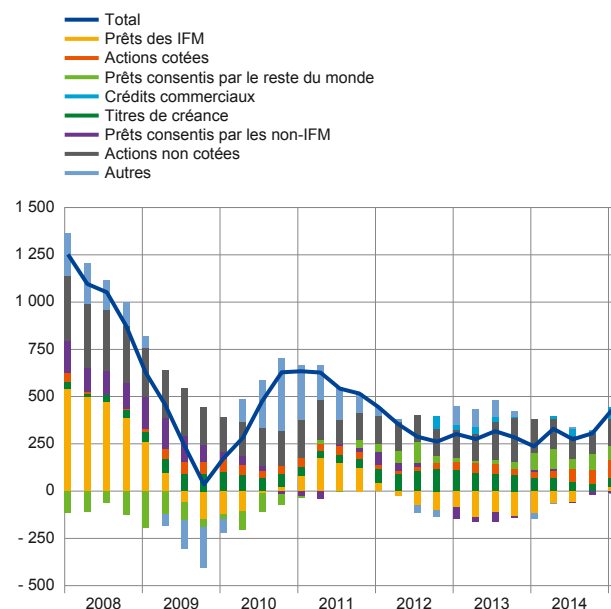
Les écarts de taux sur les prêts bancaires entre les pays sont importants, mais ils se sont encore resserrés. En dépit de quelques évolutions encourageantes s'agissant des conditions de distribution du crédit dans l'ensemble de la zone euro, les critères d'octroi demeurent hétérogènes d'un pays et d'un secteur à l'autre. À cet égard, le train de mesures d'assouplissement du crédit adopté en juin 2014 et l'APP ont favorisé un resserrement de la dispersion des coûts d'emprunt entre les différents pays. Les pays de la zone euro affichant des taux de croissance des prêts aux SNF relativement faibles ont également connu des baisses particulièrement prononcées des taux appliqués par les banques à ces prêts.

La croissance des prêts au secteur privé se redresse progressivement. En données corrigées des cessions et de la titrisation, la progression annuelle des prêts des IFM au secteur privé a augmenté, pour ressortir à 1,4 % en juillet 2015, après 0,9 % au deuxième trimestre 2015.

Graphique 33

Financement externe des SNF dans la zone euro

(en milliards d'euros ; flux sur quatre trimestres)



Sources : Eurostat et BCE.

Notes : Les prêts des IFM et les prêts consentis par les non-IFM (y compris les autres intermédiaires financiers et les sociétés d'assurance et les fonds de pension) sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation. La rubrique « Autres » correspond à la différence entre le total et les instruments inclus dans le graphique et comprend les prêts intragroupes et le rééquilibrage entre les données des comptes financiers et non financiers. La dernière observation se rapporte au 1^{er} trimestre 2015.

Après une période prolongée d'accentuation de la contraction, la croissance annuelle des prêts aux SNF s'est progressivement redressée depuis début 2014, atteignant 0,9 % en juillet 2015 (cf. graphique 31). En dépit de ces améliorations, la dynamique des prêts aux SNF demeure atone. La croissance des prêts aux ménages s'est encore améliorée tout au long du deuxième trimestre et s'est établie à 1,9 % en juillet (cf. graphique 32). Comme indiqué précédemment, ces évolutions ont été favorisées par la baisse significative des taux des prêts bancaires, qui a concerné l'ensemble de la zone euro depuis l'été 2014, ainsi que par une amélioration à la fois de l'offre et de la demande de prêts bancaires. Cela étant, la morosité de la situation économique et le caractère relativement restrictif des conditions de distribution du crédit pèsent encore sur l'offre de crédit dans certaines régions de la zone euro.

Selon les estimations, le flux annuel global de financement externe des SNF s'est stabilisé au deuxième trimestre 2015, après s'être de nouveau renforcé au trimestre précédent. Le financement externe des SNF au deuxième trimestre s'est établi à des niveaux comparables à ceux observés début 2012 (cf. graphique 33) et en 2004-2005, avant

la période de forte croissance du crédit. Le financement externe des SNF a bénéficié du redressement de l'activité économique, de nouvelles baisses du coût des prêts bancaires, de l'assouplissement des conditions de distribution du crédit bancaire et du coût très peu élevé de l'endettement de marché. Dans le même temps, étant donné le faible niveau des coûts d'opportunité, les SNF, notamment les entreprises cotées, ont conservé des soldes de trésorerie historiquement élevés jouant le rôle de coussins de liquidité à titre de précaution et probablement également en vue de financer d'éventuelles fusions et acquisitions ultérieures.

Les données récentes montrent que les émissions nettes de titres de créance par les SNF se sont ralenties en mai et juin 2015. Cette évolution est intervenue après l'accélération des émissions directes et indirectes de titres de créance par les SNF et les véhicules financiers qu'elles ont créés au premier trimestre 2015 après le lancement du programme d'achats d'actifs du secteur public (PSPF). Les entreprises ont accru leurs recours au financement de marché entre janvier et avril 2015 afin de bénéficier des conditions de marché très favorables et du bas niveau des taux d'intérêt.

Le coût nominal global du financement externe pour les SNF de la zone euro a légèrement augmenté au deuxième trimestre 2015, après avoir atteint des niveaux historiquement bas en février. Cette hausse s'explique par le recul des prix des actifs financiers au deuxième trimestre, qui s'est traduit par une hausse du coût de l'endettement de marché et des fonds propres pour les SNF de la zone euro ; en juillet et en août 2015, ce coût s'est inscrit en moyenne quelque 45 points de base au-dessus du niveau observé en février. L'augmentation du coût du financement de marché a été en partie contrebalancée par la baisse persistante des taux des prêts bancaires au deuxième trimestre 2015.

6 Évolutions budgétaires

L'amélioration des soldes budgétaires dans la zone euro devrait se poursuivre, en raison du redressement conjoncturel et du bas niveau des taux d'intérêt. Sur la base des informations disponibles, l'embellie structurelle semble toutefois s'être interrompue. À l'avenir, nombre de pays devront consentir des efforts d'assainissement supplémentaires pour imprimer une trajectoire baissière durable à leur ratio de la dette publique, actuellement élevé.

Le déficit budgétaire moyen de la zone euro devrait continuer de reculer.

Selon les projections macroéconomiques pour la zone euro de septembre 2015 établies par les services de la BCE, le ratio de déficit des administrations publiques de la zone euro devrait retomber de 2,4 % du PIB en 2014 à 1,7 % du PIB en 2017 (cf. tableau 1). L'embellie budgétaire devrait résulter entièrement de l'amélioration conjoncturelle et du repli des charges d'intérêts anticipés dans le scénario de base. Par rapport aux projections de juin 2015, les perspectives de déficit global demeurent globalement inchangées pour 2015, reflétant le fait que seules quelques nouvelles mesures budgétaires ont été adoptées dans l'intervalle, tandis que, durant les dernières années de la période couverte par les projections, la réduction du déficit devrait être plus modérée en raison d'un redressement économique légèrement moins favorable.

Tableau
Évolutions budgétaires dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)

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

Sources : Eurostat et projections macroéconomiques de septembre 2015 établies par les services de la BCE.

Notes : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro, y compris la Lituanie (également pour la période antérieure à 2015). La somme des composantes peut ne pas être égale à 100 en raison des arrondis.

Le solde structurel devrait demeurer globalement inchangé jusqu'en 2017.

Cette prévision reflète les améliorations survenues du côté des dépenses, essentiellement sous la forme d'une baisse des paiements d'intérêts, qui devraient être largement contrebalancées, du côté des recettes, par des diminutions des impôts directs et des cotisations sociales dans plusieurs pays. Le déficit budgétaire structurel de la zone euro devrait dans l'ensemble reculer marginalement, revenant de 1,8 % du PIB en 2014 à 1,7 % du PIB en 2017, soit un niveau légèrement supérieur à celui des projections de juin.

La dette publique devrait progressivement diminuer sur l'horizon de projection, tout en demeurant à un niveau élevé. Le ratio dette publique/PIB de

la zone euro devrait retomber de son pic de 91,7 % du PIB en 2014 à 89,4 % du PIB à la fin de l'horizon de projection. L'amélioration des perspectives d'endettement, même si elle se fera attendre plus longtemps que ne l'anticipaient les projections de juin, est principalement imputable à des évolutions favorables du différentiel taux d'intérêt/taux de croissance et à l'amélioration progressive des soldes primaires. Les ajustements déficit/dette publique devraient s'avérer positifs, en particulier si l'incidence de l'effet d'accroissement de la dette lié au soutien au secteur financier s'atténue. De plus amples détails à propos de l'incidence budgétaire du soutien au secteur financier ainsi que des risques budgétaires qui y sont associés sont exposés dans l'article intitulé « L'impact budgétaire du soutien au secteur financier au cours de la crise » publié dans la présente édition du *Bulletin économique*. Le niveau d'endettement projeté restant élevé dans bon nombre de pays de la zone euro, des efforts d'assainissement supplémentaires seront nécessaires pour faire baisser durablement le ratio de la dette publique. Ces efforts seront d'autant plus importants que les défis à long terme posés par le vieillissement de la population et l'accélération des coûts des soins de santé sont substantiels.

Au vu de l'insuffisance attendue des efforts structurels, l'écart par rapport aux exigences du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) devrait se creuser.

L'orientation budgétaire globale devrait dans l'ensemble être neutre en 2015. Cette constatation est conforme à l'environnement de faiblesse économique actuel, dans le cadre duquel les politiques budgétaires devraient apporter leur soutien au redressement de l'économie, tout en assurant la soutenabilité de leur dette. Dans les recommandations spécifiques aux pays qu'il a formulées en juin dernier, le Conseil européen a toutefois repéré des risques de non-respect des exigences du PSC en termes d'efforts structurels dans 12 des 17 pays de la zone euro passés en revue (cf. encadré 8). C'est la raison pour laquelle il importera que les pays qui doivent toujours procéder à un assainissement mettent davantage encore l'accent sur la soutenabilité de leur dette et qu'ils progressent sur la voie de la réalisation de leurs objectifs budgétaires à moyen terme. Les projets de plans budgétaires pour 2016 devraient préciser comment les administrations publiques dont les efforts structurels sont insuffisants pour remplir leurs obligations au titre du PSC vont suivre les recommandations spécifiques que l'UE a adressées à leur pays en vue d'assurer le respect des règles budgétaires de l'UE grâce à une accélération de la réduction de leur déficit.

Encadré 1

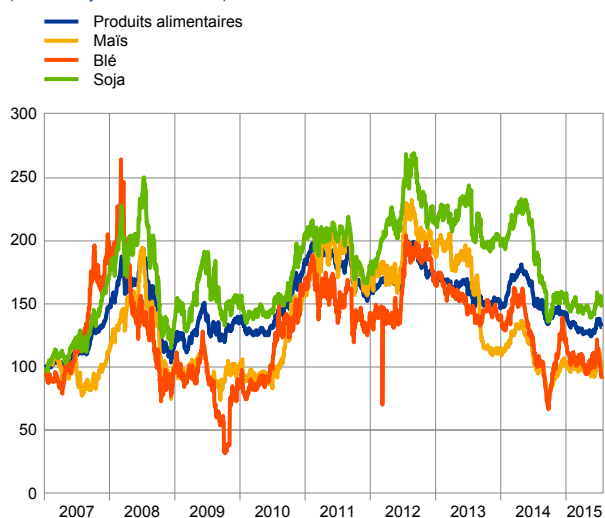
Évolutions récentes et perspectives des prix des matières premières non pétrolières

Les prix mondiaux des matières premières autres que le pétrole ont fait l'objet d'une attention particulière au cours des derniers mois, des pressions à la baisse prolongées ayant entraîné des points bas qui n'avaient pas été observés au cours des cinq dernières années. En dépit des tendances globalement similaires enregistrées par les prix des matières premières alimentaires et des métaux, des facteurs d'offre et de demande spécifiques aux différents marchés justifient une analyse approfondie des évolutions des cours des principales matières premières. Le présent encadré examine les principaux facteurs sous-tendant les évolutions récentes et les perspectives des prix d'une sélection de matières premières non pétrolières.

Graphique A

Prix des matières premières alimentaires

(indice : 1^{er} janvier 2007 = 100)



Sources : Hamburg Institute of International Economics (HWWI) et Bloomberg.

Les prix des matières premières alimentaires s'inscrivent en baisse depuis mi-2012 en raison d'une offre excédentaire sur les marchés liée à une succession de récoltes abondantes. L'abondance de l'offre et le niveau élevé des stocks ont contribué à la baisse des prix du blé et du maïs, en particulier depuis début 2015 (cf. graphique A). Les restrictions appliquées aux exportations de blé de la Russie au premier semestre 2015 n'ont pas enrayé cette baisse. Les préoccupations liées à l'affaiblissement de la demande de matières premières utilisées pour produire de l'éthanol et au ralentissement des importations chinoises ont également contribué à la baisse des prix du maïs. Les prix du soja ont fléchi eux aussi en raison de l'abondance de l'offre.

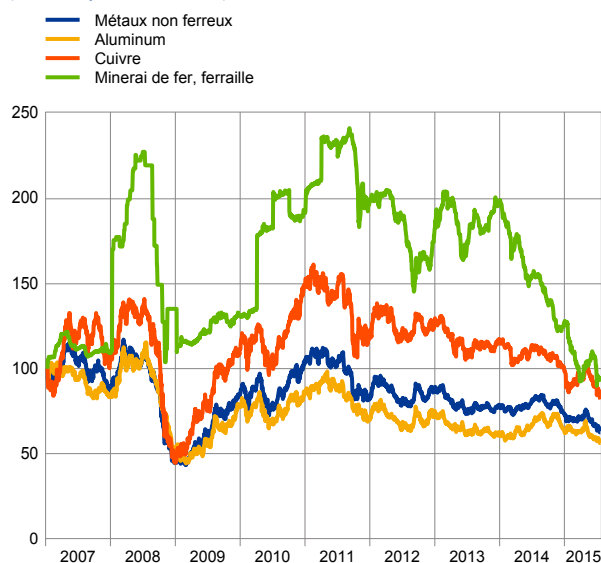
Les perspectives d'évolution des prix des matières premières alimentaires sur les marchés mondiaux demeurent modérées. La production de blé et de

maïs ne devrait fléchir que légèrement au cours de la saison 2015-2016, tandis que celle d'oléagineux (en particulier le soja) devrait augmenter. À la hausse, les risques sur les prix pourraient résulter de conditions météorologiques défavorables, tandis qu'à la baisse, un ralentissement plus important que prévu de la production de biocarburants pourrait encore affaiblir la demande de certaines matières premières agricoles.

Graphique B

Prix des métaux de base

(indice : 1^{er} janvier 2007 = 100)



Sources : Hamburg Institute of International Economics (HWWI) et Bloomberg.

Les prix des métaux de base baissent depuis mi-2011 en raison d'une augmentation constante de l'offre et d'un ralentissement de la progression de la demande, notamment en Chine. Les métaux

ont tendance à être plus sensibles aux évolutions de l'activité économique mondiale que les matières premières alimentaires. La Chine important une proportion substantielle de la production mondiale de métaux, les prix de ces derniers sont particulièrement sensibles à la croissance économique chinoise.

Ainsi, les inquiétudes des marchés sur la vigueur de la demande chinoise ont accéléré la baisse des prix des métaux depuis début 2015 (cf. graphique B). La poursuite de l'augmentation de l'offre et le niveau élevé des stocks expliquent également une partie de cette baisse. La croissance persistante de la production est soutenue par les importants investissements en capacités de production réalisés les années précédentes, qui étaient motivés par les prix élevés prévalant à ce moment-là. La baisse observée en 2015

a concerné l'ensemble des métaux de base, les prix du minerai de fer (principal intrant pour l'acier) ayant reculé de 26 %, ceux de l'aluminium de 13 % et ceux du cuivre de 20 % depuis le début de l'année.

L'offre excédentaire et le ralentissement de la croissance des économies de marché émergentes devraient peser sur les prix des métaux à court terme.

La progression de la demande de matières premières en Chine devrait demeurer plus faible que par le passé, en cohérence avec le rééquilibrage progressif de la trajectoire de croissance du pays. Plus généralement, la croissance se ralentit dans les économies de marché émergentes, dont la production est davantage consommatrice de matières premières que celle des économies avancées. Par conséquent, les perspectives d'évolution des prix des métaux ne laissent présager que des hausses graduelles, dans la mesure où l'offre ne devrait se rééquilibrer que lentement. Les principaux risques à la baisse ont trait à un ralentissement plus marqué que prévu de la croissance de la demande en provenance des économies émergentes, notamment de Chine, et à une meilleure résistance de l'offre à la baisse des prix.

Encadré 2

Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 22 avril au 21 juillet 2015

Cet encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE durant les troisième et quatrième périodes de constitution de réserves de 2015, qui se sont déroulées du 22 avril au 9 juin 2015 et du 10 juin au 21 juillet 2015, respectivement. Au cours de la période sous revue, les taux des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt sont demeurés inchangés à 0,05 %, 0,30 % et – 0,20 %, respectivement ¹. Le 24 juin 2015, la quatrième opération de refinancement à plus long terme ciblée (TLTRO) a été réglée, pour une allocation de 73,8 milliards d'euros, soit un montant légèrement supérieur à ce qui était anticipé par les marchés mais inférieur aux 97,8 milliards alloués en mars. Cette opération a porté l'allocation totale des quatre premières TLTRO à 384 milliards d'euros ². En outre, l'Eurosystème a continué d'acquérir des titres du secteur public, des obligations sécurisées et des titres adossés à des actifs dans le cadre de son programme étendu d'achats d'actifs (*Asset Purchase Programme – APP*) pour un montant ciblé de 60 milliards d'euros par mois ³.

Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, a augmenté de 24,6 milliards d'euros par rapport à la précédente période sous revue, ressortant à 606,8 milliards. Cette hausse s'explique essentiellement par l'augmentation des facteurs autonomes en moyenne, qui ont progressé de 23,7 milliards d'euros pour s'établir à 496,8 milliards (cf. le tableau).

L'augmentation des facteurs autonomes résulte principalement d'une augmentation des facteurs d'absorption de la liquidité, notamment d'une variation sensible du niveau des dépôts des administrations publiques.

¹ Les opérations principales de refinancement ont continué d'être effectuées sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. La même procédure a été maintenue pour les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois. Le taux d'intérêt appliqué à chacune des opérations de refinancement à plus long terme a été fixé à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées sur la durée des opérations de refinancement à plus long terme.

² Pour plus d'informations sur les allocations de TLTRO, cf. les mêmes encadrés dans les éditions précédentes du *Bulletin* ou le site internet de la BCE : <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/index.en.html>.

³ Des informations détaillées sur l'APP étendu sont disponibles sur le site internet de la BCE : <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/index.en.html>.

Le niveau moyen de ces dépôts a progressé de 19,5 milliards d'euros pour ressortir à 85,6 milliards. Depuis la baisse du taux de la facilité de dépôt à – 0,20 % en septembre 2014, les dépôts des administrations publiques sont restés sur une tendance baissière, l'introduction d'un taux négatif pour la facilité de dépôt et la décision relative à la rémunération des dépôts des administrations publiques ⁴ ayant incité les Trésors publics à réduire leurs avoirs en numéraire auprès de l'Eurosystème. Toutefois, cette tendance s'est interrompue lors de la deuxième période de constitution de 2015, et les dépôts ont de nouveau augmenté lors des troisième et quatrième périodes de constitution. La faiblesse des taux du marché et l'abondance de la liquidité ont réduit les autres opportunités de placement de la trésorerie de l'État pour les Trésors publics. Par ailleurs, le niveau moyen des billets en circulation a augmenté de 23,8 milliards d'euros, reflétant une tendance haussière à long terme de la demande de billets ainsi que des évolutions récentes spécifiques à certains pays.

Parmi les facteurs d'apport de liquidité, les réserves nettes de change ont continué d'augmenter au cours de la période sous revue mais elles ont été compensées par les variations d'autres facteurs autonomes. La dépréciation de l'euro début 2015 a entraîné une réévaluation des réserves nettes de change à partir du deuxième trimestre 2015. Au cours des deux dernières périodes de constitution, les réserves nettes de change ont été en moyenne supérieures de 42,2 milliards d'euros par rapport à la première et à la deuxième périodes de constitution, passant à 649,8 milliards. Toutefois, cet effet a été compensé par une hausse de 45,4 milliards d'euros des autres facteurs autonomes. En dehors de cette évolution, ce sont principalement les réévaluations des autres actifs financiers de l'Eurosystème qui expliquent la hausse de 22,9 milliards d'euros des actifs libellés en euros, qui ne contrebalance que partiellement l'augmentation des facteurs d'absorption de la liquidité.

La volatilité des facteurs autonomes est restée élevée au cours de la période sous revue. Cette volatilité reflète les importantes fluctuations des dépôts des administrations publiques et les niveaux de volatilité relativement élevés de la demande de billets. En raison des réévaluations trimestrielles de fin juin, les réserves nettes de change et les actifs nets libellés en euros ont diminué, ajoutant ainsi à la volatilité, mais de façon moins marquée que lors de la précédente période sous revue.

L'erreur absolue moyenne des prévisions hebdomadaires des facteurs autonomes a légèrement augmenté au cours de la période sous revue, passant à 6,4 milliards d'euros, essentiellement en raison de la hausse des erreurs de prévision relatives aux dépôts des administrations publiques. Cela montre qu'il est resté difficile d'anticiper les activités de placement des Trésors publics dans un contexte de taux d'intérêt à court terme du marché monétaire de plus en plus négatifs et de niveau élevé des excédents de liquidité.

⁴ Disponible sur : https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_168_r_0015_en_txt.pdf.

Fourniture de liquidité

Le montant moyen de liquidités fournies par le biais d'opérations d'open market (appels d'offres et achats fermes) a augmenté de 165,3 milliards d'euros durant la période sous revue, pour atteindre 937,2 milliards.

Cette augmentation résulte presque entièrement des achats fermes, tandis que les appels d'offres sont demeurés quasiment inchangés.

Le niveau moyen de liquidité fourni par les opérations d'appels d'offres n'a que légèrement augmenté, ressortant à 513,2 milliards d'euros, avec cependant une substitution importante entre les opérations. L'arrivée à échéance lors de la précédente période sous revue des deux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans et la baisse de la participation aux opérations régulières (opérations principales de refinancement et opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois) au cours de cette période sous revue ont été contrebalancées, en moyenne, par des adjudications de TLTRO. Alors que l'encours moyen des TLTRO a augmenté de 87,9 milliards d'euros, celui des opérations principales de refinancement a diminué de 41,0 milliards, celui des opérations à plus long terme d'une durée de trois mois a baissé de 6,3 milliards et celui des opérations à long terme d'une durée de trois ans (qui ressortait à 38,6 milliards lors de la précédente période sous revue) est revenu à zéro.

La liquidité moyenne fournie par les portefeuilles détenus directement a augmenté de 163,4 milliards d'euros, ressortant à 424,0 milliards, en liaison avec la mise en œuvre de l'APP étendu. L'augmentation de la liquidité moyenne fournie grâce au programme d'achats de titres du secteur public, au troisième programme d'achat d'obligations sécurisées et au programme d'achats de titres adossés à des actifs (qui ont augmenté de 135,4 milliards d'euros, de 31,7 milliards et de 3,7 milliards respectivement) a plus que compensé la baisse résultant de l'arrivée à échéance de certaines obligations détenues dans le cadre du Programme pour les marchés de titres et des deux programmes précédents d'achats d'obligations sécurisées.

Excédent de liquidité

L'excédent de liquidité a continué d'augmenter au cours de la période sous revue, ressortant à 329,2 milliards d'euros en moyenne, en raison du programme d'achats d'actifs et des TLTRO. Cette progression s'est répartie de façon à peu près égale entre les deux périodes de constitution, les hausses s'élevant à 73,0 milliards et 79,2 milliards d'euros, respectivement. Tandis que les acquisitions mensuelles effectuées dans le cadre du programme d'achats d'actifs favorisent une tendance haussière régulière de l'excédent de liquidité, les variations des facteurs autonomes peuvent contribuer à des fluctuations importantes autour de cette tendance au cours d'une période de constitution.

Les avoirs quotidiens détenus en compte courant ont augmenté de 95,8 milliards d'euros, ressortant à 339,4 milliards en moyenne, étant donné le niveau plus élevé de l'excédent de liquidité. L'utilisation moyenne de la facilité

de dépôt a également continué de progresser, passant de 55,5 milliards d'euros à 101,3 milliards. Le recours moyen à la facilité de dépôt n'a que légèrement augmenté en pourcentage de l'excédent de liquidité, s'établissant à 46 %, contre 42 % lors de la précédente période sous revue.

Évolution des taux d'intérêt

Reflétant la hausse de l'excédent de liquidité et l'acceptation croissante des transactions effectuées à des taux négatifs, les taux du marché monétaire ont encore diminué au cours de la période sous revue. L'Eonia est descendu en moyenne à – 0,098 % et – 0,119 %, respectivement, lors des troisième et quatrième périodes de constitution, par rapport à une moyenne de – 0,045 % lors de la précédente période sous revue. Sur le compartiment garanti, les taux au jour le jour ont diminué pour s'établir à des niveaux proches du taux de la facilité de dépôt. En particulier, les taux moyens au jour le jour des opérations de pension sur le marché GC Pooling ⁵ sont revenus à – 0,18 % et – 0,17 %, respectivement, pour les paniers de garanties standard et étendu (*Extended Basket*), soit une baisse de 5 et 7 points de base par rapport à la précédente période sous revue.

⁵ Le marché GC Pooling permet de négocier les accords de pension sur la plate-forme Eurex contre des paniers standardisés de garanties.

Situation de liquidité de l'Eurosystème

	Du 22 avril au 21 juil.	Du 28 janv. au 21 avril	Quatrième période de constitution de réserves	Troisième période de constitution de réserves			
Engagements – Besoins de refinancement (moyennes ; en milliards d'euros)							
Facteurs autonomes de la liquidité	1 690,3	(+88,7)	1 601,6	1 696,2	(+11,0)	1 685,2	(+58,0)
Billets en circulation	1 034,5	(+23,8)	1 010,7	1 042,7	(+15,3)	1 027,4	(+11,5)
Dépôts des administrations publiques	85,6	(+19,5)	66,1	96,3	(+19,8)	76,5	(+6,3)
Autres facteurs autonomes	570,2	(+45,4)	524,8	557,1	(-24,2)	581,3	(+40,3)
Instruments de politique monétaire							
Comptes courants	339,4	(+95,8)	243,6	381,4	(+78,0)	303,4	(+41,6)
Réserves obligatoires	111,2	(+0,9)	109,1	112,3	(+1,9)	110,3	(-0,2)
Facilité de dépôt	101,3	(+45,8)	55,5	103,1	(+3,4)	99,7	(+31,1)
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Actifs – Offre de liquidité (moyennes ; en milliards d'euros)							
Facteurs autonomes de la liquidité	1 193,8	(+65,1)	1 128,7	1 183,2	(-19,8)	1 203,0	(+40,8)
Réserves nettes de change	649,8	(+42,2)	607,6	642,9	(-12,8)	655,7	(+29,8)
Actifs nets libellés en euros	544,1	(+22,9)	521,1	540,3	(-7,0)	547,3	(+11,0)
Instruments de politique monétaire							
Opérations d'open market	937,2	(+165,3)	771,9	997,5	(+111,9)	885,6	(+90,0)
Opérations d'appels d'offres	513,2	(+2,0)	511,2	525,7	(+23,2)	502,5	(-2,4)
Opérations principales de refinancement	89,7	(-41,0)	130,7	82,4	(-13,4)	95,9	(-23,0)
Opérations de refinancement exceptionnelles	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	90,5	(-6,3)	96,9	83,8	(-12,6)	96,3	(-12,1)
Opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans	0,0	(-38,6)	38,6	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Opérations de refinancement à plus long terme ciblées	333,0	(+87,9)	245,1	359,5	(+49,2)	310,3	(+32,6)
Portefeuilles d'achats fermes de titres	424,0	(+163,4)	260,7	471,8	(+88,6)	383,1	(+92,6)
1 ^{er} programme d'achats d'obligations sécurisées	24,4	(-2,1)	26,5	23,3	(-2,0)	25,3	(-0,7)
2 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	11,1	(-0,8)	11,9	10,8	(-0,5)	11,3	(-0,2)
3 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	87,1	(+31,7)	55,4	95,1	(+14,9)	80,2	(+16,7)
Programme pour les marchés de titres	136,6	(-4,5)	141,1	134,6	(-3,7)	138,3	(-2,5)
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	7,5	(+3,7)	3,8	8,8	(+2,4)	6,4	(+1,7)
Programme d'achats de titres du secteur public	157,4	(+135,4)	22,0	199,1	(+77,5)	121,6	(+77,6)
Facilité de prêt marginal	0,2	(-0,1)	0,3	0,3	(+0,2)	0,1	(-0,1)
Autres informations fondées sur la liquidité (moyennes ; en milliards d'euros)							
Besoin global de refinancement	606,8	(+24,6)	582,2	622,9	(+29,9)	593,0	(+17,2)
Facteurs autonomes	496,8	(+23,7)	473,1	513,3	(+30,7)	482,6	(+17,4)
Excédent de liquidité	329,2	(+139,5)	189,7	371,9	(+79,2)	292,7	(+73,0)
Évolutions des taux d'intérêt (en pourcentage)							
Opérations principales de refinancement	0,05	(+0,00)	0,05	0,05	(+0,00)	0,05	(+0,00)
Facilité de prêt marginal	0,30	(+0,00)	0,30	0,30	(+0,00)	0,30	(+0,00)
Facilité de dépôt	-0,20	(+0,00)	-0,20	-0,20	(+0,00)	-0,20	(+0,00)
Moyenne de l'Eonia	-0,107	(-0,063)	-0,045	-0,119	(-0,021)	-0,098	(-0,037)

Source : BCE.

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

Encadré 3

L'utilité des données relatives aux opérations dans TARGET2 pour l'analyse du marché monétaire en blanc au jour le jour

En dépit de l'importance des marchés monétaires, les informations détaillées concernant les opérations sur ces marchés ne sont, en général, pas rapidement disponibles. Les opérations au jour le jour sont essentiellement négociées de gré à gré et pour les enregistrer, les quelques plateformes de négociation existantes se concentrent sur certaines juridictions. Pour la zone euro, les informations quotidiennes relatives à l'activité de prêt en blanc au jour le jour sont collectées pour un panel de banques, la moyenne pondérée de ces contributions correspondant au taux moyen au jour le jour de l'euro (Eonia), qui est le taux de référence du compartiment des opérations en blanc au jour le jour. Toutefois, les contributions des banques du panel ne sont pas mesurées au niveau des opérations individuelles, mais à celui des données agrégées quotidiennes relatives à leur activité de prêt. À compter de mi-2016, les données relatives aux opérations sur le marché monétaire seront collectées pour la zone euro dans le cadre du règlement concernant les statistiques des marchés monétaires, auquel 53 banques déclarantes contribueront initialement ¹.

Le système TARGET2 (Système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel) constitue une source unique d'informations détaillées concernant le marché monétaire au jour le jour. Si les informations relatives aux prêts en blanc au jour le jour dans TARGET2 ne sont pas directement disponibles, elles peuvent cependant être obtenues en filtrant la série des transactions qui ont lieu par l'intermédiaire du système de paiement pour le règlement des deux volets d'une opération de prêt interbancaire ². Cette méthode est utilisée depuis longtemps à l'échelle mondiale et permet de reconstituer des pans significatifs de l'activité sur le marché monétaire en blanc au jour le jour.

Le grand nombre de banques couvertes dans TARGET2 permet de dresser un tableau complet du marché monétaire en blanc au jour le jour. L'un des principaux avantages de l'utilisation des données de TARGET2 pour l'analyse de ce

¹ Cf. le règlement (UE) n° 1333/2014 de la Banque centrale européenne du 26 novembre 2014 concernant les statistiques des marchés monétaires (BCE/2014/48) : https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_359_r_0006_fr_txt.pdf

² Pour de plus amples informations, cf. l'encadré intitulé *L'utilisation des données de paiement de TARGET2 pour analyser les conditions du marché monétaire* du *Bulletin mensuel* de mai 2013, ou le réseau de recherche dans le domaine macroprudentiel (*Macro-prudential Research Network – MaRs*) : https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Eurosysteme_et_international/cp-bce-la-BCE-publie-les-resultats-definitifs-des-travaux-du-reseau-de-recherche-dans-le-domaine-macroprudentiel.pdf

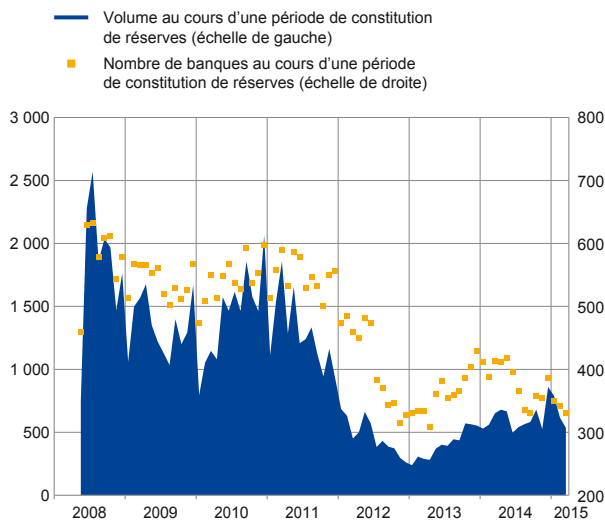
marché résulte du nombre élevé de banques (1 000 environ) participant au système de paiement ³. Bien qu'une petite fraction des opérations sur le marché au jour le jour fasse l'objet d'un règlement privé en dehors de TARGET2, les données de TARGET2 n'en demeurent pas moins une illustration fidèle du marché au jour le jour de la zone euro. C'est ce que confirme la quasi-égalité entre le volume total de prêts mesuré par les données de TARGET2 pour le deuxième trimestre 2014 et le volume ressortant de l'enquête sur le marché monétaire de l'euro (2 000 milliards d'euros) ⁴, qui comptabilise les opérations effectuées en dehors de TARGET2, mais couvre un nombre beaucoup plus faible de banques (154).

Les statistiques agrégées relatives au marché monétaire en blanc au jour le jour établies à partir des données de TARGET2 confirment certaines évolutions bien connues liées à la crise. Par exemple, le marché monétaire en blanc au jour le jour est revenu d'un point haut de 2 500 milliards d'euros par période de constitution de réserves mi-2008 à un peu plus de 500 milliards au moment du règlement de la deuxième opération de refinancement à long terme d'une durée de trois ans en mars 2012. En juin 2015, le nombre total de banques intervenant sur le marché en blanc au jour le jour au cours d'une période de constitution donnée était tombé d'un point haut de 600 environ en août 2008 à 330 environ (cf. graphique A).

Graphique A

Volume des opérations sur le marché monétaire en blanc au jour le jour et nombre de banques

(en milliards d'euros ; nombre de banques)



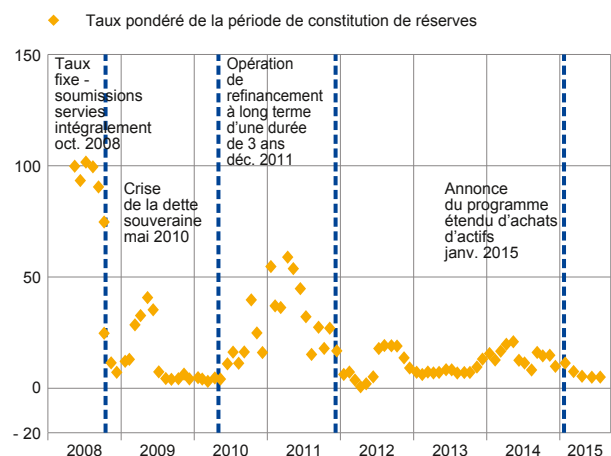
Sources : TARGET2 et calculs de la BCE.

Note : Les chiffres sont calculés par période de constitution de réserves.

Graphique B

Écart moyen au jour le jour pondéré

(en points de base)



Sources : TARGET2 et calculs de la BCE.

Notes : Les chiffres sont calculés par période de constitution de réserves. Le taux au jour le jour correspond à un écart par rapport au taux de la facilité de dépôt.

Parallèlement, les évolutions de taux ont commencé à faire apparaître des tensions sur le marché monétaire. Par exemple, l'écart moyen entre le taux d'intérêt appliqué

³ En outre, chaque opération effectuée dans TARGET2 contient les mêmes champs et informations, ce qui permet la comparaison. Cf. *Rapport annuel 2014 sur TARGET* : https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Eurosysteme_et_international/cp-bce-le-volume-d-activite-de-target2-est-reste-stable-en-2014-selon-le-rapport-annuel.pdf

⁴ Cf. l'enquête et l'étude sur le marché monétaire de l'euro (*Euro Money Market Survey and Study*) : <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/consolidated/html/index.en.html>

aux fonds sur le marché monétaire au jour le jour et le taux de la facilité de dépôt a fortement varié au fil du temps. Après s'être resserré en se rapprochant du taux de la facilité de dépôt avec l'introduction de la procédure d'appels d'offres à taux fixe et servies intégralement et la hausse consécutive de l'excédent de liquidité, l'écart a parfois atteint des niveaux élevés, notamment à l'occasion de la crise de la dette souveraine dans la zone euro qui a commencé au printemps 2010 (cf. graphique B).

Les données relatives au marché monétaire tirées des opérations dans TARGET2 fournissent également des informations sur la dispersion des taux et des volumes entre les différentes banques.

Le graphique C présente les densités de noyau, pondérées en fonction du volume, de l'écart entre les taux au jour le jour et le taux de la facilité de dépôt pour une sélection de périodes. Mi-2008, les opérations étaient négociées pour l'essentiel à des taux d'intérêt proches du taux des opérations principales de refinancement (c'est-à-dire avec un écart de 100 points de base) dans le cadre de la procédure d'appels d'offres à taux variable et, en 2011 et 2014, ces taux étaient plus proches du taux de la facilité de dépôt, avec un excédent de liquidité résultant de la procédure avec allocation intégrale. Toutefois, les densités signalent également une forte dispersion des taux d'intérêt à différentes dates, avec une queue de distribution particulièrement épaisse vers les écarts les plus élevés fin 2011, lorsque la crise de la dette souveraine a atteint son paroxysme⁵.

On peut comparer les données relatives aux opérations de chaque banque avec les caractéristiques des banques intervenant sur le marché, telles que

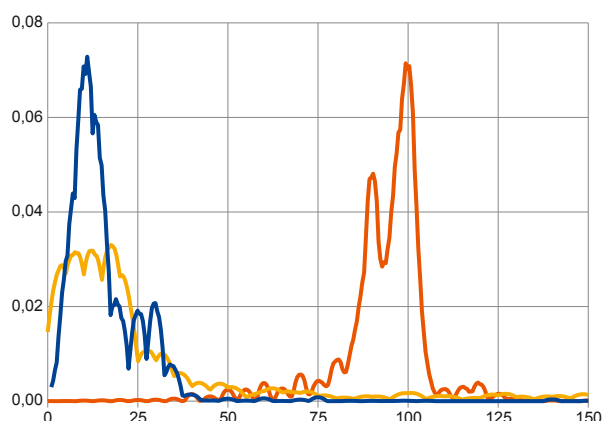
Graphique C

Distribution des écarts de taux au jour le jour sur une sélection de périodes

(en points de base)

Axe des abscisses : écart du taux au jour le jour par rapport au taux de la facilité de dépôt
Axe des ordonnées : densité

— 2014 1^{re} période de constitution de réserves
— 2011 11^e période de constitution de réserves
— 2008 6^e période de constitution de réserves



Sources : TARGET2 et calculs de la BCE.

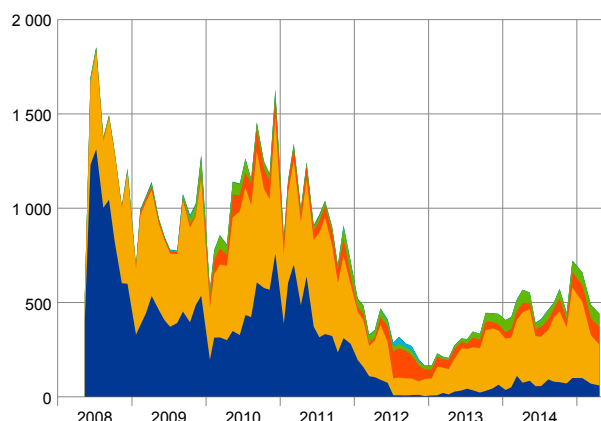
Notes : Les chiffres sont calculés par période de constitution de réserves.
L'écart de taux au jour le jour est calculé par rapport au taux de la facilité de dépôt.

Graphique D

Volume des emprunts au jour le jour par groupe de risque de crédit

(en milliards d'euros)

— Groupe 1 — Groupe 4
— Groupe 2 — Groupe 5
— Groupe 3 — Groupe 6



Sources : TARGET2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard and Poor's et calculs de la BCE.

Note : Les chiffres sont calculés par période de constitution de réserves.

⁵ Étant donné que les densités sont pondérées en fonction du volume et que le volume des négociations est relativement faible lorsque les écarts sont les plus élevés, la densité ne mesure pas la dispersion des taux dans toute son ampleur.

leur taille, leur situation géographique ou le risque de crédit, afin de mieux comprendre les évolutions du marché en blanc au jour le jour. Pour expliquer la dispersion des taux, les données de TARGET2 sont rapprochées des notations de crédit des banques intervenant sur le marché. À cette fin, les notations établies par quatre agences ⁶ sont réunies en six groupes de risque de crédit, de celui présentant le risque le plus faible (1) à celui dont le risque est maximum (6), comme le montre le tableau. Les banques prêteuses tout comme les banques emprunteuses sont affectées à des groupes de risque de crédit ⁷.

Le rapprochement avec les données issues de la notation de crédit indique que les volumes négociés dépendent dans une large mesure du risque de crédit des banques emprunteuses. Le graphique D présente une ventilation du volume total des emprunts par groupe de risque de crédit ⁸. Les banques dont la qualité de crédit est la plus élevée (groupe 1) avaient fortement réduit leurs emprunts fin 2012 et ce, pour au moins deux raisons importantes. Premièrement, ce groupe de banques non soumises à des tensions est connu pour avoir accumulé un important excédent de liquidité, d'où un besoin de financement moins élevé malgré leur accès au marché. Deuxièmement, la notation d'un nombre significatif de banques a été dégradée au cours de la crise financière, ce qui a pu entraîner pour ces établissements et leurs volumes de prêts un changement d'affectation aux groupes de risque de crédit. Toutefois, l'affectation à un nouveau groupe n'a pas pu, à elle seule, expliquer la réduction du volume total pour l'ensemble des banques. En outre, les banques dont la notation est moins élevée (groupes 2 à 3) ont continué de limiter le montant de leurs emprunts tout au long de la période. Compte tenu des besoins de liquidité plus importants de ces établissements, ces limitations de montants reflètent également la capacité des banques à lever des fonds ailleurs, c'est-à-dire sur de plus longues durées, sur le compartiment garanti du marché, auprès de contreparties non bancaires ou de l'Eurosystème. Le fait que le compartiment garanti du marché ait gagné en importance au cours des dernières années peut également être attribué en partie à une substitution aux opérations en blanc ⁹.

La dispersion des taux d'intérêt est également déterminée par le risque de crédit de la contrepartie, les écarts entre les différents groupes de notation bancaire variant au fil du temps. Le graphique E présente les taux d'emprunt moyens pondérés par groupe de risque de crédit. Les banques moins bien notées versent en général des intérêts plus élevés, ce qui explique en partie la dispersion des taux observée dans le graphique C. Toutefois, le graphique E indique également une faible dispersion des taux d'emprunt moyens des groupes de risque de crédit

⁶ DBRS, Fitch Ratings, Moody's et Standard and Poor's sont les quatre organismes externes d'évaluation du crédit (OEEC) acceptés par l'Eurosystème.

⁷ L'affectation à un groupe de risque de crédit spécifique est déterminée en fonction de la disponibilité d'au moins une notation à long terme. Lorsque deux notations ou plus sont disponibles, le groupe est déterminé par la moyenne des notations après conversion en échelle numérique. Le nombre de banques au sein de chaque groupe n'est pas homogène, dans la mesure où il reflète le caractère représentatif de chaque groupe dans la zone euro. Les banques peuvent changer de groupe au fil du temps, en fonction de la modification des notations. Cf. également le tableau.

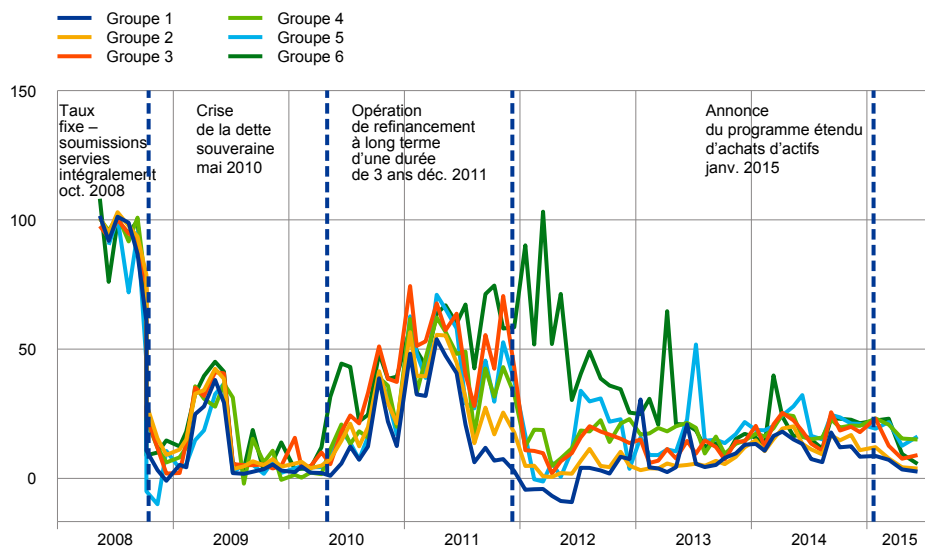
⁸ Les banques non incluses dans l'échantillon représentent au total 25 % environ du volume global. Cette part reste relativement constante au fil du temps et, donc, ne biaise pas l'échantillon.

⁹ Cf. l'enquête et l'étude sur le marché monétaire de l'euro (*Euro Money Market Survey and Study*). <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/consolidated/html/index.en.html>

Graphique E

Écart de taux d'emprunt au jour le jour par groupe de risque de crédit

(en points de base)

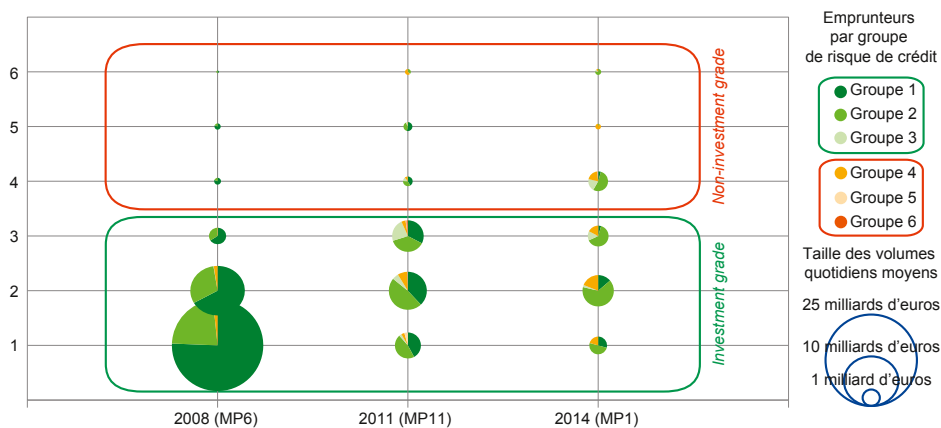


Sources: TARGET2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard and Poor's et calculs de la BCE.

Notes: Les chiffres sont calculés par période de constitution de réserves. Le taux au jour le jour correspond à un écart par rapport au taux de la facilité de dépôt.

Graphique F

Volumes de prêts et d'emprunts au jour le jour par groupe de risque de crédit



Sources: TARGET2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard and Poor's et calculs de la BCE.

Notes: La taille de la bulle représente les volumes moyens quotidiens de prêts.

Les parts à l'intérieur des bulles représentent les emprunts par groupe de risque de crédit.

Les chiffres sont établis à partir des transactions des contreparties recensées dans la base de données TARGET2 et assorties d'au moins une note de crédit établie par une agence publique.

au cours des périodes 2008-2010 et 2014-2015. Cela montre que les banques dont l'accès au marché est limité n'influent pas sur les taux du marché monétaire en blanc au jour le jour car elles doivent souvent trouver d'autres sources de liquidité, comme cela a déjà été évoqué précédemment. Ce n'est que fin 2011 et courant 2012 que de très importants écarts de taux entre les groupes de risque de crédit sont apparus,

mais pour de faibles volumes en ce qui concerne les emprunteurs plus risqués. Dans l'ensemble, seules les banques d'une certaine qualité perçue étaient en mesure d'obtenir des fonds sur le marché interbancaire en blanc.

Les banques notées « *investment grade* » dominent l'activité de prêt sur le marché au jour le jour. Le graphique F présente une ventilation « de qui à qui » des volumes de prêt et d'emprunt au jour le jour par groupe de risque de crédit qui, par rapport au graphique D, fournit des informations supplémentaires concernant la source des fonds au cours des trois périodes de constitution de réserves. Il montre que les opérations ont eu lieu pour l'essentiel entre les banques les mieux notées (groupe 1) en 2008, mais que ce volume a diminué après 2008 avec la baisse de la demande de ces banques dans un contexte d'excédent de liquidité élevé. En revanche, les banques *investment grade* ont continué de concentrer l'essentiel de l'offre, octroyant des prêts d'un montant limité à un grand nombre de banques moins bien notées en 2011 et en 2014.

Tableau

Définition des groupes de risque de crédit

	Catégories de notation par agence de notation (long terme)				Qualité	Échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème pour les ECAI
	DBRS	Fitch Ratings	Moody's	Standard & Poor's		
Groupe 1	AAA à AA (faible)	AAA à AA-	Aaa à Aa3	AAA à AA-	Investment grade	CQS1
Groupe 2	A (élevée) à A (faible)	A+ à A-	A1 à A3	A+ à A-		CQS2
Groupe 3	BBB (élevée) à BBB (faible)	BBB+ à BBB-	Baa1 à Baa3	BBB+ à BBB-		CQS3
Groupe 4	BB (élevée) à BB (faible)	BB+ à BB-	Ba1 à Ba3	BB+ à BB-	Non-investment grade	
Groupe 5	B (élevée) à B (faible)	B+ à B-	B1 à B3	B+ à B-		
Groupe 6	CCC (élevée) à D	CCC+ à D	Caa1 à D	CCC+ à D		

Sources : TARGET2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard and Poor's et calculs de la BCE.

Notes : CQS (*credit quality step*) se rapporte aux échelons de qualité du crédit dans l'échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème pour les ECAI (*external credit assessment institutions*) (organismes externes d'évaluation du crédit).

Cf. l'encadré intitulé *Le dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème pour les opérations de politique monétaire* du Bulletin mensuel d'avril 2014.

Encadré 4

Publication des soldes TARGET

À compter de ce mois, la BCE publiera mensuellement les données relatives aux soldes TARGET des différentes banques centrales nationales (BCN) de la zone euro¹. Ces données seront incluses dans l'entrepôt de données statistiques de la BCE (*Statistical data warehouse* – SDW), dans le cadre des statistiques relatives aux bilans des institutions financières monétaires². La publication des soldes TARGET individuels s'inscrit dans l'engagement de la BCE en faveur de la transparence. Cet encadré rappelle brièvement ce que sont les soldes TARGET et quels sont les facteurs qui sous-tendent leur évolution³.

Les soldes TARGET correspondent aux créances nettes et aux engagements nets des BCN de la zone euro vis-à-vis de la BCE, qui résultent des paiements transfrontières réglés en monnaie de banque centrale par les secteurs bancaires nationaux respectifs ou par les BCN elles-mêmes et qui sont exécutés via TARGET, la plateforme de paiement commune de la zone euro⁴. Lorsqu'une banque effectue un paiement au profit d'une autre banque via TARGET, le compte courant de la banque du payeur auprès de sa BCN est débité et celui de la banque bénéficiaire auprès de sa BCN est crédité. Si les deux banques détiennent leurs comptes courants auprès de la même BCN, il n'y a pas d'incidence nette sur le compte agrégé des banques à la BCN et aucune conséquence sur les soldes TARGET. Toutefois, dans le cas de transactions transfrontières, la BCN de l'établissement payeur enregistre une diminution du compte de cette banque dans ses livres et la BCN de la banque bénéficiaire une augmentation du compte de cette dernière. Ces positions sont compensées par un engagement TARGET pour la première BCN et une créance TARGET pour la seconde. Les engagements et les créances au titre de TARGET résultent également des opérations transfrontières réalisées par les BCN elles-mêmes, telles que des acquisitions ou des cessions de titres détenus à des fins d'investissement. Chaque fin de journée, ces créances et ces engagements intra-Eurosystème sont agrégés et compensés dans l'ensemble de l'Eurosystème. Il en résulte une position bilatérale nette unique pour chaque BCN vis-à-vis de la BCE, sous la forme d'un solde TARGET positif ou négatif. Par construction, la somme de tous les soldes TARGET (y compris le solde de la BCE) est égale à zéro⁵.

¹ TARGET désigne le système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel. Le système actuel est appelé TARGET 2. Il a totalement remplacé TARGET en mai 2008 mais par commodité, les deux systèmes sont désignés par le terme « TARGET » dans le présent encadré.

² Les données sont publiées le premier jour ouvré de chaque mois avec un décalage d'un mois. Pour plus de détails, cf. le site internet de la BCE à la rubrique « *Statistics > Monetary and financial statistics > TARGET balances of participating NCBs* ».

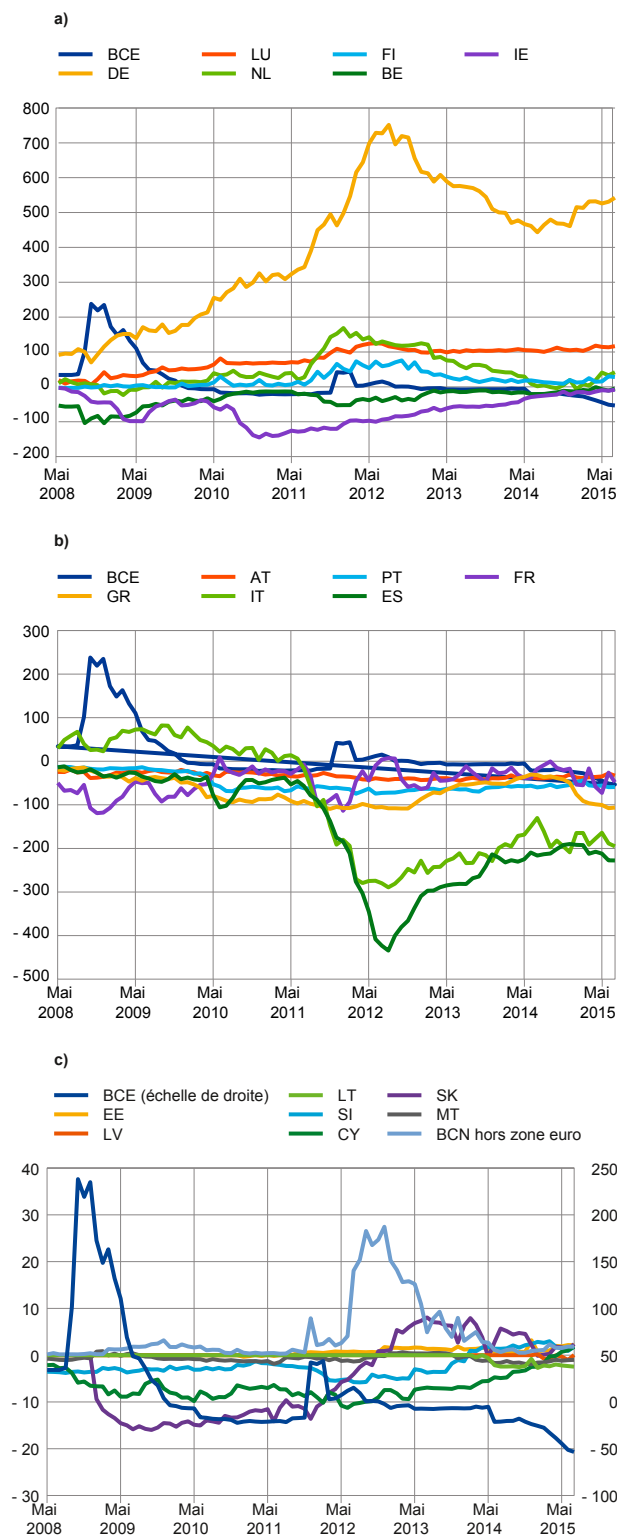
³ Pour plus de détails, cf. l'article intitulé *Les soldes TARGET et les opérations de politique monétaire* du *Bulletin mensuel* de mai 2013.

⁴ Dans l'Union européenne, quelques BCN n'appartenant pas à la zone euro se sont connectées à TARGET sur une base volontaire. L'article se concentre sur les pays de la zone euro.

⁵ Le solde TARGET de la BCE vis-à-vis des BCN, tel que présenté dans le graphique, reflète le résultat net des créances et des engagements résultant des activités conduites directement par la BCE, par exemple dans le cadre des accords de *swap* de liquidités USD/Euro.

Graphique Soldes TARGET

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

Notes : « BCN hors zone euro » représente les créances des BCN de l'UE n'appartenant pas à la zone euro qui participent à TARGET sur une base volontaire. Les BCN faisant partie de ce groupe changent au fil du temps. À compter de janvier 2015, il se compose de la Bulgarie, du Danemark, de la Pologne et de la Roumanie.

Ces soldes TARGET sont une composante normale de la mise en œuvre décentralisée de la politique monétaire dans la zone euro.

Ils reflètent les flux financiers transfrontières au sein de la zone euro, qui résultent des transactions financières transfrontières effectuées essentiellement par des entités privées telles que des établissements de crédit, des entreprises ou des particuliers, ainsi que la répartition transfrontière de la liquidité de banque centrale qui en résulte. Les créances et les engagements TARGET des différentes BCN vis-à-vis de la BCE et de la BCE vis-à-vis des BCN existent par conséquent depuis le début de l'Union économique et monétaire. De fait, la somme de toutes les créances aux bilans des BCN de la zone euro représentait quelque 100 milliards d'euros avant mi-2007.

L'apparition de soldes TARGET importants durant la crise reflète globalement la distribution de la liquidité de banque centrale sous forme scripturale au sein de l'Eurosystème.

L'Eurosystème met en œuvre sa politique monétaire de manière décentralisée, l'apport global de liquidité de l'Eurosystème *via* ses BCN correspondant au besoin global de refinancement du secteur bancaire de la zone euro. La liquidité peut être redistribuée entre les différents secteurs bancaires par le biais du marché interbancaire de la zone euro. Durant la crise, le besoin de refinancement des banques de la zone euro a sensiblement augmenté, avec une forte dispersion entre les pays. Dans le même temps, les marchés interbancaires se sont asséchés, ce qui a empêché la distribution de la liquidité *via* les marchés privés. Dès le début de la crise, la BCE a répondu aux besoins de refinancement du secteur bancaire de la zone euro, fournissant de la liquidité supplémentaire en abondance par le biais de ses opérations de refinancement. Depuis octobre 2008, l'Eurosystème a satisfait intégralement la demande des banques en liquidité de banque centrale dans le cadre d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, à condition que des garanties éligibles soient fournies.

La hausse sensible du recours au financement de banque centrale durant la crise et sa répartition inégale entre les pays sont intervenues sur fond d'augmentation correspondante des créances et des engagements dans TARGET, qui ont augmenté jusqu'à fin 2012 (cf. graphique), les banques

enregistrant dans certains pays des sorties nettes au titre des paiements tout en voyant leur accès aux marchés de financement à court terme réduit, tandis que dans d'autres pays elles bénéficiaient d'entrées financières importantes. Les conditions du financement de marché s'étant progressivement améliorées par la suite et les banques ayant réduit leur recours aux opérations de refinancement de l'Eurosystème, les soldes TARGET ont généralement diminué en termes absolus. Ils ont de nouveau légèrement augmenté fin 2014. Cette évolution reflète en partie la participation relativement plus élevée des banques de certains pays ayant des engagements dans TARGET aux opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) lancées en juin 2014, dans la mesure où ces opérations étaient généralement plus attractives pour ces contreparties. Le programme étendu d'achats d'actifs (APP), qui a débuté en mars 2015 peut influencer sur les soldes TARGET quand les deux parties, acheteuse et vendeuse, opèrent dans des juridictions différentes, ce qui pourrait expliquer les évolutions plus récentes.

Il convient d'être prudent lors de l'interprétation des soldes TARGET au sein d'un système financier intégré tel que la zone euro.

Par exemple, ces soldes reflètent également les transferts de fonds au sein des grands groupes bancaires internationaux, dans lesquels la monnaie de banque centrale correspondant aux besoins du groupe est fournie de manière centralisée auprès d'une BCN, les fonds étant ensuite redistribués entre les membres du groupe *via* TARGET. Ces soldes reflètent également les flux de paiements initiés par les participants à distance ⁶. Les différences entre pays de la zone euro s'agissant de la préférence pour la détention de billets de banque ainsi que l'accès des banques situées hors de l'Espace économique européen aux instruments de politique monétaire de l'Eurosystème par l'intermédiaire de filiales situées dans un pays connecté à TARGET ⁷ font partie des facteurs appelant à la prudence. De plus, les achats transfrontières de titres dans le cadre de l'APP peuvent avoir une incidence sur les soldes TARGET mais ne constituent pas une indication de tensions financières. Par conséquent, les soldes TARGET ne présentent pas une vue complète des flux financiers nets entre les pays et ne sont pas supposés le faire.

⁶ Un établissement situé dans un pays de l'Espace économique européen mais ne participant pas à TARGET (par exemple une banque établie au Royaume-Uni) peut ouvrir un compte auprès d'une autre BCN de son choix qui participe à TARGET.

⁷ Pour plus d'informations sur ce sujet, cf. l'encadré intitulé *Les soldes TARGET2 des banques centrales nationales de la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2011.

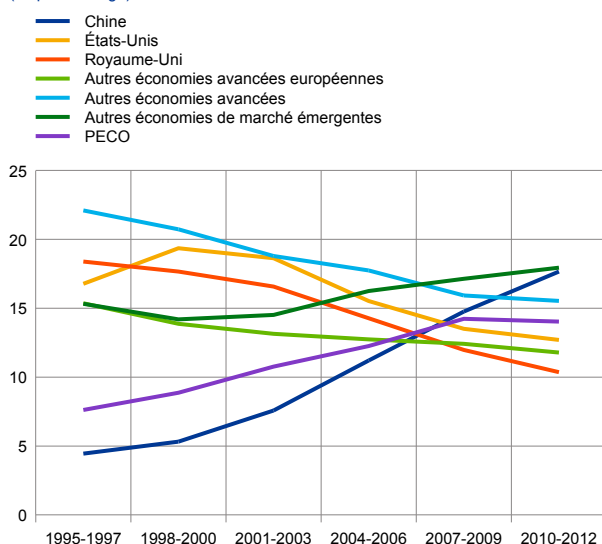
Encadré 5

La révision des pondérations commerciales pour les taux de change effectifs de l'euro reflète l'importance croissante des économies de marché émergentes

La BCE a récemment mis à jour les pondérations commerciales servant de base au calcul des taux de change effectifs (TCE) de l'euro. Cette opération est réalisée tous les trois ans afin de rendre régulièrement compte des évolutions à moyen terme de la structure des échanges de produits manufacturés de la zone euro ¹. Au cours de l'exercice le plus récent, conduit en août 2015, les pondérations commerciales moyennes pour la période de trois ans allant de 2010 à 2012 ont été intégrées à la série, tandis que les pondérations pour les précédentes périodes (de 1995 à 2009) ont été mises à jour pour tenir compte de la révision des données relatives aux échanges commerciaux.

Graphique A
Évolution des pondérations commerciales
du TCE-38 partenaires commerciaux

(en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : La rubrique « autres économies avancées européennes » recouvre le Danemark, la Norvège, la Suède et la Suisse ; « autres économies avancées » recouvre l'Australie, le Canada, la Corée, Hong-Kong, l'Islande, Israël, le Japon, la Nouvelle-Zélande, Singapour et Taïwan ; « PECO » recouvre la Bulgarie, la Croatie, la Hongrie, la Pologne, la Roumanie et la République tchèque ; et « autres économies de marché émergentes » recouvre l'Afrique du Sud, l'Algérie, l'Argentine, le Brésil, le Chili, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, le Maroc, le Mexique, les Philippines, la Russie, la Thaïlande, la Turquie et le Venezuela.

La série mise à jour et révisée fait apparaître un accroissement continu de l'importance des économies de marché émergentes, notamment de la Chine, comme partenaires commerciaux de la zone euro (cf. graphique A et tableau).

Le poids de la Chine dans un panier constitué de 38 partenaires commerciaux parmi les plus importants de la zone euro (groupe TCE-38), qui s'établissait à quelque 4 % au cours de la période 1995-1997, a encore augmenté, passant de 15 % environ au cours de la période 2007-2009 à quelque 18 % au cours de la période 2010-2012. L'importance des autres économies émergentes en tant que partenaires commerciaux de la zone euro s'est également accrue, mais à un rythme plus modéré, la Turquie, la Russie et l'Indonésie enregistrant les plus importantes progressions.

À l'inverse, les pondérations commerciales des économies avancées dans le groupe TCE-38 ont reculé sur la même période. En 1995, les deux principaux partenaires commerciaux de la zone euro étaient le Royaume-Uni et les États-Unis, avec des pondérations

¹ Pour un aperçu de la méthodologie utilisée dans le calcul des TCE de l'euro, cf. M. Schmitz, M. De Clercq, M. Fidora, B. Lauro et C. Pinheiro, *Revisiting the effective exchange rates of the euro, Occasional Paper Series*, n° 134, BCE, 2012.

Pondérations commerciales du TCE-38 partenaires commerciaux

(en pourcentage)

Pays	1995-1997	1998-2000	2001-2003	2004-2006	2007-2009	2010-2012	Variations 2010-2012 par rapport à 1995-1997
Chine	4,4	5,3	7,6	11,2	14,8	17,7	13,2
États-Unis	16,8	19,4	18,7	15,5	13,5	12,7	- 4,1
Royaume-Uni	18,4	17,7	16,6	14,3	12,0	10,3	- 8,1
Suisse	6,7	6,0	5,8	5,4	5,3	5,5	- 1,2
Japon	9,6	8,8	7,6	6,7	5,7	5,3	- 4,3
Pologne	2,4	2,8	3,3	4,0	5,0	5,1	2,7
République tchèque	2,2	2,4	3,0	3,4	4,1	4,1	1,9
Suède	4,8	4,4	3,9	4,1	3,9	3,6	- 1,2
Russie	2,5	1,8	2,2	3,0	3,5	3,5	1,0
Turquie	2,2	2,2	2,3	3,0	3,1	3,3	1,1
Corée	2,9	2,7	2,8	3,2	3,2	3,2	0,3
Indonésie	1,5	1,3	1,5	1,8	2,1	2,4	1,0
Hongrie	1,5	2,2	2,5	2,6	2,5	2,3	0,7
Danemark	2,6	2,3	2,3	2,2	2,1	1,7	- 0,9
Roumanie	0,7	0,8	1,1	1,4	1,6	1,7	1,0
Taïwan	2,3	2,4	2,1	1,8	1,5	1,5	- 0,8
Brésil	1,5	1,4	1,2	1,2	1,4	1,4	- 0,1
Hong-Kong	2,0	1,7	1,5	1,5	1,3	1,4	- 0,6
Mexique	0,9	1,2	1,3	1,2	1,2	1,3	0,5
Singapour	1,8	1,6	1,4	1,4	1,2	1,3	- 0,6
Canada	1,5	1,6	1,6	1,4	1,3	1,2	- 0,3
Thaïlande	1,2	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	- 0,1
Malaisie	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	- 0,2
Afrique du Sud	0,9	0,9	0,9	1,0	0,9	1,0	0,0
Norvège	1,3	1,2	1,0	1,1	1,1	1,0	- 0,3
Australie	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,0
Inde	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6	0,7	- 0,3
Israël	1,1	1,0	0,9	0,7	0,7	0,7	- 0,4
Maroc	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,0
Bulgarie	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,2
Chili	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,1
Algérie	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,1
Argentine	0,6	0,5	0,3	0,3	0,3	0,4	- 0,2
Croatie	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	- 0,2
Philippines	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	- 0,1
Venezuela	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	- 0,1
Nouvelle-Zélande	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Islande	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	0,0

Source : BCE.

Note : Les pays sont énumérés dans l'ordre de leur pondération commerciale pour la période 2010-2012.

commerciales de quelque 18 % et 17 %, respectivement. En 2012 leurs parts avaient diminué, ressortant à quelque 10 % et 13 %, respectivement.

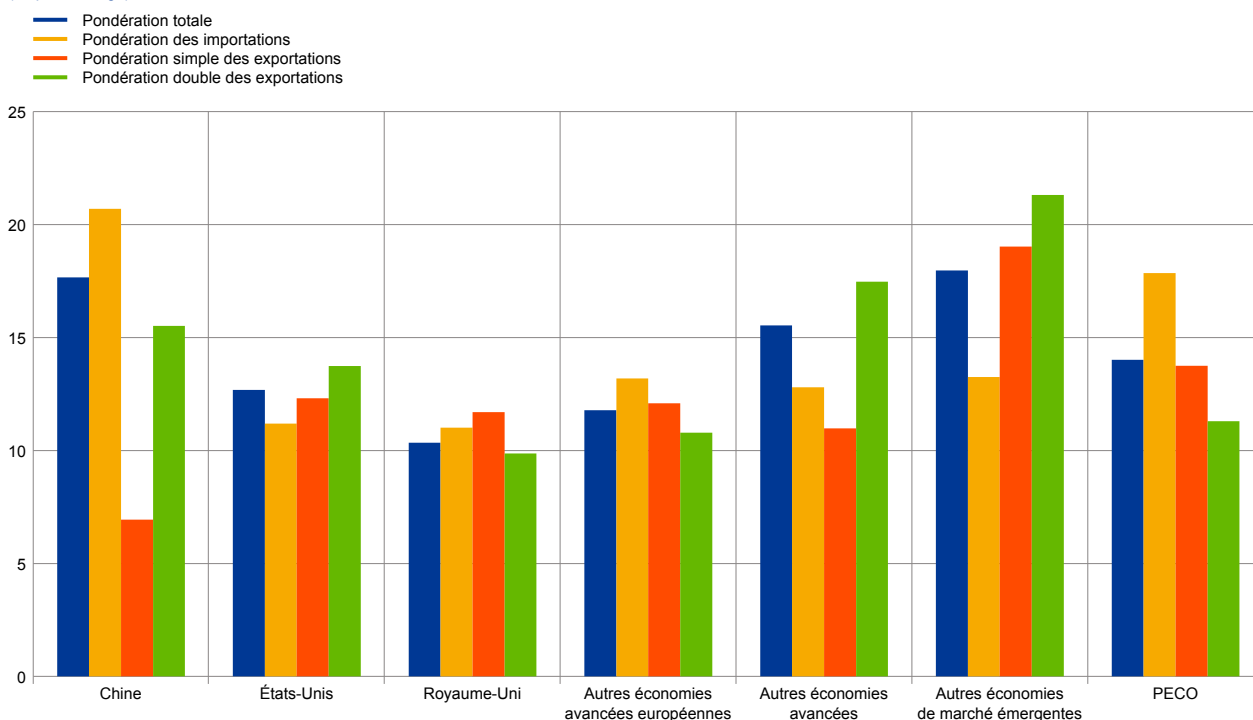
L'importance des pays d'Europe centrale et orientale (PECO) dans les échanges de la zone euro s'est également accrue, en phase avec la progression de l'intégration économique en Europe.

Depuis la période 1995-1997 le cumul des pondérations des économies d'Europe centrale et orientale est devenu supérieur à celui, par exemple, des États-Unis et du Royaume-Uni, bien qu'il soit resté stable sur la période de référence 2010-2012, à 14 % du groupe TCE-38, reflétant le ralentissement des échanges intra-européens sur la même période. En particulier, les PECO avaient une pondération de 18 % dans les importations de produits manufacturés de la zone euro, ce qui les plaçait au deuxième rang derrière la Chine et reflète leur rôle déterminant dans la contribution paneuropéenne aux chaînes de valeur mondiales.

Graphique B

Comparaison des pondérations commerciales du TCE-38 partenaires commerciaux, 2010-2012

(en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Les pondérations simples des exportations représentent les parts de chaque pays ou groupe de pays dans les exportations de produits manufacturés de la zone euro. Les pondérations doubles des exportations montrent la concurrence que les producteurs de la zone et les exportateurs des pays tiers font subir aux exportateurs de la zone euro sur les marchés étrangers.

La position de la Chine comme principal partenaire commercial de la zone euro résulte essentiellement de son importance au titre des importations et de la concurrence des pays tiers (cf. graphique B).

La Chine est devenue la principale source pour les importations de produits manufacturés de la zone euro, avec une part de 21 % sur la période 2010-2012. Du côté des exportations, pour prendre également en compte la concurrence que les exportateurs basés dans des pays tiers font subir aux entreprises de la zone euro sur les marchés étrangers, les pondérations commerciales globales sont corrigées à l'aide de la « double pondération ». En particulier, en raison de l'importance de la Chine et de certaines autres économies avancées et émergentes comme concurrentes des exportateurs de la zone euro, cette correction se traduit par une forte augmentation de leurs pondérations commerciales au-delà des niveaux qu'impliquent les liens directs au titre des exportations. Dans le cas de la Chine, la pondération « double » des exportations ressort à 16 %, à rapprocher d'une pondération simple de 7 %, sur la période 2010-2012.

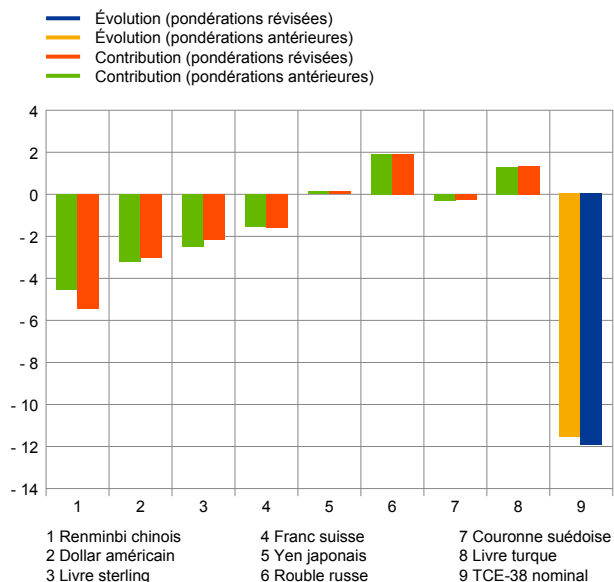
À l'aide du dispositif de pondération révisé, il ressort que la dépréciation de l'euro, en termes effectifs nominaux et réels, a été légèrement plus sensible que précédemment indiqué depuis 2010.

Entre début 2010 et fin juillet 2015 le TCE nominal quotidien, après mise à jour, de l'euro vis-à-vis du TCE-38 partenaires commerciaux s'est déprécié de 12,0 %, contre 11,6 % sur la base du précédent indicateur. La révision est due essentiellement à l'accroissement de

Graphique C

Contributions à l'évolution du TCE-38 nominal depuis 2010

(en pourcentage ; en point de pourcentage)



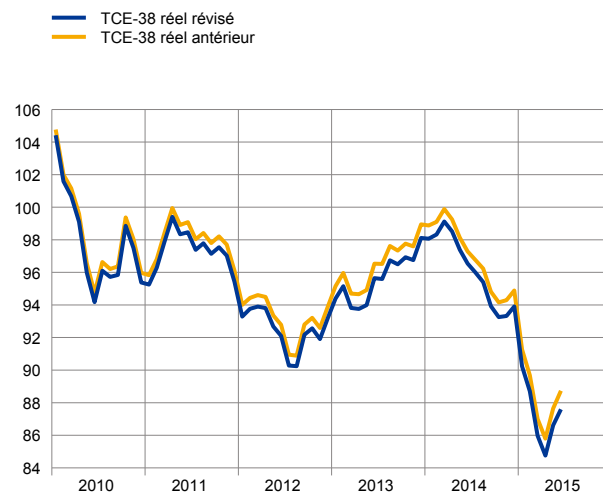
Source : BCE.

Notes : Une valeur négative indique une dépréciation de l'euro, tandis qu'une valeur positive dénote une appréciation de la monnaie unique. Le graphique couvre la période du 1^{er} janvier 2010 au 31 juillet 2015.

Graphique D

TCE-38 réel antérieur et révisé

(déflaté de l'IPC ; indice : T1 1999 = 100)



Source : BCE.

Note : Une baisse indique une dépréciation de l'euro, tandis qu'une hausse dénote une appréciation de la monnaie unique.

la pondération commerciale du renminbi chinois (cf. graphique C). L'amélioration de la compétitivité-prix de la zone euro depuis début 2010, comme en atteste la dépréciation en termes réels de l'euro, était elle aussi légèrement plus importante d'après les indicateurs mis à jour. Entre début 2010 et juin 2015 le TCE réel-38 déflaté de l'IPC et mis à jour a reculé de 16,1 %, tandis que l'indice antérieur a diminué de 15,3 % (cf. graphique D).

Encadré 6

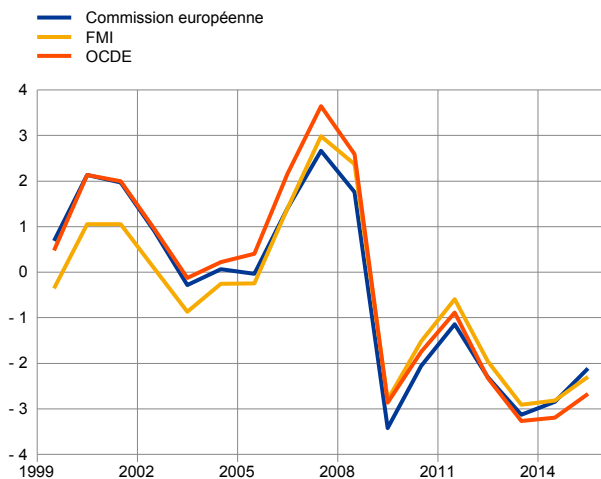
Une mesure de la sous-utilisation des capacités productives dans la zone euro fondée sur des enquêtes

Les mesures de la sous-utilisation des capacités productives, telles que l'écart de production, constituent un élément important de l'analyse de la politique économique, car elles représentent l'interaction entre la demande et l'offre. Cependant, cette grandeur est non observée et doit être estimée. En effet, les estimations relatives aux capacités inutilisées sont très incertaines, sujettes à révisions et nécessitent par conséquent d'être interprétées avec prudence ¹. Cet encadré présente un outil qui utilise les informations relatives à la demande issues d'indicateurs tirés d'enquêtes disponibles pour estimer la sous-utilisation des capacités productives dans l'économie. La mesure décrite tend à être moins fréquemment révisée et peut donc compléter les estimations de l'écart de production établies à partir de modèles structurels.

Graphique A

Estimations de l'écart de production dans la zone euro

(parts du PIB potentiel en pourcentage)



Sources : Prévisions économiques du printemps 2015 de la Commission européenne, Perspectives de l'économie mondiale du FMI, avril 2015 et Perspectives économiques de l'OCDE, mai 2015.

Il existe plusieurs méthodes pour évaluer le degré de capacités productives inutilisées dans l'économie.

Les estimations fondées sur une fonction de production présentent l'avantage d'être conformes à la théorie économique et peuvent expliquer les évolutions du PIB potentiel *via* ses composantes (travail, capital et productivité globale des facteurs). La Commission européenne ² et l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) ³ établissent des estimations de ce type, tandis que le Fonds monétaire international (FMI) utilise différentes approches en fonction du pays évalué. Le graphique A retrace les estimations récentes réalisées par ces institutions pour la zone euro. L'écart de production dans la zone euro se situerait entre - 2,1 % et - 2,7 % en 2015, ce qui suggère qu'il subsiste un volume important de capacités productives inutilisées. Toutefois, de telles estimations présentent

¹ Cf., par exemple, l'encadré intitulé *Données récentes sur l'incertitude qui entoure les estimations en temps réel de l'écart de production dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de novembre 2011.

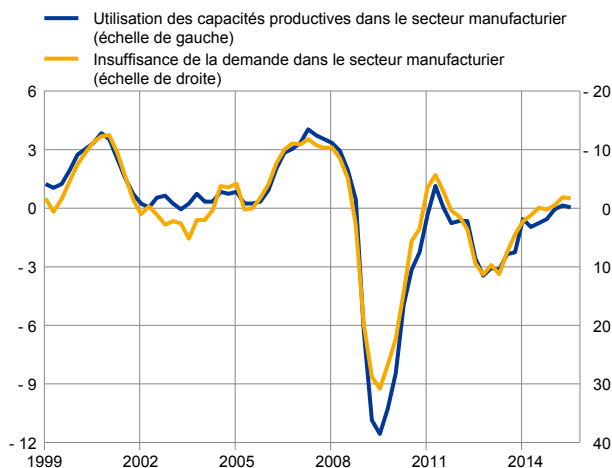
² Cf. K. Havik et al., *The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps*, *European Economy – Economic Papers*, n° 535, Commission européenne, novembre 2014.

³ Cf. P. O. Beffy et al., *New OECD methods for supply-side and medium-term assessment: a capital services approach*, *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 482, OCDE, juillet 2006.

Graphique B

Utilisation des capacités productives et demande limitant la production dans le secteur manufacturier

(écarts par rapport à la moyenne historique en points de pourcentage)

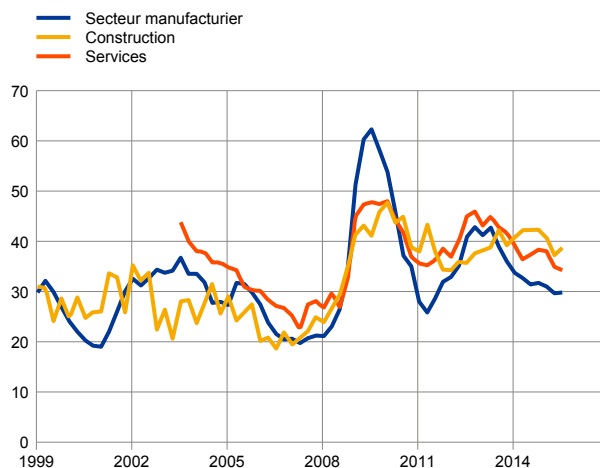


Source : Commission européenne.

Graphique C

Insuffisance de la demande limitant la production

(parts du total des réponses en pourcentage)



Source : Commission européenne.

l'inconvénient d'être sujettes à d'importantes révisions, liées à des modifications des données, des paramètres et de la configuration du modèle ⁴.

Pour évaluer le volume de capacités inutilisées, les économistes s'intéressent également aux enquêtes, telles que l'utilisation des capacités productives dans le secteur manufacturier ou le degré perçu d'insuffisance de la demande en tant que contrainte pesant sur les entreprises. Ces enquêtes présentent l'avantage d'être moins fréquemment révisées, enregistrant ainsi une meilleure performance en temps réel, et sont connues pour mieux identifier les points d'inflexion du cycle. Les indicateurs tirés d'enquêtes sont en outre publiés rapidement après la période de référence. Toutefois, les mesures tirées d'enquêtes fondées sur le secteur manufacturier ne rendent compte que de moins d'un cinquième de l'économie et ne prennent pas en considération le développement d'une situation de sous-emploi sur le marché du travail. Les enquêtes relatives à l'utilisation des capacités productives ou à l'insuffisance de la demande dans le secteur manufacturier indiquent que, mi-2015, la sous-utilisation des capacités est proche de sa moyenne historique dans la zone euro (cf. graphique B).

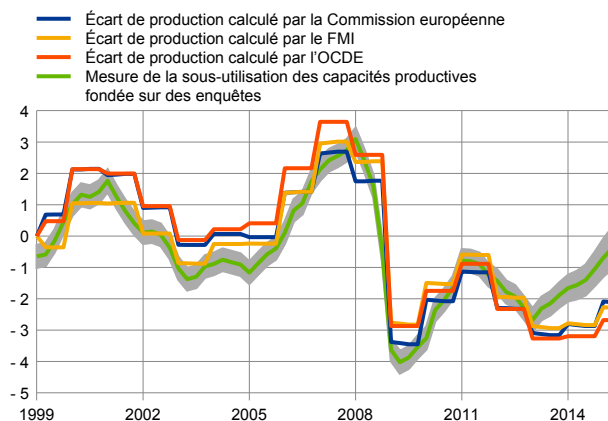
Une nouvelle mesure de la sous-utilisation des capacités productives fondée sur des enquêtes établit un lien entre les résultats de l'enquête sur les facteurs limitant la production de la Commission européenne et la dynamique du PIB. Dans le cadre de cette enquête, des responsables sont interrogés sur les principaux facteurs limitant actuellement leur production. La réponse « insuffisance de la demande limitant la production » a été sélectionnée comme indicateur de la sous-utilisation des capacités productives pour le modèle. L'indicateur tiré de l'enquête, qui combine des informations relatives au secteur manufacturier, au secteur de la construction et aux services lorsqu'elles sont disponibles (cf. graphique C),

⁴ Concernant les révisions et l'incertitude relatives aux estimations établies par les institutions internationales, cf. section 2.2 de R. Anderton *et al.*, *Potential output from a euro area perspective*, *Occasional Paper Series*, n° 156, BCE, novembre 2014.

Graphique D

Sous-utilisation des capacités productives dans la zone euro

(écart par rapport à la tendance en points de pourcentage)

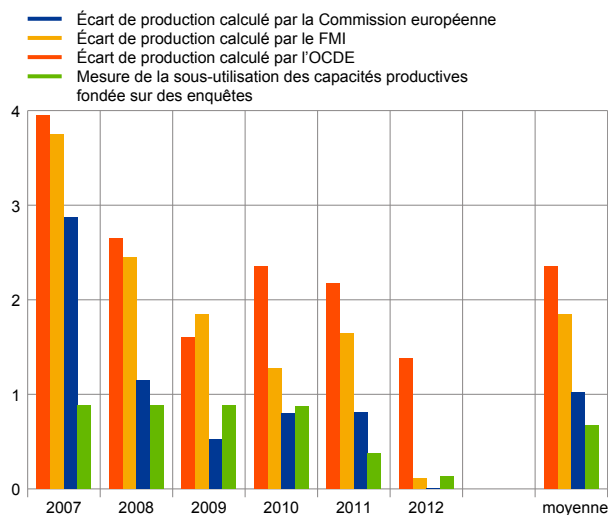


Sources : Calculs des services de la BCE, Prévisions économiques du printemps 2015 de la Commission européenne, Perspectives de l'économie mondiale du FMI, avril 2015 et Perspectives économiques de l'OCDE, mai 2015.
Note : La zone en gris représente la marge d'incertitude relative de l'écart-type de +/- 2 autour de la mesure fondée sur des enquêtes.

Graphique E

Révisions des estimations de la sous-utilisation des capacités productives

(points de pourcentage)



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

est utilisé dans un modèle bivarié à composantes non observées. Dans ce modèle, la production effective est égale à la somme de la production tendancielle (non observée) et de la mesure de la sous-utilisation des capacités productives. Le taux de croissance de la production tendancielle est modélisé sous la forme d'une marche aléatoire et le sous-emploi des capacités est déterminé par les évolutions de l'indicateur tiré d'enquêtes agrégé.

Sur l'essentiel de la période qui s'est écoulée depuis 1999, la mesure fondée sur des enquêtes fournit une estimation de la sous-utilisation des capacités productives similaire aux dernières estimations établies par la Commission européenne, l'OCDE et le FMI. Toutefois, d'après cette mesure, le volume de capacités inutilisées pour la période 2014-2015 diminue relativement rapidement. En conséquence, le volume de capacités inutilisées déterminé d'après cette mesure est actuellement plus faible que celui estimé par les institutions internationales (cf. graphique D). Comme la mesure fondée sur des enquêtes s'appuie sur des informations issues des évaluations de l'insuffisance de la demande limitant la production établies par les entreprises, le recul du sous-emploi des capacités productives pourrait indiquer que la croissance observée dans la zone euro depuis 2014 reflète une amélioration de la demande plutôt que des conditions de l'offre.

La question de l'enquête relative à l'« insuffisance de la demande limitant la production » contribue à mettre en évidence les évolutions de la sous-utilisation des capacités productives dans le modèle, ce qui entraîne également des révisions plus faibles. Les estimations récursives montrent que, sur l'essentiel de la période 2000-2014, la mesure fondée sur des enquêtes produit des différences plus faibles entre les estimations établies en temps quasi réel et *ex post* que les estimations de l'écart de production réalisées par les institutions internationales.

L'utilisation de données historiques relatives au PIB pour élaborer des estimations en temps réel montre que, pour la période la plus volatile comprise entre 2007 et 2012, les révisions les plus faibles sont celles portant sur la mesure (annualisée) de la sous-utilisation des capacités productives fondée sur des enquêtes. Les révisions des estimations de l'écart de production calculé par la Commission européenne sont légèrement plus importantes. Les révisions les plus importantes concernent les estimations de l'OCDE et du FMI (cf. graphique E).

Au total, la mesure de la sous-utilisation des capacités productives fondée sur des enquêtes indique un volume de capacités inutilisées dans la zone euro pour 2015 inférieur aux estimations publiées par les organisations internationales. Si la mesure des capacités inutilisées ressortant de l'approche fondée sur des enquêtes est entourée d'incertitude et ne peut être ventilée entre les évolutions du travail, du capital et de la productivité globale des facteurs, elle tend cependant à être moins fréquemment révisée. Par conséquent, il pourrait être intéressant d'utiliser une telle mesure pour compléter les estimations de l'écart de production ressortant des modèles reposant sur une fonction de production.

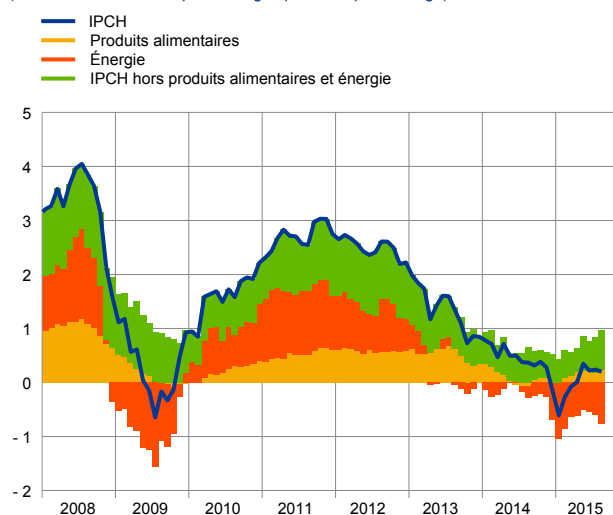
Encadré 7

Évolutions récentes des prix des produits alimentaires dans la zone euro

Graphique A

Contribution des évolutions des prix des produits alimentaires à l'inflation mesurée par l'IPCH

(variations annuelles en pourcentage ; points de pourcentage)



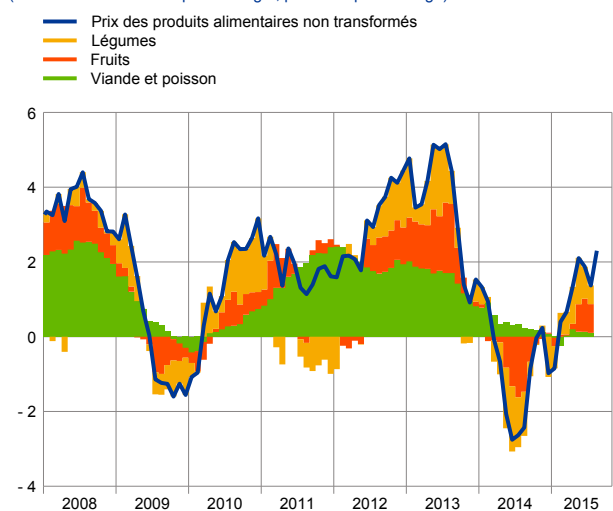
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à août 2015 (estimations rapides).

Graphique B

Variation des prix des produits alimentaires non transformés

(variations annuelles en pourcentage ; points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Aucune ventilation n'est pour l'instant disponible pour la dernière observation relative à août 2015 (estimation rapide).

Les évolutions des prix des produits alimentaires ont renforcé le profil d'évolution de l'inflation dans la zone euro, qui avait été déterminé par les prix de l'énergie au cours des derniers trimestres.

Cela s'est vérifié tant pour le recul de la contribution à l'inflation totale en 2014 que pour le rebond observé durant les premiers mois de 2015 (cf. graphique A) – un profil de recul et de rebond qui a été observé pour les prix des produits alimentaires non transformés et transformés. La variation des prix des produits alimentaires pouvant être soumise à une forte volatilité, cet encadré examine les facteurs à l'origine des récentes évolutions afin de mieux comprendre la remontée des prix.

Les récents mouvements des prix des produits alimentaires non transformés s'expliquent largement par les évolutions des prix des fruits et légumes,

qui sont à l'origine de l'essentiel de la baisse du taux de croissance annuel (de 5 % environ mi-2013 à un point bas historique de près de – 3 % mi-2014) et du retour à des taux de croissance positifs (autour de 2 % mi-2015 ; cf. graphique B). Des facteurs saisonniers jouent généralement un rôle important à cet égard. Une grande partie du recul des prix des fruits et légumes enregistré début 2014 reflète la clémence de l'hiver 2013-2014, conjuguée à la dissipation d'effets haussiers liés aux conditions météorologiques défavorables qui avaient précédemment affecté ces prix. Le retour à des taux de croissance annuels positifs au premier semestre 2015 reflète donc la relative atonie des évolutions des prix l'année précédente et des mouvements relativement prononcés en 2015 (cf. graphique C).

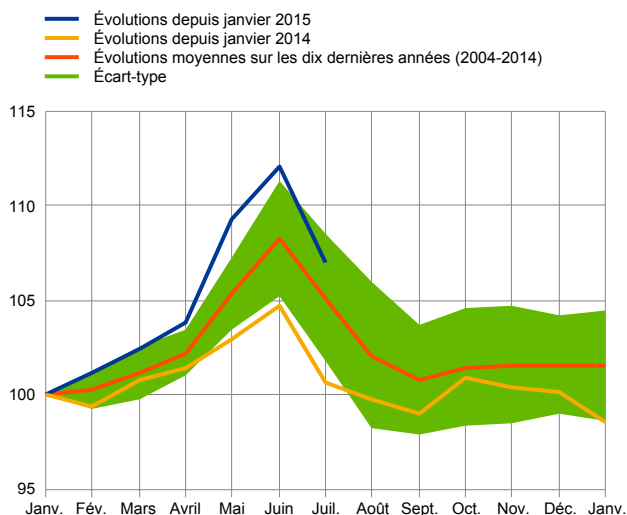
Différents facteurs expliquent les évolutions récentes des prix des produits alimentaires transformés.

Premièrement, le redressement observé début 2015 reflète en partie une contribution

Graphique C

Profil infra-annuel des prix des fruits et légumes dans la zone euro

(indice : janvier = 100)



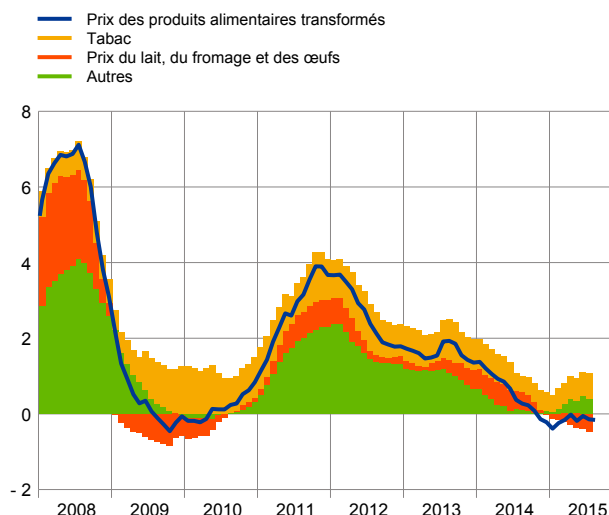
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : La zone colorée en vert indique une augmentation/diminution de +/- 1 de l'écart-type des niveaux d'indice pour chaque mois par rapport à leur niveau du mois de janvier de l'année précédente sur la période 2004-2014.

Graphique D

Variation des prix des produits alimentaires transformés

(variations annuelles en pourcentage ; points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Aucune ventilation n'est pour l'instant disponible pour la dernière observation relative à août 2015 (estimation rapide).

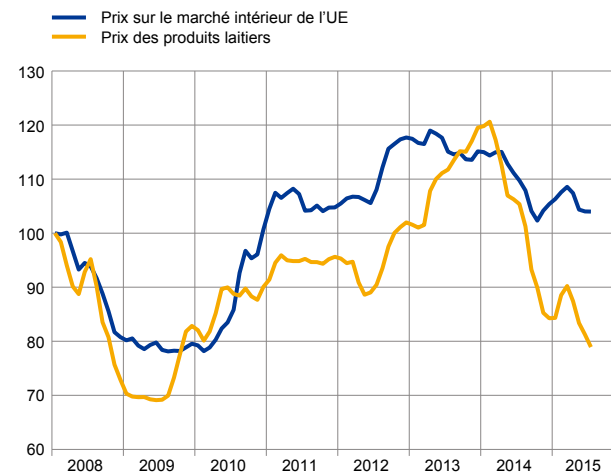
légèrement plus importante des prix du tabac, qui sont souvent soumis à l'incidence des mesures fiscales (cf. graphique D). Deuxièmement, comme les prix de l'énergie, les prix des produits alimentaires transformés peuvent être fortement influencés par les évolutions des cours internationaux des matières premières. Néanmoins, pour la zone euro, les prix à la production sur le marché intérieur de l'UE sont généralement plus pertinents que les cours internationaux des matières premières pour refléter la répercussion sur les prix à la consommation des produits alimentaires. Les prix internationaux des produits alimentaires et les prix sur le marché intérieur de l'UE

(cf. graphique E) se sont inscrits en recul à partir de 2014 et ont montré les premiers signes d'une stabilisation début 2015. Des pressions à la baisse sur les cours des matières premières ainsi que sur les prix des produits alimentaires transformés ont continué de provenir en particulier des composantes produits laitiers respectives, qui sont actuellement également soumises à des influences spécifiques. À moins de nouvelles baisses des cours des matières premières, une atténuation de ces facteurs devrait accentuer le rebond des prix des produits alimentaires transformés.

Graphique E

Évolution des prix sur le marché intérieur de l'UE

(EUR ; indice : janvier 2008 = 100; données brutes)



Sources : Commission européenne et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à juillet 2015.

La variation des prix des produits alimentaires (transformés et non transformés) est actuellement affectée par un facteur spécifique, l'interdiction russe des importations en provenance de l'Union européenne. Cette interdiction est effective depuis mi-2014 et pourrait avoir empêché un redressement plus prononcé des prix des produits alimentaires. En effet,

des indications isolées ont fait état, sur cette période, d'une incidence négative sur les prix des produits alimentaires non transformés, tels que les pommes, et sur ceux des produits alimentaires transformés, tels que les produits laitiers. Toutefois, la Commission européenne a fait face à cette situation en déclenchant des mesures de soutien aux fruits et légumes périssables, qui peuvent avoir atténué les pressions à la baisse sur les prix résultant d'une offre excédentaire de ce type de produits ¹. La prolongation de l'embargo russe et les mesures compensatrices continuent de modérer les prix des produits alimentaires non transformés.

L'expiration des quotas laitiers de l'UE en mars 2015 constitue un facteur spécifique ayant notamment affecté les prix des produits laitiers. Au cours des dernières années, en anticipation de la suppression de ces quotas, les producteurs laitiers de l'UE ont accru leur production à destination des marchés d'exportation mondiaux et ont par conséquent augmenté leur exposition aux variations de la demande mondiale. Actuellement, une concurrence accrue et l'excédent de l'offre lié à la baisse de la demande en provenance de Russie et de certaines économies émergentes pèsent sur les prix. Sans redressement de la demande mondiale, une partie de la pression à la baisse s'exerçant sur les prix des produits alimentaires pourrait ne s'atténuer que progressivement.

Au total, le renchérissement des produits alimentaires a contribué au rebond de l'inflation observé début 2015, soutenu par d'importants effets de base.

La hausse des prix des produits alimentaires est cependant demeurée plutôt faible par rapport aux précédents historiques. Des facteurs spécifiques, tels que l'interdiction russe des importations de produits alimentaires en provenance de l'UE, l'offre excédentaire de produits laitiers résultant de la suppression des quotas laitiers et une demande mondiale plus faible que prévu limitent actuellement la hausse des prix des produits alimentaires.

¹ Début août 2014, la Commission européenne a annoncé des mesures de soutien d'urgence en faveur du marché conforme à la Politique agricole commune (PAC) pour les fruits et légumes périssables, qui ont servi à acheter des fruits et légumes à 100 % du prix auprès des agriculteurs ou à les indemniser pour n'avoir pas récolté leur production. Ces mesures ont été étendues le 30 juillet 2015, pour une année supplémentaire, jusqu'au 30 juin 2016.

Encadré 8

Recommandations spécifiques à chaque pays concernant la politique budgétaire dans le cadre du Semestre européen 2015

Les 25 et 26 juin, le Conseil européen a avalisé les recommandations spécifiques à chaque pays concernant les politiques économique et budgétaire pour 26 États membres de l'UE non soumis à un programme¹.

Ces recommandations ont été adoptées par les ministres de l'Économie et des Finances le 14 juillet pour conclure officiellement le Semestre européen 2015. Les recommandations du Conseil concernant la politique budgétaire visent à garantir que les pays respectent le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) de l'UE. À cet effet, elles donnent des avis sur les actualisations apportées en 2015 aux programmes de stabilité et de convergence, que les différents gouvernements devaient soumettre au Conseil et à la Commission européenne avant mi-avril². Ces avis tiennent compte de la communication de la Commission sur la flexibilité dans le cadre du PSC, qui a été publiée en janvier de cette année³. S'agissant du travail de suivi, les recommandations spécifiques à chaque pays concernant la politique budgétaire émises dans le cadre du Semestre européen 2015 devront se refléter dans les projets de plans budgétaires pour 2016, que les différents pays doivent soumettre à l'Eurogroupe et au Conseil avant mi-octobre. Dans ce contexte, le présent encadré examine les recommandations concernant la politique budgétaire qui ont été adressées aux 17 pays de la zone euro ayant participé au Semestre européen 2015 et détermine leurs implications pour leurs projets de plans budgétaires pour 2016.

Les recommandations du Conseil européen spécifiques à chaque pays déterminent les risques de non-respect des exigences du PSC relatives à l'effort structurel dans 12 des 17 pays de la zone euro examinés. Au total, bien que les cinq pays de la zone euro non soumis à un programme (l'Irlande, le Portugal, la Slovaquie, l'Espagne et la France) qui sont actuellement soumis à une procédure concernant les déficits excessifs (PDE) soient invités à fournir, en moyenne, des efforts structurels équivalant à 0,7 et 0,9 % du PIB en 2015 et 2016, respectivement, pour assurer la conformité avec le PSC, les valeurs moyennes dans un « scénario de politiques inchangées » devraient en réalité s'avérer légèrement

¹ Sont compris tous les États membres de l'UE, à l'exception de Chypre et de la Grèce.

² Ces programmes esquisser les programmes budgétaires des gouvernements pour au moins l'année en cours et les trois années à venir. Pour un aperçu, cf. Commission européenne, « The 2015 Stability and Convergence Programmes – An overview », *Institutional Paper*, n° 2, juillet 2015, Bruxelles.

³ Le 13 janvier, la Commission européenne a publié une communication intitulée « Utiliser au mieux la flexibilité offerte par les règles existantes du Pacte de stabilité et de croissance » (http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/2015-01-13_communication_sgp_flexibility_guidelines_en.pdf). Cf. également l'encadré intitulé « La flexibilité dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance », *Bulletin économique*, n° 1, 2015.

négligentes pour ces deux années⁴. Les 12 pays de la zone euro soumis au volet préventif du PSC doivent quant à eux progresser vers leurs objectifs budgétaires à moyen terme avec des efforts structurels s'établissant globalement à 0,2 % du PIB sur la période 2015-2016, mais les chiffres relatifs à cette période devraient s'avérer légèrement négatifs⁵. Les recommandations en matière de politique budgétaire appellent donc huit États membres (la Belgique, l'Estonie, l'Italie, la Lettonie, la Lituanie, Malte, l'Autriche et la Finlande) à fournir des efforts structurels conformes au volet préventif du PSC. Deux États membres (la Belgique et l'Italie) sont également confrontés à des retards importants en matière d'assainissement

⁴ Dans le cadre du volet correctif du PSC, le Conseil a levé la procédure de déficit excessif de Malte en 2014. Dans le même temps, il a décidé de ne pas lancer de PDE à l'encontre de la Finlande, bien que l'on s'attende à ce que le dépassement de la valeur de référence de 3 % du PIB en 2014 ne soit pas temporaire, dans la mesure où le déficit ne devrait pas revenir à un niveau inférieur à la valeur de référence avant 2016.

⁵ Cf. également l'encadré intitulé « L'efficacité de l'objectif budgétaire à moyen terme comme point d'ancrage des politiques budgétaires », *Bulletin économique*, n° 4, Francfort.

Tableau

Évolutions budgétaires propres à chaque pays en 2015 et en 2016

Pays		Exigence du PSC (modification du solde structurel en pourcentage du PIB – en cas de non-conformité avec l'objectif budgétaire à moyen terme)		Prévisions de printemps 2015 de la Commission européenne (modification du solde structurel en pourcentage du PIB)		Retard annuel en matière d'assainissement (différence entre les prévisions de printemps 2015 de la Commission européenne et l'exigence – en cas de non-conformité avec l'objectif budgétaire à moyen terme)		Pour mémoire : modification des paiements d'intérêts en pourcentage du PIB entre 2014 et 2016 (prévisions de printemps 2015 de la Commission européenne)
		2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015-2016 (cumulés)
Volet préventif								
	Belgique	0,6	0,6	0,5	0,2	- 0,1	- 0,4	- 0,4
	Allemagne	à l'objectif	à l'objectif	- 0,2	- 0,3	à l'objectif	à l'objectif	- 0,3
	Estonie	- 0,2	0,4	- 0,5	- 0,3	- 0,4	- 0,7	0,0
	Italie	0,25	0,1	0,3	- 0,2	0,0	- 0,3	- 0,4
	Lettonie	- 0,4	0,3	- 0,3	- 0,3	0,1	- 0,6	- 0,2
	Lituanie	0,2	0,5	- 0,7	0,7	- 0,9	0,2	- 0,2
	Luxembourg	à l'objectif	à l'objectif	- 1,0	- 0,2	à l'objectif	à l'objectif	0,0
	Malte	0,6	0,6	0,5	0,6	- 0,1	0,0	- 0,3
	Pays-Bas	à l'objectif	à l'objectif	- 0,1	- 0,1	à l'objectif	à l'objectif	- 0,1
	Autriche	- 0,06	0,3	- 0,4	- 0,6	- 0,3	- 0,8	- 0,1
	Slovaquie	0,0	0,25	0,2	0,0	0,2	- 0,2	- 0,4
	Finlande	0,1	0,5	- 0,2	- 0,4	- 0,3	- 0,9	- 0,1
Volet correctif (PDE)								
Échéance de la PDE	2015 Irlande *	1,9	0,6	0,5	0,3	- 1,4	- 0,3	- 0,6
	Portugal *	0,5	0,6	- 0,8	- 0,6	- 1,3	- 1,2	- 0,4
	Slovenie *	0,5	0,6	0,1	- 0,5	- 0,4	- 1,1	- 0,3
	2016 Espagne	0,8	1,2	- 0,4	- 0,2	- 1,2	- 1,4	- 0,3
	2017 France	0,5	0,8	0,3	0,0	- 0,2	- 0,8	- 0,1

Sources : Recommandations spécifiques à chaque pays pour 2015 (<http://www.consilium.europa.eu/fr/press/press-releases/2015/06/19-country-specific-recommendations/>) et Prévisions de printemps 2015 de la Commission européenne.

Notes : Les pays mentionnés dans le tableau incluent les pays de la zone euro qui ne sont pas soumis à un programme d'assistance financière (à savoir tous les États membres à l'exception de Chypre et de la Grèce). Les engagements relatifs à l'effort structurel dans le cadre des volets préventif et correctif du PSC sont conformes à ceux définis dans les recommandations propres à chaque pays pour 2015. L'Irlande a été soumise à une PDE avant la réforme dite « six-pack » et devrait par conséquent fournir un effort structurel annuel moyen en l'absence d'objectifs annuels. * Engagements relatifs à l'effort structurel pour 2016 applicables au titre du volet préventif, dans l'hypothèse d'une clôture de la PDE à l'échéance de 2015 comme prévu. Les engagements relatifs à l'effort structurel applicables dans le cadre du volet préventif du PSC n'englobent pas les engagements pris au titre de la règle de la dette. Les chiffres ont été arrondis, sauf lorsqu'ils font référence aux engagements pris dans le cadre du PSC.

en ce qui concerne la règle relative à la dette. L'amélioration requise du solde structurel en vertu de la règle relative à la dette en 2015 équivaut à 2,1 % du PIB pour l'Italie (résultant des insuffisances cumulées en matière d'assainissement depuis 2013) – contre une prévision des efforts structurels s'établissant à 0,3 % du PIB – et à 1,1 % du PIB pour la Belgique (découlant des insuffisances cumulées en matière d'assainissement depuis 2014) – contre une prévision des efforts structurels s'établissant à 0,5 % du PIB. Ces exigences ne se reflètent pas dans les recommandations pour l'Italie et la Belgique pour 2015, la Commission ayant conclu que le non-respect de la règle relative à la dette pouvait s'expliquer par des facteurs pertinents, tels qu'un climat économique défavorable et la mise en œuvre de réformes structurelles. Dans de nombreux pays, les charges d'intérêts ont été inférieures aux prévisions budgétaires initiales. Dans le même temps, au lieu d'utiliser les économies issues des paiements d'intérêts plus faibles que prévu pour accélérer l'ajustement du déficit, nombre d'États membres ont augmenté leurs dépenses primaires (c'est-à-dire les dépenses publiques hors paiements des intérêts) par rapport à leurs plans initiaux. Les pays confrontés à des ratios élevés de dette publique globale (la Belgique, la France, l'Italie, l'Irlande et le Portugal) sont donc incités à recourir à tous les gains dits exceptionnels, c'est-à-dire les économies réalisées grâce à des paiements d'intérêts moins élevés que prévu, pour réduire leur déficit. En outre, parmi les pays qui ont déjà atteint leur objectif budgétaire à moyen terme, l'Allemagne a été invitée à continuer à accroître son investissement public dans les infrastructures, l'éducation et la recherche, et il a été demandé aux Pays-Bas de redéployer leurs dépenses publiques au profit des investissements dans la recherche et le développement.

Le Semestre européen 2015, cinquième cycle de surveillance depuis son lancement, a suivi une approche rationalisée visant à émettre des recommandations moins nombreuses et plus ciblées.

Cette réorganisation impliquait, entre autres choses, une publication plus précoce des analyses et des recommandations de la Commission européenne, afin de favoriser le dialogue avec les États membres. Dans l'ensemble, les recommandations spécifiques à chaque pays pour 2015 reflètent de manière appropriée les risques de non-respect des règles budgétaires de l'UE par les pays, tout en épinglant les principaux domaines qui nécessitent des réformes. À cette fin, elles suivent les grandes orientations de politique budgétaire émises pour le présent Semestre européen au titre de l'examen annuel de la croissance 2015, à savoir la prise de « mesures en faveur de la responsabilité budgétaire »⁶. De manière générale, le processus du Semestre européen ne peut accroître efficacement la soutenabilité budgétaire que si les cas de non-respect des règles budgétaires de l'UE sont correctement établis et si des actions appropriées sont prises en conséquence. Dans ce contexte, le rapport des cinq présidents publié en juin⁷ propose la mise en place d'un nouveau comité budgétaire européen, qui fournirait des évaluations publiques et indépendantes de la conformité des politiques budgétaires nationales à l'égard des obligations que les pays sont tenus de respecter conformément au cadre budgétaire de l'UE.

⁶ Cf. Commission européenne, « Examen annuel de la croissance 2015 », novembre 2014, Bruxelles (http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2015/ags2015_fr.pdf).

⁷ Cf. le rapport préparé par Jean-Claude Juncker, en étroite collaboration avec Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi et Martin Schulz, intitulé « Compléter l'Union économique et monétaire européenne », 2015, Bruxelles.

Celles-ci alimenteraient ensuite les décisions prises par la Commission européenne dans le contexte du Semestre européen. Le rapport propose également un Semestre européen plus intégré, avec une participation accrue des parlements nationaux. En ce qui concerne l'avenir, à la lumière des vulnérabilités persistantes touchant les pays de la zone euro, telles qu'une dette publique élevée et des déficits structurels marqués, toute réforme potentielle du Semestre européen devrait épargner l'ambition des recommandations concernant la politique budgétaire.

Les politiques budgétaires devraient soutenir la reprise, tout en restant conformes au Pacte de stabilité et de croissance. Une mise en œuvre complète et cohérente est un élément crucial pour asseoir la confiance en notre cadre budgétaire. Les projets de plans budgétaires pour 2016 devraient dès lors clarifier la manière dont les gouvernements qui fournissent des efforts structurels ne répondant pas à leurs engagements au titre du PSC entendent suivre les recommandations spécifiques à chaque pays en vue de garantir le respect des règles budgétaires de l'UE en accélérant la résorption de leurs déficits. Dans la mesure où les rendements obligataires sont soumis à une certaine volatilité, les plans budgétaires, en particulier des pays fortement endettés, devraient tenir compte des risques liés à un revirement de l'environnement actuel de faiblesse des taux d'intérêt.

Articles

La position du cycle des prix des logements dans la zone euro

Le présent article examine la position actuelle du cycle des prix des logements dans la zone euro et la compare aux profils d'évolution sur longue période. Il ressort de cette analyse que la remontée des prix des logements dans la zone euro a été plutôt limitée jusqu'à présent et moins soutenue que la hausse habituellement observée par le passé durant la phase initiale de redressement du cycle des prix des logements. Dans le même temps, les corrections des précédentes surévaluations, conjuguées à des conditions de revenu et de financement favorables, laissent penser que la reprise en cours a de meilleures chances d'être durable que le rebond éphémère observé relativement peu de temps après la crise. Une reprise progressive et durable du cycle des prix des logements serait un soutien pour l'économie. Parallèlement, la dynamique du crédit qui l'accompagne est restée modérée jusqu'à présent, limitant l'accumulation de risques systémiques pour le système financier de la zone euro. Les nouveaux outils macroprudentiels contribuent également à atténuer de manière ciblée et détaillée les risques éventuels.

1

Introduction

Les prix des logements ont été un indicateur clé pour évaluer l'état de l'économie de la zone euro depuis la crise financière. Cela reflète l'importance générale que le secteur de l'immobilier résidentiel tend à avoir pour la succession des phases du cycle conjoncturel et leur amplitude, tout particulièrement au cours de la période qui suit une alternance de phases d'expansion et de récession. Dans de nombreux pays de la zone euro, les prix des logements avaient augmenté à un rythme excessif et atteint des niveaux intenable avant la crise, et les inévitables ajustements avaient abouti par la suite à une baisse de ces prix, au mieux à des évolutions très modérées.

Après une période d'ajustement prolongée marquée par des évolutions en dents de scie, les signes d'une remontée des prix des logements dans la zone euro sont aujourd'hui de plus en plus nombreux. Mesuré par le taux de variation annuel des prix de l'immobilier résidentiel, le cycle a atteint un point bas début 2013, avant que les taux de variation deviennent de moins en moins négatifs et entrent ensuite en territoire positif au second semestre 2014. Cette reprise ne semble pas avoir été très marquée jusqu'à présent, mais la trajectoire haussière du taux de croissance est relativement généralisée à l'ensemble des pays de la zone euro. Dans ce contexte, il est instructif d'analyser les différents facteurs qui sous-tendent la reprise naissante des prix des logements, ainsi que sa vigueur et son caractère durable pour la suite.

Il est important de comprendre la position et la nature du cycle des prix des logements du point de vue à la fois macroéconomique et de la stabilité financière.

Cela est dû à son lien avec les cycles conjoncturel et financier, les prix des logements affectant les marchés du crédit, dans la mesure où ils déterminent la valeur des garanties données par les ménages et contre lesquelles les banques peuvent octroyer des prêts. Il est intéressant de noter que le canal des garanties a montré son importance dans le cadre de la crise financière et des problèmes qui sont apparus par la suite dans le secteur bancaire de certains pays de la zone euro. À l'avenir, les évolutions des prix des logements doivent être examinées de près dans un environnement de bas niveau des taux d'intérêt, en raison des liens complexes entre prix de l'immobilier résidentiel, activité économique et dynamique du crédit.

Le présent article examine les évolutions récentes des prix des logements dans la zone euro, ainsi que les perspectives actuelles dans ce domaine, en s'attachant exclusivement à l'immobilier résidentiel sans tenir compte de l'immobilier commercial (section 2). Il compare ensuite les cycles en cours des prix des logements et du crédit avec les précédents (section 3) avant d'analyser l'interaction entre évolutions des prix des logements, économie réelle et secteur bancaire (section 4).

2 Les évolutions récentes des prix des logements et les perspectives actuelles

Les évolutions récentes des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro laissent penser qu'une étape critique a été franchie et qu'une reprise est en cours.

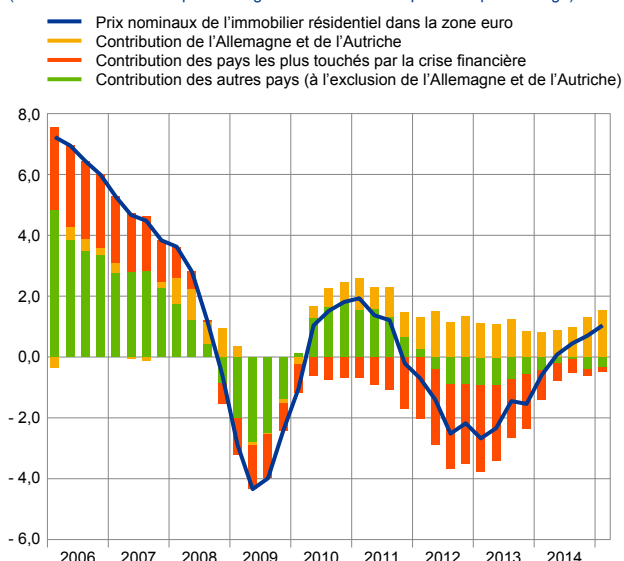
Le taux de variation annuel des prix des logements a commencé à augmenter mi-2013, devenant légèrement positif au second semestre 2014. Des signes analogues ont été observés en 2009-2010, relativement peu de temps après la crise financière, mais cette remontée n'a pu s'inscrire dans la durée en raison de la crise de la dette souveraine survenue dans la zone euro. Dans ce contexte, il est intéressant d'évaluer le caractère durable de la reprise naissante, mais encore modérée, dans l'ensemble de la zone euro, en examinant les différents facteurs qui la sous-tendent.

Premièrement, la remontée des prix des logements dans la zone euro est relativement généralisée à l'ensemble des groupes de pays. Outre des contributions toujours largement positives de l'Allemagne et de l'Autriche à la croissance des prix des logements dans la zone euro, le redressement du taux de croissance annuel observé depuis début 2013 reflète pour l'essentiel une atténuation progressive des contributions négatives des pays les plus touchés par la crise financière (Irlande, Grèce, Espagne, Italie,

Graphique 1

Prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro par groupes de pays

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



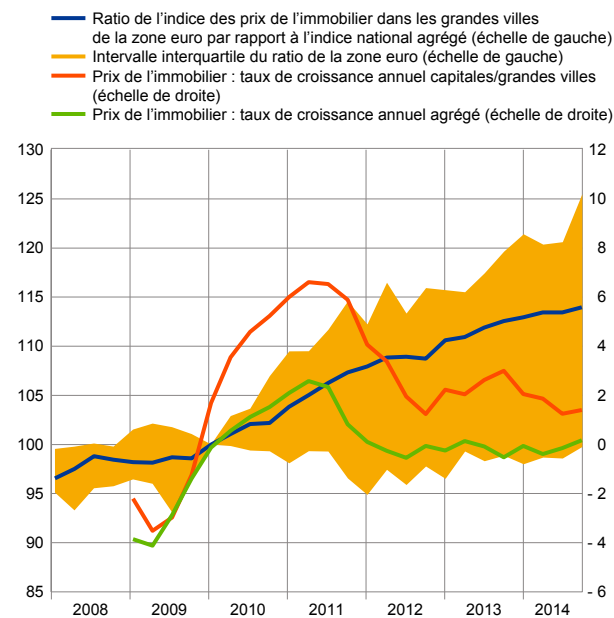
Sources : Calculs de la BCE à partir des données nationales.

Notes : Les pays les plus touchés par la crise financière sont l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, l'Italie, Chypre, le Portugal et la Slovaquie. Les dernières observations portent sur le T1 2015 pour tous les pays à l'exception de la Belgique, de la Slovaquie et de la Finlande, pour lesquels la dernière observation se rapporte au T4 2014.

Graphique 2

Prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro aux niveaux métropolitain et agrégé

(ratio T1 2010 = 100 et variations annuelles en pourcentage)



Sources : Calculs de la BCE à partir des données de la BRI et de sources nationales.

Notes : Le ratio pour la zone euro est obtenu par agrégation des ratios nationaux de l'Autriche, de la Belgique, de l'Allemagne, de l'Estonie, de l'Espagne, de la France et de l'Italie jusqu'en 2010 et également de l'Irlande, de la Slovaquie et de la Finlande depuis 2010, et à l'aide des pondérations du PIB. La zone grisée correspond à l'intervalle interquartile des ratios nationaux (du 25^e au 75^e percentile). Les couvertures et sources de données différentes peuvent expliquer les écarts par rapport aux évolutions globales des prix de l'immobilier retracées dans le graphique 1. Les dernières observations portent sur le T4 2014.

Chypre, Portugal et Slovaquie). Cela vaut également, dans une mesure légèrement moindre, pour les autres pays de la zone euro, à l'exclusion de l'Allemagne et de l'Autriche (cf. graphique 1). Ces contributions généralisées à la progression des prix des logements dans la zone euro diffèrent de celles observées au cours de la reprise de 2009-2010, les pays les plus touchés par la crise financière continuant alors d'apporter une contribution négative et la remontée des prix des logements reflétant essentiellement un fort rebond dans les autres pays.

Deuxièmement, le redressement actuel des prix des logements dans la zone euro semble être déterminé dans une moindre mesure qu'en 2009-2010 par les prix dans les zones métropolitaines.

L'agrégation d'une sélection de pays pour lesquels des données sont disponibles montre que, depuis la crise financière, les prix des logements dans les zones métropolitaines ont augmenté plus vite que dans l'ensemble de l'économie (cf. graphique 2). Il y a probablement des raisons géographiques à cela, telles que la moindre disponibilité de terrains et la moindre élasticité correspondante de l'offre de logements dans les zones métropolitaines par rapport aux zones rurales. Toutefois, cela signifie également que la dynamique des prix des logements dans les zones métropolitaines

pourrait s'accélérer plus rapidement sous l'effet du cycle économique et donner par la suite de faux signaux si celui-ci ne s'inscrit pas dans la durée. Au cours des derniers trimestres, le différentiel de croissance des prix des logements entre les zones métropolitaines et l'ensemble de l'économie est demeuré relativement stable, tandis que le rebond des prix des logements observé en 2009-2010 était caractérisé par une accélération beaucoup plus prononcée dans les zones métropolitaines, qui s'est aussi dissipée beaucoup plus rapidement par la suite. Comme pour les pays considérés individuellement, la dynamique des prix des logements dans l'ensemble de la zone euro semble également avoir été plus équilibrée récemment du point de vue géographique, offrant ainsi un meilleur point de départ pour une reprise durable qu'il y a quelques années.

Troisièmement, la reprise actuelle intervient dans un contexte où les déséquilibres antérieurs des prix des logements ont donné lieu à d'importantes corrections. Dans plusieurs pays, en particulier ceux qui ont été le plus touchés par la crise financière, les fortes hausses des prix des logements qui avaient été observées avant 2007 ont été suivies de baisses au cours de la période comprise entre 2007 et 2013, c'est-à-dire avant la reprise actuelle. Cette évolution indique une correction des déséquilibres qui s'étaient accumulés au cours de la période précédant la crise, lorsque plusieurs pays avaient enregistré une très forte hausse, à deux chiffres dans certains cas, des prix des logements (cf. graphique 3). Elle explique également pourquoi les prix des logements recommencent actuellement

Graphique 3

Croissance des prix des logements au cours des périodes antérieure et postérieure à la crise

(variations annuelles moyennes en pourcentage ; axe des abscisses : 2007-2013 ; axe des ordonnées : 2001-2007)



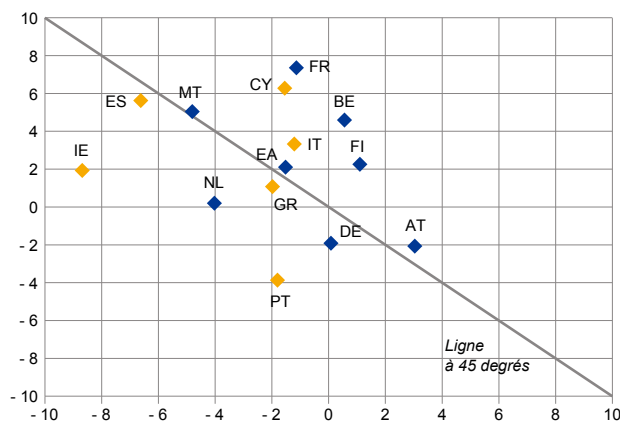
Source : Calculs de la BCE à partir des données nationales.

Note : Les pays les plus touchés par la crise financière sont l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, l'Italie, Chypre, et le Portugal, et correspondent aux points jaunes. Les données relatives à l'Estonie, à la Lettonie, à la Lituanie, au Luxembourg, à la Slovaquie et à la Slovaquie ne sont pas disponibles pour la totalité de l'échantillon. Dans le cas de Chypre, la moyenne pour la période antérieure à la crise est calculée pour la période 2002-2007.

Graphique 4

Ratios prix des logements/PIB au cours des périodes antérieure et postérieure à la crise

(variations annuelles moyennes en pourcentage ; axe des abscisses : 2007-2013 ; axe des ordonnées : 2001-2007)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Cf. graphique 3.

à augmenter plus rapidement dans certains de ces pays, comme l'Irlande et l'Espagne, dans un contexte d'amélioration macroéconomique et de conditions de financement favorables. Les pays qui ont enregistré une hausse relativement forte des prix des logements depuis 2007, en particulier récemment (comme l'Allemagne et l'Autriche), sont également ceux qui avaient connu une progression plus modérée avant 2007 et n'ont donc pas nécessité de correction par la suite. La notion de correction des déséquilibres apparaît également lorsqu'on examine les évolutions des prix des logements par rapport au revenu (mesuré en termes de PIB). Les pays qui ont enregistré les plus fortes hausses de ce ratio avant 2007 sont aussi, dans l'ensemble, ceux qui ont connu les hausses les plus faibles ou les baisses les plus prononcées au cours de la période comprise entre 2007 et 2013 (cf. graphique 4). Dans certains pays, comme l'Espagne, l'Irlande et la Grèce, les baisses ont même été plus importantes que les hausses antérieures.

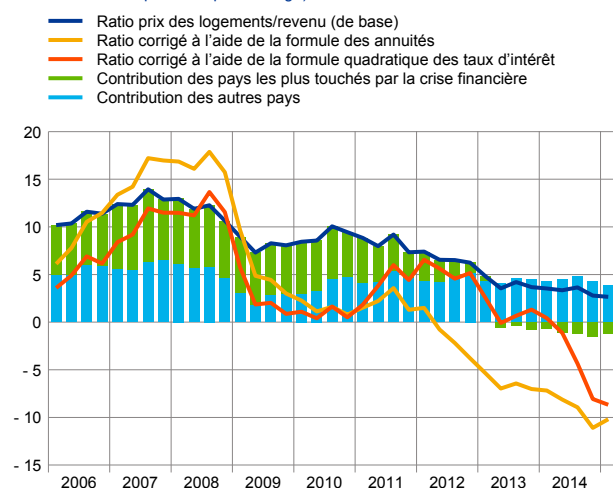
Mesurer le degré de déséquilibre des prix des logements et l'ampleur des nécessaires corrections qui en découlent est un exercice entouré d'une très grande incertitude. Il reflète l'interaction complexe entre les marchés de l'immobilier résidentiel, de la location et du crédit hypothécaire, les différentes caractéristiques structurelles de ces marchés d'un pays à l'autre, ainsi que des contraintes liées aux données et des problèmes de mesure¹. Le ratio prix des logements/revenu est un des indicateurs de valorisation disponibles et représente une mesure brute de la capacité d'achat d'un logement. Lorsque l'indicateur est supérieur à sa moyenne de long terme, les prix des logements peuvent être considérés comme surévalués, au moins pour les éventuels nouveaux acquéreurs, ce qui devrait exercer des pressions à la baisse sur les prix. Depuis 2010, le déséquilibre du ratio prix des

¹ Pour une analyse, cf. l'encadré intitulé *Statistical valuation metrics for residential property markets*, *Financial Stability Review*, BCE, mai 2015.

Graphique 5

Ratios prix des logements/revenu dans la zone euro

(écarts en points de pourcentage par rapport à la moyenne de long terme et contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Notes : La moyenne de long terme est calculée pour la période postérieure au T1 1996. Le revenu disponible par ménage est utilisé comme mesure approximative du revenu. Le taux d'intérêt correspond au taux d'intérêt moyen appliqué au prêt immobilier. La note de bas de page 2 dans le corps du texte explique les méthodes d'ajustement. Les pays les plus touchés par la crise financière sont l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, l'Italie, Chypre, le Portugal, et la Slovaquie, et leur contribution au ratio pour la zone euro apparaît en vert.

logements/revenu pour l'ensemble de la zone euro s'est progressivement résorbé. En 2014, il n'était supérieur que de 3 % environ à son niveau fondamental, indiquant que les prix des logements étaient redevenus globalement conformes aux fondamentaux, sous l'effet notamment de la dissipation des déséquilibres au sein du groupe de pays les plus touchés par la crise financière, alors qu'ils avaient connu un ajustement relativement faible entre 2007 et 2010 (cf. graphique 5). Si l'on considère que la capacité d'achat d'un logement et les prix des logements sont également déterminés par le coût du service de la dette immobilière, l'indicateur de base prix des logements/revenu peut être majoré d'un taux d'intérêt, à l'aide d'une approche fondée soit sur les annuités soit sur une régression². Ces mesures augmentées de la capacité d'achat indiquent que les prix moyens des logements pourraient même être légèrement inférieurs aux valeurs historiquement normales. Toutefois, l'accroissement de la capacité d'achat résultant du niveau actuellement bas des taux d'intérêt pourrait ne pas être totalement soutenable si la normalisation des taux d'intérêt devait se poursuivre.

Outre une situation de départ plus équilibrée qu'en 2009-2010, d'autres facteurs attestent également du caractère plus durable de la remontée des prix des logements.

L'un a trait à l'amélioration des perspectives de revenu et d'emploi pour les ménages, liée à la reprise économique en cours ; cela devrait favoriser la demande de logements et entraîner une plus forte croissance des prix des logements. Il ressort des chiffres tirés de l'enquête de la Commission européenne que les intentions des ménages d'acquiescer un logement au cours des deux prochaines années ont montré des signes d'amélioration depuis fin 2012, mais restent cependant inférieures à leur moyenne de long terme depuis 1999. Cette évolution devrait se poursuivre, les anticipations à un ou deux ans relatives à la croissance économique étant actuellement supérieures à celles de 2009-2010 et les perspectives concernant les conditions de financement demeurant favorables, dans un contexte où les mesures de politique monétaire non conventionnelles ont été conçues pour maintenir les taux d'intérêt à un bas niveau pendant un certain temps.

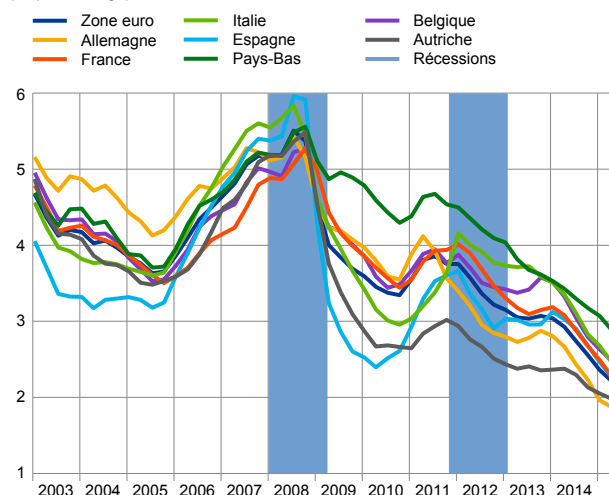
Les taux débiteurs des banques et les critères d'octroi des crédits sont devenus de plus en plus favorables au cours des derniers trimestres. Il s'agit là clairement d'un deuxième facteur de soutien : depuis la fin de la dernière récession début 2013, l'amélioration des conditions de financement et le redressement du cycle

² La mesure fondée sur les annuités majore le ratio prix des logements/revenu de la manière suivante : $r/(1-(1+r)^{-T})$ (indice de prix des logements)/(indice de revenu) où T est la durée du prêt immobilier et r le taux d'intérêt nominal du prêt. On part généralement de l'hypothèse d'un prêt d'une durée de 20 ans assorti d'un taux d'intérêt fixe. Le degré de sur/sous-évaluation est ensuite calculé sous la forme d'un écart en pourcentage du ratio majoré par rapport à sa moyenne de long terme. Les prix des logements peuvent aussi être régressés sur le revenu et sur les taux appliqués au prêt immobilier, et les résidus correspondent aux estimations de la valeur.

Graphique 6

Taux appliqués aux prêts immobiliers dans la zone euro et dans une sélection de pays

(en pourcentage)



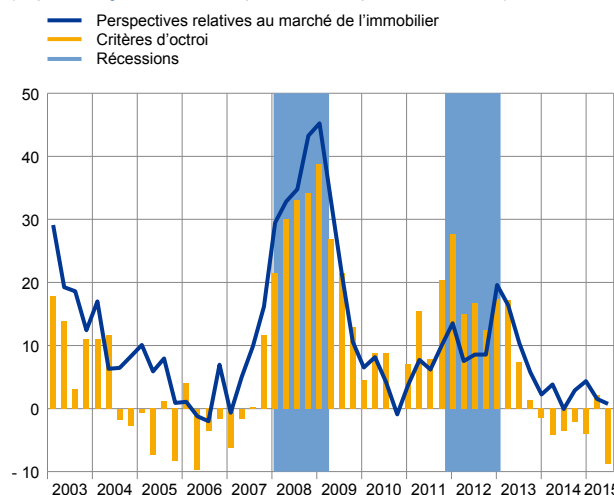
Source : BCE.

Notes : Les zones grisées correspondent aux récessions telles qu'identifiées par le CEPR *Euro Area Business Cycle Dating Committee*. Les taux correspondent aux taux débiteurs composites des prêts au logement pour différentes périodes de fixation du taux d'intérêt, pondérés d'une moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. Les observations les plus récentes portent sur le T2 2015.

Graphique 7

Critères d'octroi des prêts au logement et perspectives relatives au marché de l'immobilier

(en pourcentage net ; une valeur plus élevée indique un resserrement)



Source : Enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro.

Notes : Les zones grisées correspondent aux récessions telles qu'identifiées par le CEPR *Euro Area Business Cycle Dating Committee*. Sur trois mois rétrospectifs. Les pourcentages nets pondérés correspondent à la différence entre un resserrement et un assouplissement. Les observations les plus récentes portent sur le T3 2015.

des prix des logements ont coïncidé. En dépit d'une certaine hétérogénéité d'un pays à l'autre, les taux débiteurs appliqués aux prêts au logement dans la zone euro ont diminué de plus de 90 points de base depuis (cf. graphique 6), et le durcissement des critères d'octroi s'est atténué pour finalement laisser place à un assouplissement au cours de la même période (cf. graphique 7). L'amélioration des perspectives relatives au marché de l'immobilier résidentiel a été un élément important de l'assouplissement des critères d'octroi, laissant à penser qu'une amélioration durable de ces perspectives sous l'effet de facteurs autres que les critères d'octroi pourrait se renforcer si l'assouplissement des critères devait s'accroître. Il y a de bonnes chances que ces autres facteurs qui déterminent les critères d'octroi demeurent favorables, le durcissement des critères d'octroi en 2011-2012 résultant davantage au départ du développement de la crise de la dette souveraine – *via* l'incidence du coût de financement croissant et des contraintes de bilan exercées par la crise – que du caractère moins favorable des perspectives relatives au marché de l'immobilier résidentiel.

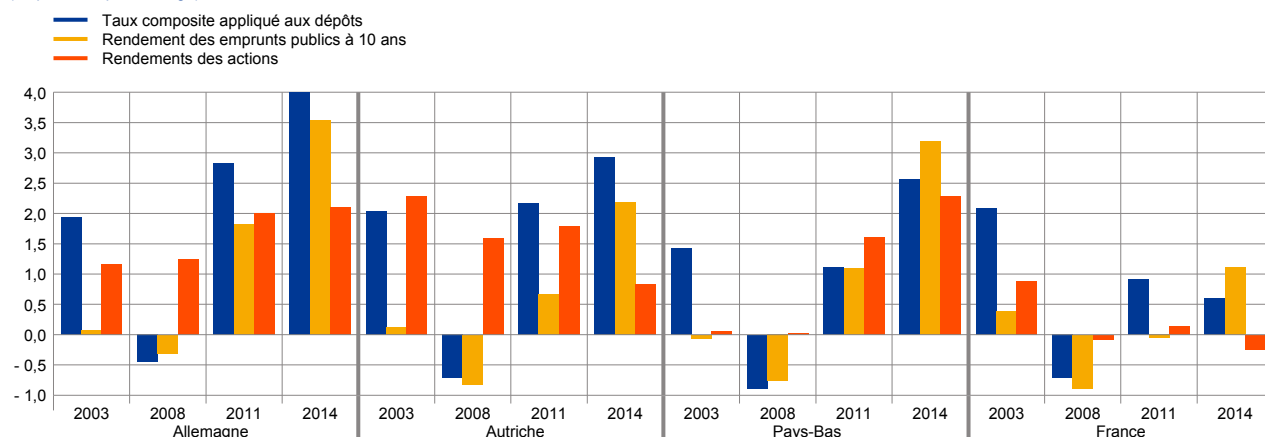
Considéré sous l'angle du placement, le niveau actuellement bas des taux d'intérêt pourrait également continuer de soutenir la demande de logements et favoriser la hausse des prix des logements.

Le logement peut être considéré non seulement comme un bien de consommation mais également comme un bien d'investissement, dont le rendement peut être évalué et comparé avec d'autres placements. Dans le contexte de taux d'intérêt actuellement bas, le logement pourrait devenir comparativement plus intéressant comme placement pour les ménages et/ou les investisseurs s'il offre un rendement attendu plus élevé, par exemple, que les dépôts bancaires, les titres tels que les obligations d'État ou les placements en actions. Des estimations du rendement des logements résidentiels sont disponibles uniquement pour une sélection de pays de la zone euro (Allemagne, Autriche,

Graphique 8

Rendements des investissements immobiliers par rapport à ceux d'autres actifs

(en points de pourcentage)



Sources : IPD, Datastream et calculs de la BCE.

Notes : Le rendement sous forme de revenu de l'immobilier résidentiel correspond au revenu net annuel à percevoir en pourcentage du capital utilisé. Le taux composite appliqué aux dépôts correspond au taux d'intérêt appliqué par les IFM aux dépôts des ménages assortis d'une échéance (durée initiale totale, couverture des contrats nouveaux).

Pays-Bas et France) et sont entourées d'une très grande incertitude³. Compte tenu du caractère naturellement vaste d'une comparaison de ce type, elle indique que les rendements annuels des logements dans ces pays ont été généralement plus élevés au cours des dernières années (en 2011 et 2014, par exemple) que les rendements nominaux à long terme des emprunts d'État, les rendements nominaux des dépôts bancaires et le rendement des marchés d'actions nationaux correspondants, et que ces écarts se sont encore creusés entre 2011 et 2014 (cf. graphique 8). Dans l'ensemble, le rendement relatif des logements ces dernières années s'est amélioré par rapport à 2008, où il était inférieur à celui des dépôts et des emprunts d'État.

3 Faits stylisés relatifs aux cycles des prix des logements dans la zone euro

L'évaluation de la position actuelle du cycle des prix des logements et des perspectives de poursuite de la reprise se fonde sur des comparaisons avec les évolutions historiques. En particulier, il est instructif d'analyser comment les cycles des prix des logements dans la zone euro ont évolué en fonction des cycles conjoncturels et du crédit, les positions de ces cycles pouvant se conditionner mutuellement. L'analyse examine les variables correspondantes (prix des logements, PIB et prêts des IFM aux ménages) en termes réels afin de tenir compte des différences de taux d'inflation moyens au cours des dernières décennies.

³ Les estimations du rendement du revenu sont tirées de la base de données *IPD Quarterly Research Database* et reflètent les portefeuilles d'immobilier résidentiel détenus par les investisseurs institutionnels. Ces portefeuilles sont investis pour l'essentiel sur le marché *prime* ou *close-to-prime*, secteur dont la dynamique est probablement différente de celle de l'ensemble du marché de l'immobilier résidentiel. En outre, d'autres catégories d'actifs se caractérisent par un degré de risque différent et une prime de risque correspondante, le rendement total de chaque catégorie d'actifs étant déterminé au final par le flux de revenu perçu (sous la forme de loyers, de dividendes et de paiements d'intérêts) augmenté de l'appréciation/dépréciation de l'actif sous-jacent, dont la présente analyse ne tient pas compte explicitement.

Le cycle des prix réels des logements est globalement aligné avec le cycle conjoncturel et le cycle du crédit.

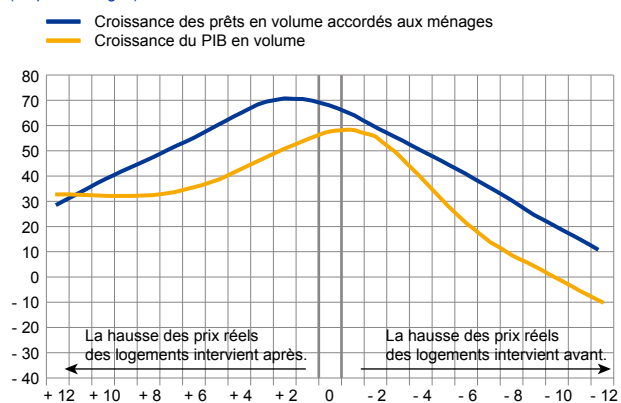
Cet alignement est résumé par la forte corrélation globale entre le cycle des prix réels des logements et les cycles d'activité et du crédit, respectivement (cf. graphique 9). La corrélation maximale entre la croissance annuelle des prix réels des logements et la croissance annuelle du PIB en volume est de 60 % environ, tandis qu'elle ressort à quelque 70 % entre la croissance annuelle des prix réels des logements et la progression annuelle des prêts en volume consentis aux ménages. Dans les deux cas, ce niveau est considéré comme indiquant une concordance globale. L'alignement des cycles est particulièrement visible lors des périodes de récession (cf. graphique 10). Toutes les récessions dans la zone euro depuis 1980 se sont accompagnées d'un ralentissement de la croissance des prix réels des logements ou même d'une croissance négative, qui ne commençait à repartir qu'une fois passé le point bas de l'activité économique réelle. Les périodes de croissance négative des prix réels des logements sont, quant à elles, généralement précédées par un ralentissement prononcé des prêts en volume, même si le taux de croissance de ces derniers est rarement devenu négatif. À la différence des périodes qui précèdent les récessions, la croissance des prêts en volume ne semble pas précéder le cycle des prix des logements lors des phases de reprise après une récession. Dans ce contexte, la reprise attendue de la croissance du PIB en volume au cours des prochains trimestres et le léger redressement récent du cycle des crédits aux ménages confirment la thèse selon laquelle le cycle des prix réels des logements devrait continuer de se redresser modérément à court et moyen terme.

Les phases de rebond du cycle des prix des logements sont, en moyenne, plus soutenues et plus durables que les phases de ralentissement. Si l'on examine dix pays de la zone euro entre le premier trimestre 1970 et le

Graphique 9

Corrélations croisées de la croissance du PIB en volume et de la croissance des prêts en volume accordés aux ménages par rapport à la hausse des prix réels des logements

(en pourcentages)



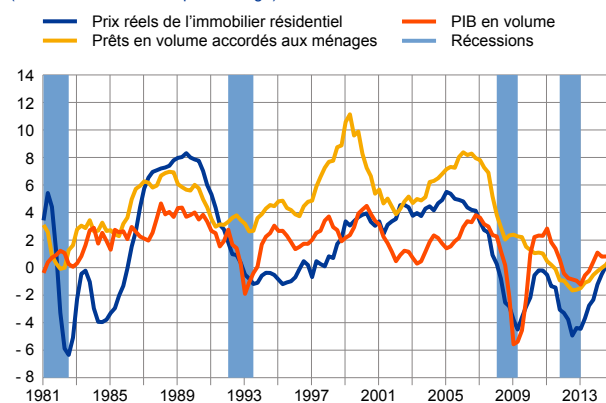
Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Notes : Corrélations entre les taux de croissance annuels de la hausse des prix réels des logements (déflatés de l'IPCH) et, respectivement, les taux de croissance annuels du PIB en volume et des prêts en volume accordés aux ménages par les IFM (déflatés de l'IPCH), en utilisant les données allant du T1 1980 au T1 2015.

Graphique 10

PIB en volume de la zone euro, prix réels des logements et prêts en volume accordés aux ménages

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et BCE.

Notes : Les prix réels des logements et les prêts en volume accordés aux ménages par les IFM sont obtenus en déflatant de l'IPCH les indices nominaux respectifs. Les zones ombrées délimitent les récessions telles qu'identifiées par le *Euro Area Business Cycle Dating Committee* du CEPR. Les observations les plus récentes se rapportent au T1 2015.

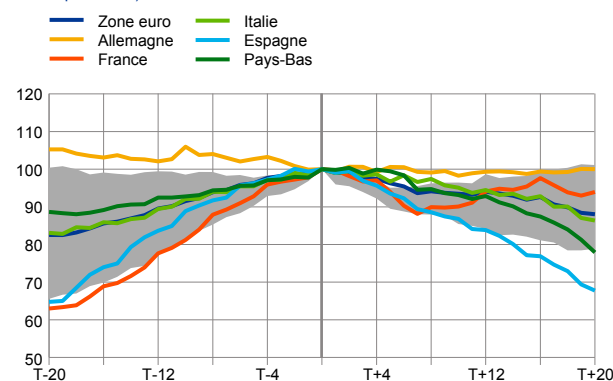
quatrième trimestre 2014 (un échantillon dicté par la disponibilité des données), on peut mettre en évidence 37 grandes phases de hausse et 43 grandes phases de baisse des prix réels des logements⁴. En moyenne, durant les grandes phases de reprises, les prix réels des logements augmentent de près de 50 % sur une période de cinq ans environ, tandis que les grandes phases de ralentissement se caractérisent par une amplitude moins forte et une durée plus courte, avec une baisse de 16 % en moyenne sur une période de trois ans environ. Parmi ces grandes phases, on trouve des épisodes manifestes de succession d'envolées et de chutes des prix qui peuvent durer plus longtemps. Les évolutions durant les grandes phases de reprise et de ralentissement peuvent servir à calculer des trajectoires de référence au regard desquelles les récents ralentissements et redressements des prix réels des logements peuvent être évalués.

La baisse des prix réels des logements dans la zone euro après 2007 a été globalement conforme aux profils d'évolution historiques. Cette évaluation peut être obtenue en comparant les évolutions des prix réels des logements dans la zone euro et dans une sélection de pays autour du pic le plus récent enregistré par les prix réels agrégés des logements dans la zone avec une trajectoire baissière de référence (cf. graphique 11). Cette trajectoire de référence est calculée en se fondant sur les épisodes historiques mentionnés ci-avant, retracés par les intervalles interquartiles des hausses et des baisses historiques (c'est-à-dire en faisant abstraction des évolutions extrêmes situées dans les quartiles supérieurs et inférieurs). La comparaison met en évidence une forte hétérogénéité entre pays pour les évolutions des prix des logements observées après le pic. La baisse a été sensiblement plus marquée dans les pays qui avaient également connu une

Graphique 11

Prix réels des logements autour du pic de 2007

(indices, normalisés à 100 au pic T, avec T=T3 2007 pour la zone euro et les pays de la zone présentés)



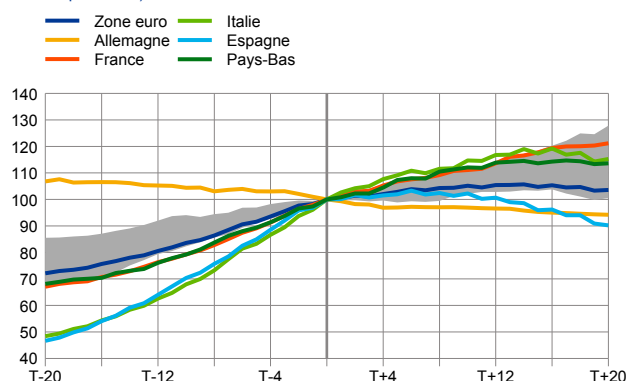
Sources : BRI, BCE, données nationales et calculs de la BCE.

Notes : La zone grise délimite l'intervalle interquartile des évolutions autour des pics pour l'échantillon considéré (T1 1970-T4 2014).

Graphique 12

Prêts en volume accordés aux ménages par les IFM autour du pic de 2007

(indices, normalisés à 100 au pic T, avec T=T3 2007 pour la zone euro et les pays de la zone présentés)



Sources : BRI, BCE, données nationales et calculs de la BCE.

Notes : La zone grise délimite l'intervalle interquartile des évolutions des prêts en volume accordés aux ménages autour des pics des prix réels des logements pour l'échantillon considéré (T1 1970-T4 2014).

⁴ L'identification des grands cycles des prix des logements s'appuie sur Claessens *et al.* : *What happens during recessions, crunches and busts?*, *Economic Policy*, vol. 24, 2009, p. 653-700. Une version trimestrielle de l'algorithme de Bry-Boschan identifie des maxima (pics) et des minima (creux) locaux pour des cycles de pic à pic ou de creux à creux qui durent au moins cinq trimestres et des phases qui durent au moins deux trimestres. Les épisodes de hausses et de baisses cycliques durables des prix réels des logements ainsi que ceux qui ont duré moins d'un an et ceux se situant dans le quartile inférieur (c'est-à-dire les épisodes caractérisés par des changements mineurs) sont exclus.

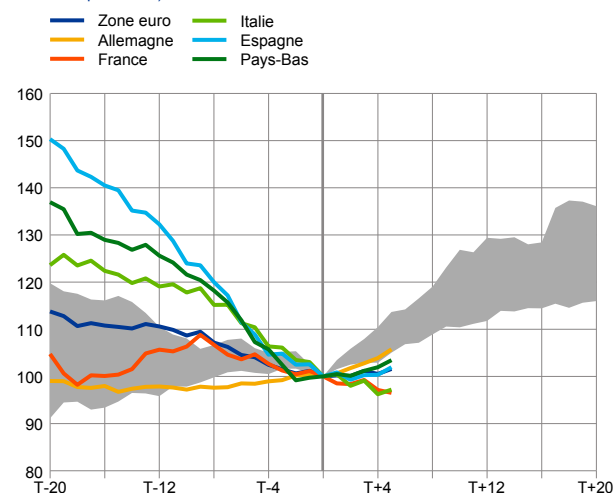
envolée des prix nettement plus marquée avant le pic (tels que l'Espagne) que dans ceux où les prix des logements avaient été beaucoup plus stables avant et après le pic (tels que l'Allemagne). En ce qui concerne le cycle du crédit, les prêts aux ménages en volume ont tendance à se stabiliser ou même à augmenter durant plusieurs trimestres après le moment où le cycle des prix réels des logements atteint son pic. Une grande hétérogénéité caractérise également le profil d'évolution des cycles des prêts aux ménages en volume par pays autour du dernier pic des prix réels des logements dans la zone euro. Dans l'ensemble, le récent ralentissement des prix réels des logements dans la zone euro étant globalement conforme aux baisses historiques, on pourrait s'attendre à ce que le redressement intervenant par la suite soit également en phase avec les rebonds observés au cours des dernières décennies.

Toutefois, le redressement actuel des prix réels des logements dans la zone euro a été légèrement plus faible que la hausse généralement observée par le passé durant la phase initiale de redressement. Cela est également le cas pour la plupart des pays de la zone euro (cf. graphique 13). De fait, depuis le dernier creux observé dans la zone euro en 2013, seuls quelques pays (tels que l'Allemagne) ont connu un rebond des prix réels des logements, tandis que dans d'autres (tels que l'Espagne et les Pays-Bas), il n'y a eu qu'une stabilisation globale suivie d'une hausse modérée des prix, ou même une poursuite de la baisse (comme en France et en Italie). Ces profils d'évolution différents reflètent plusieurs facteurs, notamment l'hétérogénéité de la position actuelle du cycle conjoncturel entre les pays et les mesures de politique économique propres à chaque pays qui affectent le marché hypothécaire et celui de l'immobilier résidentiel. En ce qui concerne le cycle du crédit, les prêts aux ménages en volume augmentent fortement tant avant qu'après le début des hausses des prix réels des logements (cf. graphique 14). Comme observé pour les hausses récentes des prix réels des logements, les dernières augmentations des prêts aux ménages en volume ont également été plus faibles que

Graphique 13

Prix réels des logements autour du creux de 2013

(indices, normalisés à 100 au creux T, avec T=T4 2013 pour la zone euro et les pays de la zone présentés)

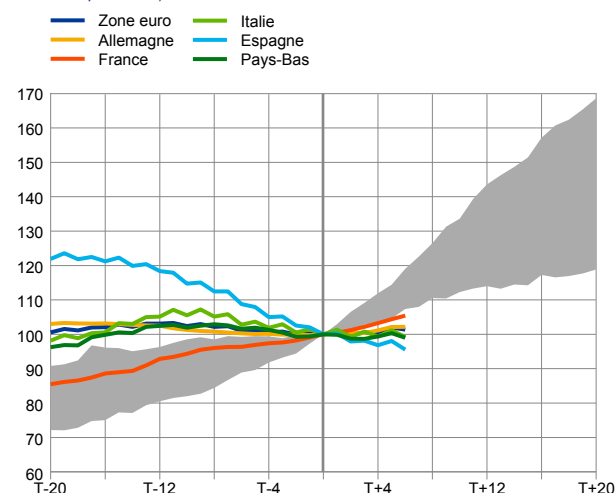


Sources : BRI, BCE, données nationales et calculs de la BCE.
Notes : La zone grise délimite l'intervalle interquartile des évolutions des prix réels des logements autour des creux pour l'échantillon considéré (T1 1970-T4 2014).

Graphique 14

Prêts en volume accordés aux ménages par les IFM autour du creux de 2013

(indices, normalisés à 100 au creux T, avec T=T4 2013 pour la zone euro et les pays de la zone présentés)



Sources : BRI, BCE, données nationales et calculs de la BCE.
Notes : La zone grise délimite l'intervalle interquartile des évolutions des prêts en volume accordés aux ménages autour des creux des prix réels des logements pour l'échantillon considéré (T1 1970-T4 2014).

lors des périodes de rebond des prix réels de l'immobilier résidentiel habituellement observées. Cela se vérifie également pour la plupart des pays de la zone euro. Ainsi, les dernières évolutions des prêts aux ménages semblent avoir seulement annoncé, jusqu'à présent, une hausse relativement modérée des prix réels des logements à court et à moyen terme.

Dans l'ensemble, l'ajustement à la baisse des prix réels des logements dans la zone euro après 2007 et leur rebond récent sont conformes aux profils d'évolution cycliques observés par le passé. Dans le même temps, ce rebond semble avoir été légèrement plus faible que la normale, ce qui peut être lié à un cycle du crédit relativement plus modéré à l'heure actuelle. Les cycles des prix des logements et du crédit dans la zone euro demeurent également hétérogènes entre les pays. Cette hétérogénéité dans la succession et la vigueur des profils d'évolution cycliques peut également refléter des différences dans les caractéristiques structurelles des marchés de l'immobilier résidentiel et hypothécaires entre les pays (cf. encadré 1).

Encadré 1

Cycles des prix des logements et caractéristiques structurelles des marchés de l'immobilier résidentiel

Les différences des évolutions conjoncturelles des prix des logements selon les pays peuvent refléter des différences de caractéristiques structurelles. Ces caractéristiques, ou des modifications de celles-ci, peuvent atténuer ou amplifier l'incidence sur les prix des logements des variations des conditions de l'offre et de la demande de logements au cours du cycle d'activité. Le présent encadré examine certaines caractéristiques structurelles présentant une importance pour les marchés de l'immobilier résidentiel dans la zone euro.

Les études empiriques indiquent différentes catégories de caractéristiques structurelles qui présentent une corrélation avec la variabilité du cycle des prix des logements⁵. Les principales catégories ont trait aux paramètres établis par les cadres budgétaires et financiers et à ceux qui régissent la réactivité de l'offre de logements aux chocs de demande. Il est cependant difficile d'évaluer l'incidence précise de ces paramètres, car elle dépend généralement de la combinaison des caractéristiques structurelles existantes.

Les exemples de caractéristiques structurelles du cadre budgétaire comprennent principalement les impôts et les subventions au logement. Par exemple, toutes choses égales par ailleurs, la hausse des taxes sur les transactions pour l'achat d'immobilier résidentiel devrait atténuer l'activité du marché du logement et aussi par conséquent le cycle des prix des logements, mais dans une moindre mesure en cas de déductibilité fiscale plus élevée des intérêts du crédit immobilier, généralement associée à l'acquisition d'un bien. Dans la moitié environ des pays de la zone euro, les paiements des intérêts des crédits immobiliers sont éligibles à un certain niveau de déductibilité fiscale ; des impôts récurrents sur l'immobilier sont perçus dans presque

⁵ Commission européenne, *House price imbalances and structural features of housing markets, Quarterly Report on the Euro Area*, vol. 10, n° 3, octobre 2011 ; et K. Tsatsaronis et H. Zhu, *Dynamique des prix immobiliers : étude sur 17 pays, Rapport trimestriel*, Banque des règlements internationaux, mars 2004.

tous les pays de la zone ⁶. Des taxes sur les transactions immobilières sont perçues dans la plupart des pays, malgré quelques exceptions telles que l'Estonie, la Slovaquie et la Lituanie. Des modifications du traitement fiscal du logement se sont produites au cours de la période la plus récente dans un certain nombre de pays, comprenant l'Espagne, l'Irlande, le Portugal, la Finlande, le Luxembourg, les Pays-Bas, l'Italie et la Grèce, qui ont tous augmenté les taux d'imposition sur l'immobilier ou réduit le niveau de déductibilité fiscale des intérêts des crédits immobiliers.

Les exemples de caractéristiques du marché immobilier ont trait aux conditions générales dans lesquelles les prêts au logement sont contractés et octroyés.

Par exemple, la hausse des ratios prêt/valeur du bien et prêt/revenu de l'emprunteur accroissent généralement la sensibilité des prix du logement aux cycles d'activité et de crédit, puisque les ménages subissent moins de contraintes de crédit et de revenu lors de l'achat de logements. Tout en reconnaissant les différents problèmes de mesure associés au ratio traditionnel prêt/valeur, les données collectées avant la crise montrent que des ratios relativement élevés étaient généralement observés aux Pays-Bas et en France, tandis qu'ils étaient faibles en Italie et en Allemagne ⁷. De même, la possibilité de l'hypothèque rechargeable risque généralement d'accentuer la réaction des prix des logements à la progression de la demande en période d'expansion, puisqu'elle tend à rendre l'investissement immobilier encore plus attractif en raison des services qu'il peut rendre sous forme de garantie lorsque les anticipations sont à la hausse des prix. Cependant, contrairement aux États-Unis, cette possibilité ne semble jusqu'à présent pas très répandue dans les pays de la zone euro.

Les exemples de caractéristiques structurelles de la réactivité de l'offre de logements ont essentiellement trait aux règlements de zonage et aux processus d'approbation des constructions.

Par exemple, l'offre de logements peut être relativement inélastique dans les régions où les conditions géographiques ou les réglementations foncières locales empêchent la transformation du foncier urbain en immobilier résidentiel. Dans ce cas, une hausse de la demande de logements entraîne, toutes choses égales par ailleurs, un accroissement des prix des logements plus important que dans les régions où ces logements supplémentaires peuvent être fournis de façon relativement rapide par rapport au processus de conversion des terrains et aux permis exigés ⁸. Ce type de caractéristique structurelle peut présenter une plus grande importance pour les zones urbaines que pour les zones rurales.

En conclusion, il existe un certain nombre de caractéristiques structurelles susceptibles d'affecter l'amplitude et le calendrier du cycle des prix des logements.

Ces caractéristiques sont demeurées suffisamment variées dans les pays de la zone euro pour expliquer l'hétérogénéité des cycles des prix des logements, même lorsque les pays sont confrontés à des conditions macroéconomiques globalement comparables.

⁶ *Tax Reforms in EU Member States 2014. Tax Policy Challenges for Economic Growth and Fiscal Sustainability, European Economy*, Commission européenne, vol. 6, 2014 ; et *Possible Reforms of Real Estate Taxation: Criteria for Successful Policies, European Economy*, Commission européenne, Études spécifiques, n° 119, octobre 2012.

⁷ *Housing finance in the euro area, Occasional Paper Series*, BCE, n° 101, mars 2009.

⁸ A. Saiz, The Geographic Determinants of Housing Supply, *The Quarterly Journal of Economics*, août 2010, p. 1253-1296 ; J. Gyourko, Housing Supply, *Annual Review of Economics*, septembre 2009, p. 295-318 ; D. Andrews, Real House Prices in OECD Countries. The Role of Demand Shocks and Structural and Policy Factors, Organisation de Coopération et de Développement Économiques, *série de documents de travail*, n° 831 ; P. Catte, N. Girouard, R. Price et C. André, The Contribution of Housing Markets to Cyclical Resilience, Organisation de Coopération et de Développement Économiques, *Études économiques*, vol. 38, 2004/1 ; et E. Glaeser, J. Gyourko et A. Saiz, Housing Supply and Housing Bubbles, *Journal of Urban Economics*, septembre 2008, p. 198-217.

Les implications des évolutions des prix des logements sur la situation macroéconomique et la stabilité financière

Une reprise des prix des logements peut avoir des conséquences tant pour les évolutions macroéconomiques que pour la stabilité financière⁹. Cette situation reflète les liens intrinsèques d'interdépendance entre prix des logements, économie réelle et secteur financier, ainsi que les canaux multiples par lesquels les évolutions des prix des logements peuvent influencer les décisions économiques des ménages et des banques. Toutefois, la reprise actuelle des prix des logements intervenant dans un contexte de bas niveau des taux d'intérêt, il est important d'évaluer l'incidence positive sur la situation macroéconomique et le secteur financier au regard des risques potentiels associés pour la stabilité financière.

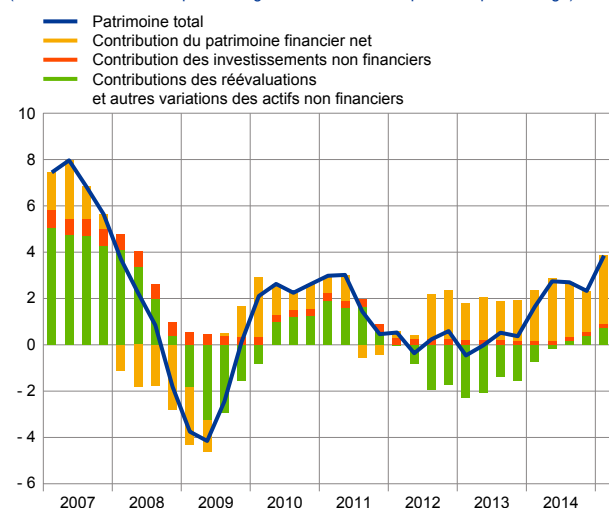
L'incidence des prix des logements sur la situation macroéconomique se fait généralement sentir via des effets de richesse et des effets liés aux garanties s'exerçant sur la consommation ainsi que par des effets incitatifs sur l'investissement dans l'immobilier résidentiel. De fait, le patrimoine immobilier dans la zone euro représente, en moyenne, 37 % du patrimoine net des ménages. Par conséquent, les variations des prix des logements ont un impact direct sur le patrimoine net des ménages au travers des plus-values/moins-values latentes sur les actifs non financiers existants, qui sont généralement la source de variation

la plus importante du patrimoine net des ménages (cf. graphique 15). Une période prolongée de hausse des prix des logements, ou l'anticipation qu'il y en aura une, peuvent être perçues par les ménages comme une augmentation permanente de leur patrimoine, ce qui pourrait ensuite entraîner une progression de la consommation via une propension à épargner moins et à emprunter plus, et ainsi une accélération de la croissance économique¹⁰. L'encadré 2 examine les incidences macroéconomiques d'un choc sur la demande de logements dans la zone euro et aux États-Unis. Au-delà des effets de richesse, les hausses des prix des logements augmentent la valeur des garanties en échange desquelles les ménages peuvent emprunter et accroissent ainsi non seulement leur propension à emprunter mais également leur capacité d'emprunt et donc, potentiellement, leurs dépenses. Du point de vue de l'investissement, la hausse des prix des logements peut entraîner une progression de la demande pour l'investissement résidentiel si la

Graphique 15

Variations du patrimoine net des ménages dans la zone euro

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



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Note : L'observation la plus récente se rapporte au T1 2015.

⁹ Cf., par exemple, *Structural factors in the EU housing markets*, BCE, 2003 ; *Housing Finance in the euro area*, Structural Issues Report, BCE, 2009 ; *House price developments in the euro area and the United States*, Bulletin mensuel, BCE, novembre 2011 ; et P. Hartmann, *Real Estate Markets and Macro prudential Policy in Europe*, Journal of Money, Credit and Banking, 2015.

¹⁰ L'ampleur de l'incidence positive des hausses des prix des logements sur la consommation est une question empirique. Toutefois, plusieurs études concluent que les effets sur la consommation exercés par le patrimoine immobilier sont plus importants que ceux exercés par le patrimoine financier et que l'incidence est plus marquée aux États-Unis que dans la zone euro.

valeur des logements neufs augmente par rapport à leurs coûts de construction (c'est-à-dire si le q de Tobin augmente pour l'investissement dans l'immobilier résidentiel), améliorant ainsi la rentabilité et l'attrait des constructions neuves. Dans ce contexte, les prix des logements, comme les autres prix d'actifs, constituent une composante potentiellement importante de la transmission de la politique monétaire, dans la mesure où les variations des taux d'intérêt et les autres mesures (non conventionnelles) de politique monétaire affectent les prix des logements, influençant ainsi la consommation privée et l'investissement résidentiel *via* les canaux précédemment évoqués.

Encadré 2

Les effets macroéconomiques des chocs de demande de logements

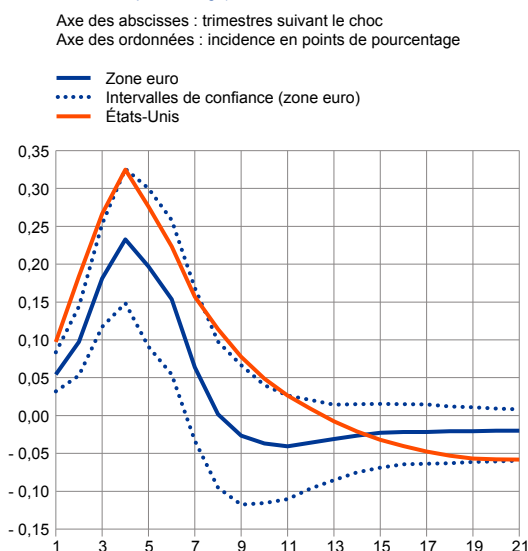
Cet encadré compare les effets macroéconomiques exercés par les prix des logements dans la zone euro et aux États-Unis¹¹. L'analyse est fondée sur un modèle vectoriel

autorégressif (VAR) qui inclut des variables macroéconomiques telles que le PIB en volume, les prix à la consommation et le taux d'intérêt à court terme, le secteur de l'immobilier résidentiel étant représenté par les prix des logements et l'investissement en volume dans l'immobilier résidentiel. Dans ce cadre, un choc sur la demande de logements est identifié en se fondant sur

Graphique

Réaction à un choc de demande de logements dans la zone euro et aux États-Unis

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Simulations de la BCE.

dans l'immobilier résidentiel en termes d'impact. Dans cette analyse, un choc est simulé en posant comme hypothèse qu'il correspond au volume d'un écart-type, c'est-à-dire le choc d'ampleur standard observé sur la période d'échantillonnage (T1 1990 – T4 2014).

Un choc sur la demande de logements entraîne une accélération de la croissance du PIB dans la zone euro durant deux ans environ.

Après un tel choc, l'incidence sur la croissance du PIB en volume s'intensifie pour atteindre un pic après quatre trimestres, à 0,25 point de pourcentage environ. L'effet s'atténue ensuite et se dissipe en deux ans environ (cf. graphique).

¹¹ Ces résultats sont obtenus à partir d'une version actualisée du modèle présenté dans M. Jarocinski et F. Smets, *House prices and the stance of monetary policy, Review, Federal Reserve Bank of St. Louis*, juillet 2008. Les données de cette analyse sont trimestrielles et l'échantillon couvre la période du T1 1990 au T4 2014. Quatre décalages sont introduits, comme il est d'usage avec des données trimestrielles. L'estimation est bayésienne, avec des distributions *a priori* standard pour les VAR. Le rôle des distributions *a priori* est d'améliorer les propriétés économétriques du modèle, compte tenu du fait qu'il est de taille importante par rapport à l'échantillon. Les distributions *a priori* sont établies à partir de C. Sims et T. Zha, *Bayesian Methods for Dynamic Multivariate Models, International Economic Review*, 1998. En réduisant les coefficients, ils pallient le problème du paramétrage excessif de la VAR. Une version « large » de ces distributions *a priori* est utilisée.

Les résultats pour la zone euro sont globalement conformes à d'autres résultats. Les estimations relatives aux pays industrialisés attestent que le PIB en volume réagit fortement aux chocs sur les prix des logements ¹². Les résultats pour les pays de l'OCDE ¹³ indiquent que, sur le plan économique, les chocs de demande de logements ont des impacts peu élevés mais significatifs sur le PIB en volume. Les études empiriques sur les effets macroéconomiques des chocs de demande de logements dans la zone euro sont toutefois plutôt rares par rapport aux travaux de recherche réalisés au niveau de différents pays, mais tendent à corroborer ces résultats, malgré quelques différences sur l'ampleur et le profil des réactions aux chocs.

L'économie américaine réagit aux chocs de demande de logements d'une manière similaire, mais avec une ampleur plus prononcée ¹⁴. La VAR suggère que les réactions au choc estimées pour les États-Unis exercent une incidence légèrement plus forte et plus durable que dans le cas de la zone euro. L'une des explications possibles de la différence entre la zone euro et les États-Unis a trait au canal des garanties immobilières, qui est plus important aux États-Unis. L'immobilier résidentiel y étant plus communément utilisé comme garantie des prêts aux ménages, l'emprunt est plus étroitement lié au prix des logements. Dès lors, les variations des prix des logements devraient avoir un impact plus prononcé sur les conditions d'octroi des crédits et, par conséquent, sur la consommation, l'investissement et la croissance du PIB.

Les évolutions des prix des logements en termes de patrimoine et de garanties influencent également fortement la santé du secteur financier. Cela est lié à la grande importance de l'activité de prêts liés à l'immobilier dans les bilans des banques et dans la production économique globale. Ainsi, fin 2014, les prêts liés à l'immobilier accordés aux ménages et aux sociétés non financières dans la zone euro représentaient près de 57 % du total des prêts des banques de la zone euro au secteur privé non financier, quelque 17 % du total des actifs du secteur bancaire de la zone et 53 % du PIB de la zone, les prêts au logement constituant la part la plus importante (cf. graphique 16). Les banques décident généralement du volume des prêts accordés en fonction de la capacité des emprunteurs à assurer le service de leur dette grâce à leurs revenus (ratio prêt/revenu) et de la valeur du bien immobilier utilisé en garantie pour le prêt (ratio prêt/valeur). Ainsi, les effets de richesse positifs mentionnés précédemment et les variations favorables sous-jacentes de la valeur des garanties se traduiraient par une diminution de la probabilité de défaut et des pertes en cas de défaut. Toutefois, en cas d'évolutions non soutenables des prix de l'immobilier, le secteur financier peut être amené à supporter des risques à son bilan, en particulier si les évolutions des prix des logements non seulement exercent une influence sur le volume des prêts accordés, mais conduisent également, plus généralement, à un assouplissement des critères d'octroi.

¹² Il est intéressant de noter que les effets des chocs de demande de logements ne s'intensifient pas en période d'envolée des prix de l'immobilier résidentiel. Cf. C. Goodhart et B. Hoffman, *House Prices, Money, Credit and the Macroeconomy, Working Paper Series*, BCE, n° 888, 2008. Leur analyse porte sur 17 pays industrialisés sur la base d'une VAR sur données de panel à effets fixes.

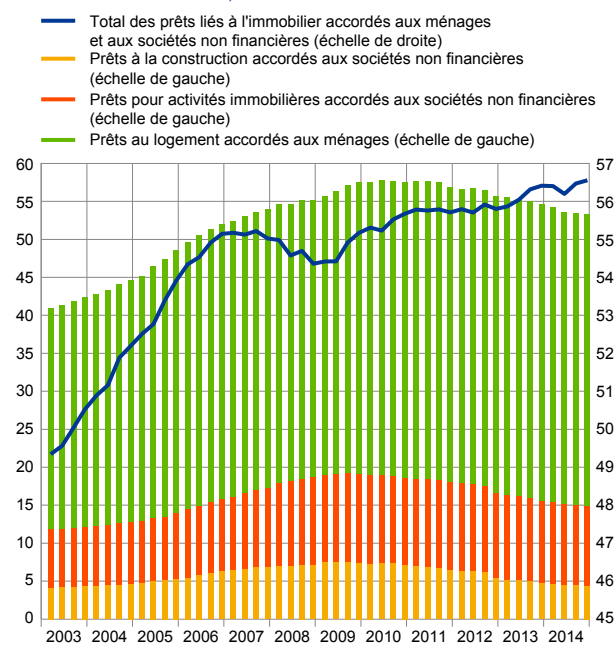
¹³ Cf. R. Cardarelli, T. Monacelli, A. Rebucci et L. Sala, *Housing finance, housing shocks and business cycle: VAR evidence from OECD countries*, manuscrit non publié, 2008.

¹⁴ Cf. A. Musso, S. Neri et L. Stracca, *Housing, Consumption and Monetary Policy: How different are the US and the Euro Area?*, *Working Paper Series*, BCE, n° 1161, 2011.

Graphique 16

Prêts liés à l'immobilier des IFM de la zone euro

(en pourcentage du PIB et en pourcentage du total des prêts consentis aux ménages et aux sociétés non financières)



Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au T4 2014.

Les effets positifs de la hausse des prix des logements sur la croissance économique et le secteur bancaire doivent par conséquent être évalués au regard des risques potentiels associés à la stabilité financière. Dans le contexte actuel de

taux d'intérêt bas, un regain d'appétence pour le risque est susceptible de faire monter les prix des biens immobiliers à des niveaux non justifiés par leurs valeurs fondamentales, évolution qui pourrait être amplifiée par le comportement moutonnier des investisseurs dans un environnement exagérément optimiste. De fait, les marchés de l'immobilier résidentiel ont été au cœur de nombreux épisodes précédents de crise financière, quand le dynamisme des évolutions des prix des logements s'est accompagné d'une croissance soutenue du crédit et de l'endettement. Toutefois, il y a actuellement peu de signes indiquant que la reprise en cours sur les marchés de l'immobilier résidentiel entraîne des déséquilibres généralisés des prix des logements ou une croissance rapide des prêts au logement au niveau de la zone euro dans son ensemble ou au niveau des différents pays (cf. graphique 17), notamment si l'on compare avec

la situation avant la crise où la croissance des prêts aux ménages était supérieure à 10 % dans la plupart des pays de la zone. Un découplage entre la croissance des prêts et les prix des logements observé lors de la phase de reprise actuelle du marché de l'immobilier résidentiel peut refléter des facteurs spécifiques, tels que la présence d'acheteurs étrangers sur certains segments du marché (principalement le segment du haut de gamme), notamment dans certaines grandes villes, ou les achats de logements en liquide. Dans ce contexte, les pays où la croissance des prix moyens des logements a été plus soutenue au cours des dernières années, tels que l'Allemagne et l'Autriche, affichent des signes de dynamisme au plan régional et les prix de l'immobilier résidentiel pourraient dépasser leur valeur fondamentale de long terme ¹⁵.

Les politiques macroprudentielles semblent les plus appropriées pour atténuer les risques liés à l'immobilier qui pèsent sur la stabilité financière, en permettant de prendre des mesures granulaires et ciblées. Les conditions monétaires actuellement très accommodantes peuvent non seulement stimuler la prise de risque dans le domaine économique, nécessaire pour atteindre l'objectif de stabilité des prix, mais également entraîner des effets secondaires indésirables en encourageant la prise de risque dans le domaine financier ¹⁶. Dans ce contexte,

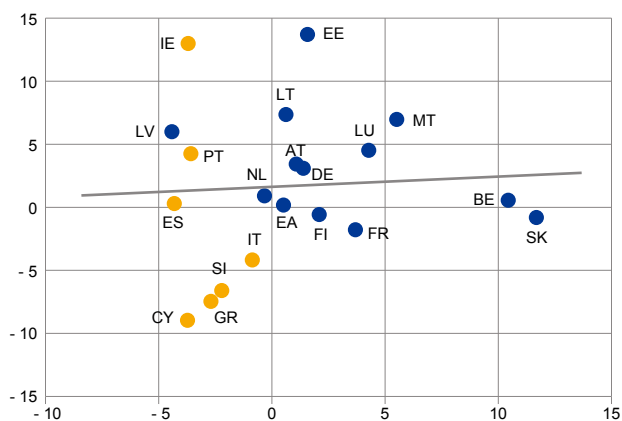
¹⁵ Cf. le numéro de février 2015 du *Rapport mensuel* de la Deutsche Bundesbank et M. Schneider, K. Wagner et W. Waschiczek, *The OeNB property market monitor*, avril 2015. Ces études laissent penser que les prix dans les villes allemandes en 2014 pourraient avoir été surévalués de 10 à 20 % et les prix à Vienne fin 2014 de 19 %.

¹⁶ Pour une analyse plus détaillée, cf. l'encadré intitulé *Accommodative monetary policy and euro area financial stability*, *Financial Stability Review*, mai 2015.

Graphique 17

Prix des logements et prêts aux ménages en 2014

(variations annuelles en pourcentage, axe des abscisses : prêts aux ménages, axe des ordonnées : prix des logements)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les données relatives aux prêts bancaires sont corrigées de la titrisation. Les pays les plus touchés par la crise financière sont l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, l'Italie, Chypre, le Portugal et la Slovaquie, ils sont représentés par un rond jaune.

il est nécessaire de surveiller le comportement de prise de risque et, en particulier, la croissance des prix de l'immobilier résidentiel, notamment s'ils s'accompagnent d'une augmentation de l'endettement, ces évolutions pouvant amplifier le risque d'une correction brutale des prix de l'immobilier. Si elles se généralisaient, ces évolutions conduiraient à une instabilité du système financier, nuisant ainsi à la transmission de la politique monétaire et, au bout du compte, à la stabilité des prix. La politique macroprudentielle, qui comprend un ensemble de mesures granulaires, fournit les instruments les plus appropriés pour atténuer les risques pesant sur la stabilité des prix et maîtriser les risques systémiques afin de soutenir et de compléter la politique monétaire, qui est axée sur la réalisation du mandat de la BCE en matière de stabilité des prix.

Plusieurs pays de la zone euro ont mis en œuvre des instruments macroprudentiels portant sur l'immobilier depuis début 2014, ou prévoient de le faire.

En effet, la nouvelle panoplie d'outils macroprudentiels offre aux autorités nationales de nombreux instruments liés à l'immobilier. S'agissant de leurs objectifs, ces instruments peuvent contribuer à réduire les futurs défis conjoncturels en lissant le cycle du crédit et à accroître la résistance des banques à d'éventuels excès des prix des logements. Les instruments visant les banques agissent par le biais des exigences en fonds propres réglementaires, soit directement (en imposant un relèvement de ces exigences) soit indirectement (en ciblant des variables qui affectent les exigences en fonds propres pour les expositions immobilières). Dans ce contexte, la Belgique, par exemple, a décidé d'ajuster les pondérations des risques conformément au règlement et à la directive sur les exigences de fonds propres (CRR/CRD IV), en vigueur depuis le 1^{er} janvier 2014. Les instruments ciblant les emprunteurs agissent directement sur les modalités des prêts en subordonnant le volume du prêt accordé à la valeur du bien immobilier sous-jacent ou à la capacité de l'emprunteur à assurer le service de la dette¹⁷. Certains pays ont choisi, dans le cadre de leur législation nationale, d'introduire des plafonds pour les ratios prêt/valeur ou de les ajuster (par exemple l'Estonie, l'Irlande et les Pays-Bas) ainsi que des limites au ratio prêt/revenu (l'Irlande) ou au ratio service de la dette/revenu (l'Estonie et la Lituanie par exemple).

5

Conclusion

Le rebond actuel des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro apparaît soutenable. Toutefois, il semble que le mouvement actuel de reprise est plus faible que la hausse généralement observée par le passé durant la première phase d'un

¹⁷ Pour une description plus détaillée des instruments macroprudentiels concernant l'immobilier, cf. le document du CERS intitulé *Handbook on Operationalising Macro-Prudential Policy in the Banking sector*, mars 2014, pp. 49-76.

rebond des prix des logements après un creux et qu'il ne s'est pas accompagné jusqu'à présent d'une augmentation significative des prêts en volume consentis aux ménages. Le redressement actuel des prix des logements devrait être encore soutenu par l'amélioration des perspectives d'évolution des revenus des ménages et de l'emploi ainsi que par des conditions de financement favorables. Le bas niveau des taux d'intérêt qui prévaut actuellement et ses implications sur les rendements joueront un rôle important à cet égard.

Des corrections importantes des déséquilibres antérieurs des prix des logements ont eu lieu dans plusieurs pays de la zone euro. Depuis 2007, année durant laquelle le ralentissement des prix des logements a débuté dans la zone euro, la grande hétérogénéité de la dynamique de ces prix a reflété, entre autres, des cycles de succession d'envolées et de chutes des prix spécifiques à certains pays, les conditions d'offre et de demande et des facteurs structurels. Les marchés de l'immobilier résidentiel dans les pays ayant déjà corrigé les excès antérieurs de la croissance des prix des logements devraient bénéficier davantage de l'environnement actuellement favorable de taux d'intérêt bas et d'amélioration des conditions macroéconomiques, et vice-versa.

Les risques pesant sur la stabilité financière sont limités à l'heure actuelle, notamment parce que le redressement en cours des prix des logements n'a pas entraîné, jusqu'à présent, de croissance rapide du crédit. La nouvelle panoplie d'outils macroprudentiels a permis à plusieurs pays de prendre des mesures pour limiter toute exubérance éventuelle des prix des logements ou du crédit, les nombreux instruments liés à l'immobilier étant prometteurs pour l'atténuation des futurs défis conjoncturels, tout en contribuant également à améliorer la résistance des banques et de leurs emprunteurs.

L'impact budgétaire du soutien au secteur financier au cours de la crise

Lors de la crise financière, la plupart des gouvernements de la zone euro ont accordé une aide financière aux établissements en difficulté dans le but de préserver la stabilité financière et d'éviter une contraction du crédit. Sur la période de 2008 à 2014, le montant brut cumulé de l'assistance au secteur financier s'est élevé à 8 % du PIB de la zone euro, dont 3,3 % ont été recouvrés. Les coûts budgétaires de l'assistance aux établissements financiers sont comparables à ceux liés à d'autres crises bancaires systémiques par le passé : ils ont entraîné une dégradation du solde budgétaire et de la dette de la zone euro à hauteur de 1,8 % et de 4,8 % du PIB, respectivement, en termes cumulés. Cependant, ces mesures n'expliquent en moyenne qu'une part relativement faible de la forte hausse globale de la dette publique depuis le déclenchement de la crise. Dans le même temps, l'encours des garanties de l'État (qui représentait 2,7 % du PIB de la zone euro à fin 2014) et de nouvelles pertes potentielles des véhicules de gestion des actifs, vers lesquels les actifs dépréciés ont été transférés, font encore peser des risques budgétaires supplémentaires sur les États. Pour la suite, il est important, d'une part, de réduire la probabilité de graves problèmes de bilan des établissements financiers en améliorant les fonds propres des banques ainsi que la réglementation et la surveillance bancaires et, d'autre part, de promouvoir des politiques de résolution des défaillances bancaires qui intègrent une implication du secteur privé, protégeant ainsi les contribuables. À cet égard, les progrès récents enregistrés sur la voie d'une véritable union bancaire européenne sont encourageants et devraient non seulement contribuer à éviter et/ou à résoudre de futures crises bancaires dans la zone euro, mais également à réduire leur impact budgétaire potentiel sur les déficits publics et la dette publique.

1

Introduction

Depuis le début de la crise financière, la plupart des gouvernements de la zone euro ont accordé une aide financière importante aux institutions financières dans le but de préserver la stabilité financière et d'éviter une contraction du crédit. Ces mesures ont contribué à l'accroissement de la dette publique de la zone euro, qui a augmenté de 27 points de pourcentage entre 2008 et fin 2014, date à laquelle elle ressortait à 92 % du PIB. Les coûts budgétaires nets directs de l'assistance au secteur financier (moins de 5 % du PIB) ne constituent qu'un des facteurs expliquant la forte hausse globale de la dette publique dans la zone euro. Ils ont cependant joué un rôle beaucoup plus important dans plusieurs pays de la zone. Une évaluation provisoire de l'incidence budgétaire du soutien au secteur financier a été réalisée à un stade précoce de la crise financière ¹. Comme

¹ Cf., par exemple, *Les conséquences du soutien de l'État au secteur bancaire pour les finances publiques de la zone euro*, Bulletin mensuel, BCE, juillet 2009 ; A. van Riet (ed.), *Euro area fiscal policies and the crisis*, Occasional Paper Series, n° 109, BCE, 2010 ; et S. Stolz et M. Wedow, *Extraordinary measures in extraordinary times: public measures in support of the financial sector in the EU and the United States*, Occasional Paper Series, n° 117, BCE, 2010.

de nouvelles aides ont été accordées depuis lors et compte tenu du redressement progressif du secteur financier de la zone euro et des récentes réformes en faveur de la prévention des crises bancaires, il est temps désormais d'effectuer une nouvelle évaluation des coûts budgétaires du soutien au secteur financier.

Le présent article traite des questions suivantes : Premièrement, quelles ont été les mesures d'assistance financière utilisées ? Deuxièmement, combien ces mesures ont-elles coûté aux contribuables, quelle part des coûts a été recouvrée à ce jour et dans quelle proportion ces mesures ont-elles contribué à la forte hausse de la dette publique ? Troisièmement, quels sont les risques budgétaires qui subsistent en liaison avec le soutien au secteur financier ? Pour traiter ces questions, le présent article fournit une vue d'ensemble détaillée des mesures mises en place par les gouvernements pour aider les institutions financières depuis le début de la crise ². Par rapport à d'autres crises bancaires systémiques ayant affecté des économies avancées, les coûts budgétaires directs de ces mesures dans la zone euro sont d'une ampleur comparable, tandis que la hausse globale de la dette publique est considérablement plus importante. Toutefois, l'estimation des coûts budgétaires de l'intervention de l'État dans le secteur bancaire varie fortement selon les études en fonction de la méthodologie utilisée pour leur calcul et de la définition des coûts budgétaires. L'article suit essentiellement l'approche partant de la base qui résume l'ensemble des mesures gouvernementales liées à la crise financière, même s'il est difficile de quantifier certaines de ces mesures, notamment si elles ont été mises en œuvre par des entités classées hors du secteur des administrations publiques ³. Il examine les mesures gouvernementales visant à soutenir le secteur financier et ne tient pas compte des mesures de fourniture de liquidité de banque centrale adoptées pendant la crise financière ⁴.

L'article est structuré comme suit : La section 2 examine les mesures de soutien utilisées par les gouvernements de la zone euro au cours de la période 2008-2014, en s'attachant particulièrement aux acquisitions d'actifs et aux transferts en capital. La section 3 évalue leur incidence budgétaire sur les soldes budgétaires et sur la dette publique et étudie les taux de recouvrement des actifs acquis. La section 4 souligne les risques budgétaires qui subsistent en liaison avec les garanties de l'État et les véhicules de gestion des actifs. L'article se termine par quelques remarques de conclusion dans la section 5.

² L'analyse se fonde sur les données établies par le groupe de travail sur les statistiques de finances publiques du Système européen de banques centrales (SEBC). Le cadre statistique est décrit de façon plus détaillée par H. Maurer et P. Grussenmeyer, *Financial assistance measures in the euro area from 2008 to 2013: statistical framework and fiscal impact*, *Statistics Working Paper Series*, n° 7, BCE, 2015.

³ La littérature utilise deux approches principales pour estimer les coûts budgétaires du soutien au secteur financier (cf. également la BCE, 2009, *op.cit.*). La première, l'approche partant de la base, résume l'ensemble des interventions des pouvoirs publics ; cf. , par exemple, L. Laeven et F. Valencia, *Systemic banking crises database: an update*, *Working Paper Series*, n° 163, FMI, 2012. La seconde, l'approche partant du sommet, prend comme hypothèse que les variations du ratio dette publique/PIB observées depuis la crise sont liées à la crise financière, même si cette approche recouvre également des variations de la dette qui ne sont pas liées au soutien au secteur financier. Cette approche est adoptée notamment par C. Reinhart et K. Rogoff, *Recovery from Financial Crises: Evidence from 100 Episodes*, *American Economic Review*, vol. 104(5), 2014, p. 50-55.

⁴ Les mesures de fourniture de liquidité de banque centrale sont étudiées, par exemple, dans les articles intitulés *Les mesures non conventionnelles de la BCE, leur incidence et leur suppression*, *Bulletin mensuel*, BCE, juillet 2011 ; *Les mesures prises par la BCE en réponse à la crise financière*, *Bulletin mensuel*, BCE, octobre 2010 ; et *La mise en œuvre de la politique monétaire depuis août 2007*, *Bulletin mensuel*, BCE, juillet 2009.

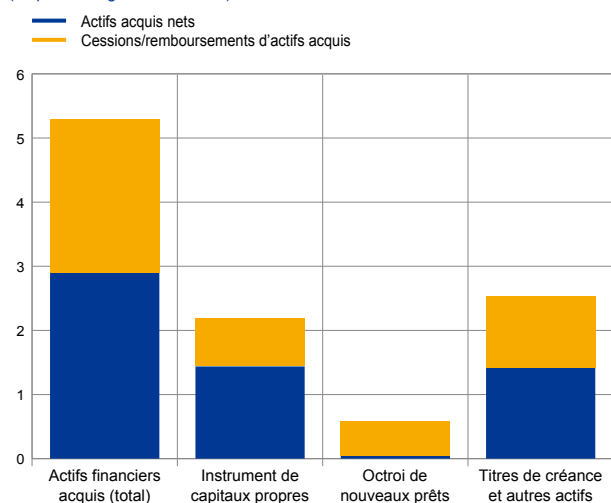
La plupart des gouvernements de la zone euro ont soutenu le secteur financier par un ensemble de mesures, avec des différences considérables selon les pays et de manière variable dans le temps. Par exemple, les gouvernements

ont soutenu les institutions financières en achetant leurs actifs financiers illiquides et en leur accordant des prêts directs. Les actifs acquis comprenaient des actions, des titres de créance et d'autres actifs, que les gouvernements échangeaient contre des liquidités ou d'autres garanties à leur valeur de marché. Parfois, les gouvernements ont dû injecter des capitaux dans des établissements financiers en difficulté en faisant l'acquisition d'actifs à une valeur largement supérieure à leur valeur de marché. Ces recapitalisations visaient à couvrir les pertes cumulées des banques et ont finalement entraîné des pertes pour les finances publiques. Certains gouvernements ont également été contraints de nationaliser des banques (d'importance systémique). En outre, une partie des actifs dépréciés a été acquise par des véhicules de gestion des actifs nouvellement créés. En échange des actifs transférés, les établissements financiers recevaient des liquidités et/ou des obligations émises par ces organismes, bénéficiant en général d'une garantie d'État. Les gouvernements ont également fourni des garanties explicites aux institutions financières, telles que des garanties limitées dans le temps pour les prêts interbancaires ou les obligations, et ont relevé le seuil de couverture pour les dépôts bancaires garantis. Par ailleurs, l'augmentation de la dette publique résultant de la plupart de ces interventions a entraîné des coûts budgétaires indirects sous forme de paiements d'intérêts supplémentaires. Dans le même temps, les interventions publiques entraînaient également des recettes indirectes sous la forme de commissions pour les garanties accordées, de dividendes sur les actions acquises et d'intérêts perçus sur les crédits accordés et les titres de créance achetés.

Graphique 1

Actifs acquis au cours de la période 2008-2014

(en pourcentages du PIB 2014)



Source : SEBC.

Note : La somme des actifs acquis nets (en bleu) et des cessions/remboursements (en jaune) correspond au montant brut des actifs acquis respectifs.

Parmi les mesures précédemment mentionnées, l'acquisition d'actifs financiers a été utilisée par les gouvernements de la zone euro notamment au cours des premières années de la crise financière.

Entre 2008 et 2014, les gouvernements ont acquis des actifs financiers pour un montant équivalant à 5,3 % du PIB de la zone euro en termes bruts (cf. graphique 1), dont les deux-tiers ont été achetés lors des trois premières années de la crise. Si l'on tient compte du fait qu'une partie des actifs a entretemps été liquidée sans subir de pertes, le montant des actifs nets acquis s'élevait à 2,9 % du PIB en 2014. Les titres de créance et les actions représentaient l'essentiel (90 % environ) des actifs acquis, tandis que les nouveaux prêts ont été largement moins utilisés au cours de la période 2008-2014. L'acquisition nette d'actifs financiers a été particulièrement importante en Allemagne, en Irlande, en Grèce, à Chypre, au Luxembourg, au Portugal et en Slovaquie, pour des montants nettement supérieurs à 5 % du PIB (cf. colonne (A) du tableau 2).

De plus, les gouvernements de la zone euro ont soutenu les établissements financiers en difficulté par des transferts en capital. Outre les actifs financiers achetés à des prix supérieurs à la valeur de marché, les transferts en capital ont reflété les garanties publiques appelées et d'autres types de reprise de dette. Les transferts en capital se sont élevés à 2,1 % du PIB au cours de la période 2008-2014. Ces transferts, entraînant un accroissement du déficit, ont notamment joué un rôle en Irlande (plus de 25 % du PIB), en Grèce, à Chypre et en Slovaquie, tandis qu'ils étaient d'ampleur plus limitée dans les autres pays (cf. colonne (C) du tableau 2).

3 L'impact budgétaire des mesures d'assistance financière

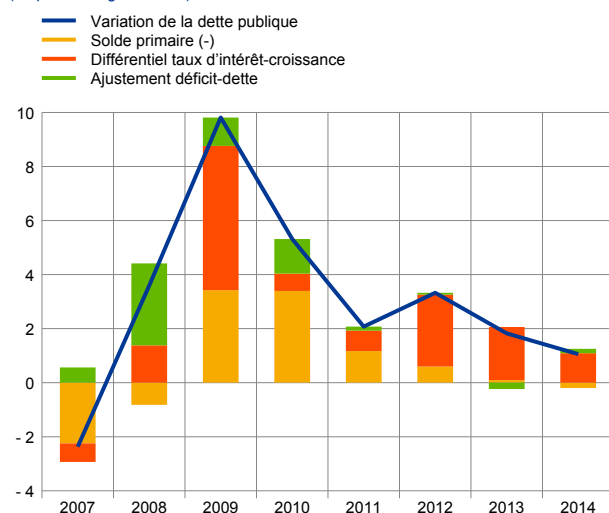
La dette publique dans la zone euro est passée de 65 % du PIB début 2008 à 92 % du PIB fin 2014. Seule une part relativement faible de cette hausse de la dette publique, qui a été particulièrement prononcée dans les premières années de la crise financière, est imputable au soutien apporté par les gouvernements de la zone euro aux établissements financiers en difficulté en vue de garantir la stabilité financière, même si l'incidence sur la dette publique a été considérable dans certains pays. Afin de mieux comprendre comment les finances publiques ont été affectées par la crise financière en général et par les interventions de soutien au secteur

financier en particulier, il est utile de décomposer la hausse de la dette publique entre ses principaux facteurs (cf. graphique 2).

Graphique 2

Variation de la dette publique brute et ses facteurs

(en pourcentages du PIB)



Sources : Eurostat et BCE.

Notes : L'ajustement déficit-dette est la différence entre le déficit public et la variation de la dette publique. Pour plus de détails, cf. l'article intitulé *Écart entre déficit public et dette publique*, *Bulletin mensuel*, BCE, avril 2007.

Premièrement, l'effet d'accroissement de la dette provoqué par un différentiel taux d'intérêt-croissance positif

(qui retrace la différence entre le taux d'intérêt payé pour le service de la dette publique et le taux de croissance de l'économie) a été particulièrement sensible dans les premières années de la crise, à la suite du ralentissement conjoncturel dans la zone euro déclenché par la crise financière. Plus récemment, son importance relative a commencé à fléchir en raison de la faiblesse des taux d'intérêt et de la reprise conjoncturelle.

Deuxièmement, la hausse de la dette publique est également imputable à une dégradation marquée du solde primaire.

Celle-ci résulte notamment de

la progression des dépenses primaires, reflétant le rôle des stabilisateurs automatiques (indemnités chômage plus élevées, par exemple) et des mesures budgétaires discrétionnaires. Ces dernières comprennent également une partie des mesures d'aide au secteur financier, notamment les coûts des transferts en capital en vue de couvrir les pertes cumulées des banques en difficulté. En outre, la baisse des recettes publiques, qui a suivi le recul conjoncturel et le processus de rééquilibrage, a également contribué à la dégradation du solde primaire par le biais d'effets « de second tour », la diminution de l'emploi,

des bénéfices des entreprises et des valeurs des actifs, déclenchée par la crise financière, ayant entraîné un fléchissement des recettes.

Troisièmement, la hausse de la dette est imputable aux ajustements déficit-dette.

Ces derniers avaient plusieurs causes. Parmi celles-ci figurent les mesures de soutien au secteur financier qui n'affectaient pas le solde primaire, mais affectaient la dette publique, telles que l'acquisition par les pouvoirs publics d'actions aux prix du marché ou l'octroi de prêts publics au secteur financier. Comme les gouvernements acquéraient des actifs, ces mesures ont entraîné une hausse de la dette brute, tandis que la dette nette restait largement inchangée. Les ajustements déficit-dette ont été particulièrement marqués jusqu'en 2010 pour l'ensemble de la zone euro.

Afin de quantifier les conséquences des mesures d'aide au secteur financier sur les comptes publics, il est nécessaire d'examiner les transactions individuelles et les besoins de financement qui en découlent. Les finances publiques sont affectées différemment en fonction de la nature et de l'ampleur des mesures de soutien (cf. tableau 1).

- Alors que tous les instruments, à l'exception de l'encours des garanties de l'État, accroissent la dette publique, la plupart d'entre eux n'affectent pas le solde budgétaire (cf. tableau 1). En particulier, les acquisitions nettes d'actifs financiers par l'État, y compris les actions, les prêts et les titres de créance aux prix de marché, ont un effet d'augmentation de la dette.
- Les acquisitions d'actifs financiers n'affectent généralement que la dette publique brute, tandis que la dette publique nette reste globalement inchangée.

Tableau 1

Cadre comptable de l'aide publique au secteur financier

	Exemples	Incidence sur la dette publique	Incidence sur le solde budgétaire
Incidence directe des interventions			
Acquisition d'actifs financiers	Acquisition d'actions (prix de marché)	↑	0
	Acquisition d'autres actifs (par ex., titres de créance)	↑	0
	Octroi de prêts	↑	0
	Cessions d'actions	↓	0
	Remboursements de prêts	↓	0
Transferts en capital vers les banques	Acquisition d'actifs financiers au-dessus du prix du marché	↑	↑
	Injections de capitaux couvrant les pertes des banques	↑	↑
	Reprises de dette	↑	↑
	Garanties de l'État appelées	↑	↑
Incidence indirecte des interventions			
Recettes et dépenses diverses	Commissions liées aux garanties	↓	↓
	Dividendes	↓	↓
	Intérêt à payer/à recevoir	↑↓	↑↓
Reclassement des entités et autres flux (sans transactions)			
Entités reclassées du secteur financier vers les administrations publiques	Passif des entités (le passif non consolidé)	↑	0
	Actif des entités (seulement l'actif consolidé)	(↓)	0
Octroi de garanties			
Garanties de l'État	Garanties de passif (engagements conditionnels)	0	0
	Garanties d'actif	0	0

Source : SEBC.

- En revanche, toutes les mesures de soutien au secteur financier qui impliquent une dépense annuelle irréversible pour l'État sont enregistrées dans le solde budgétaire cumulé (cf. tableau 1 et colonne (B) du tableau 2). Elles comprennent les transferts en capital (comme la dette des banques reprise par l'État), les garanties de l'État appelées, les actifs financiers acquis à des prix supérieurs à ceux du marché et les injections de capitaux dans les banques en vue de couvrir les pertes antérieures, cette dernière mesure entraînant un accroissement du déficit. De plus, le solde budgétaire des administrations publiques est également affecté par des recettes liées aux opérations de soutien financier, telles que les commissions perçues par l'État contre l'octroi de garanties, les dividendes des actions acquises et les intérêts perçus sur les instruments financiers acquis. La somme de l'acquisition nette des actifs financiers et de l'incidence cumulée sur le solde budgétaire représente les coûts budgétaires nets pour l'État au titre des mesures d'aide financière (cf. tableau 2).
- Le reclassement d'entités du secteur financier vers le secteur des administrations publiques (notamment en cas de nationalisations des banques) accroît la dette publique.
- L'octroi de garanties d'État n'a pas d'incidence directe sur les finances publiques, à moins que les garanties ne soient appelées.

Les mesures d'assistance financière ont entraîné au total une dégradation du solde budgétaire de la zone euro de 1,8 % du PIB entre 2008 et 2014. L'encadré ci-après décrit la façon dont leur effet sur les comptes publics est traité dans le Pacte de stabilité et de croissance. L'incidence sur le solde budgétaire a été extrêmement différente selon les pays. L'effet sur le déficit a été particulièrement sensible en Irlande, où il a entraîné une dégradation cumulée du solde budgétaire de près de 25 % du PIB (cf. tableau 2). Les soldes budgétaires de la Grèce, de Chypre et de la Slovaquie ont également été fortement affectés par les mesures de soutien, l'incidence cumulée sur le déficit se situant entre 8 % et 13 % du PIB sur la période 2008-2014. Dans la plupart des autres pays, l'incidence cumulée sur le déficit a été plus limitée, dans une fourchette comprise entre 0,4 % du PIB en Belgique et 4,4 % du PIB en Espagne. En France, en Italie et au Luxembourg, les recettes cumulées provenant des mesures d'assistance financière ont même légèrement dépassé les dépenses.

La dette des administrations publiques de la zone euro a augmenté à hauteur de 4,8 % du PIB sur la période comprise entre 2008 et 2014 sous l'effet de l'assistance au secteur financier. L'effet sur la dette publique résulte du cumul des coûts budgétaires nets du soutien au secteur financier (4,7 % du PIB) et de l'incidence des reclassements et autres flux (0,1 % du PIB)⁵. L'augmentation de la dette provenant du soutien au secteur financier correspond à moins d'un cinquième de la hausse de la dette publique sur la même période (cf. tableau 2). L'incidence sur la dette du soutien au secteur financier a différé considérablement d'un pays à l'autre. Le soutien au secteur financier a entraîné une hausse substantielle de

⁵ Bien que la différence soit généralement très faible, il existe des exceptions. Ainsi, en Irlande, certaines mesures d'assistance financière ont été financées grâce à la cession d'actifs détenus par des fonds de pension publics.

Tableau 2
**Incidence budgétaire du soutien au secteur financier
au cours de la période 2008-2014**

(en pourcentages du PIB 2014)

	Coûts budgétaires nets				Incidence sur la dette au sens de la PDE	Pour mémoire : Variation de la dette publique
	Total (A) + (B)	Acquisitions nettes d'actifs financiers (A)	Incidence cumulée sur le solde budgétaire (déficit (+), excédent (-))		(fin 2014) (D)	(2008-2014)
			total (B)	imputable aux transferts en capital (C)		
BE	3,7	3,3	0,4	1,1	4,6	19,7
DE	8,0	6,7	1,3	1,8	8,2	11,0
IE	31,1	7,0	24,1	25,7	22,6	85,7
GR	22,1	9,6	12,5	14,9	22,2	73,7
ES	5,0	0,6	4,4	4,8	5,0	62,2
FR	0,0	0,1	- 0,1	0,1	0,1	31,1
IT	- 0,1	0,0	- 0,1	0,0	0,1	32,4
CY	18,8	10,3	8,5	9,1	19,4	53,4
LV	5,2	1,9	3,3	3,3	5,5	31,6
LT	1,3	0,2	1,1	0,9	0,9	25,0
LU	5,5	5,6	- 0,1	0,1	5,3	16,0
NL	4,8	4,1	0,7	0,7	5,5	26,1
AT	3,5	0,4	3,1	3,6	8,4	19,7
PT	11,3	8,4	2,9	2,6	11,0	61,7
SI	18,1	6,1	12,0	11,5	18,2	58,2
ZE	4,7	2,9	1,8	2,1	4,8	27,0

Sources : SEBC et Eurostat.

Notes : L'Estonie, Malte, la Slovaquie et la Finlande ne sont pas intégrés dans ce tableau puisque ces pays n'ont fourni aucun soutien financier au secteur financier. La différence entre le solde budgétaire cumulé (B) et les transferts en capital (C) comprend divers coûts de financement nets ou recettes nettes, tels que les commissions sur les garanties, les dividendes et les intérêts à payer ou à recevoir en liaison avec les instruments financiers acquis. En ce qui concerne la colonne (D), par rapport aux coûts budgétaires nets, l'incidence sur la dette au sens de la « procédure de déficit excessif » (PDE) recouvre également l'incidence des reclassements des entités financières (par exemple, une structure de défaillance) dans les administrations publiques (sans transactions), les autres flux et transactions financières non enregistrés dans la dette au sens de la PDE.

la dette publique de quelque 20 % du PIB en Irlande, en Grèce, à Chypre et en Slovaquie. Il a également eu une forte incidence en Allemagne, notamment sous l'effet des mesures prises au début de la crise, et en Autriche et au Portugal, principalement en raison d'interventions plus récentes. En revanche, la dette publique en Italie et en France a été peu affectée par le soutien au secteur financier.

Par rapport aux crises financières passées dans les économies avancées, la détérioration des finances publiques dans la zone euro a été plus prononcée, en dépit d'un montant équivalent d'assistance au secteur financier.

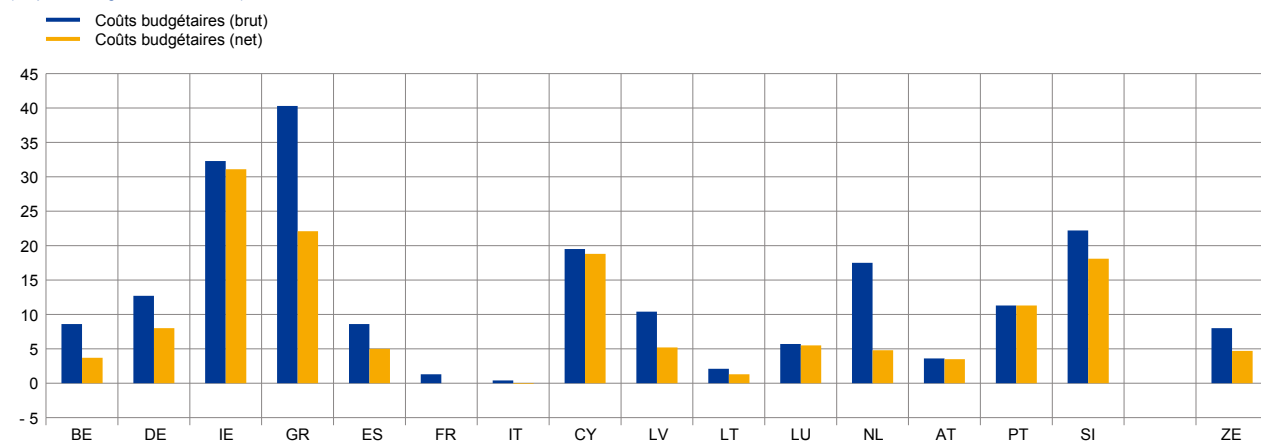
Selon une étude récente du Fonds monétaire international (FMI), qui a mesuré les coûts budgétaires de 60 crises bancaires systémiques entre 1970 et 2011, la hausse médiane de la dette publique globale s'est établie à quelque 12 % du PIB, dont 7 points de pourcentage sont représentés par les coûts budgétaires directs du soutien au secteur financier⁶. S'agissant de la crise récente (2007-2011), l'analyse du FMI s'intéresse à un échantillon de 25 crises bancaires systémiques, concernant principalement les économies avancées. La hausse médiane de la dette publique s'est établie à 18 % du PIB, dont 4,2 points de pourcentage s'expliquent par des coûts budgétaires directs, par rapport à une augmentation de la dette publique pour la zone euro de presque 22 % du PIB, dont 4,6 points de pourcentage seulement s'expliquent par le soutien direct au secteur financier. Ces différences tendent

⁶ Cf. *From Banking to Sovereign Stress – Implications for Public Debt*, FMI, 2015, qui analyse la façon dont certaines caractéristiques propres à un pays et à un secteur bancaire ont une influence sur les coûts budgétaires des crises bancaires.

Graphique 3

Coûts budgétaires et taux de recouvrement sur la période 2008-2014

(en pourcentage du PIB de 2014)



Sources : SEBC et Eurostat.

Notes : L'Estonie, Malte, la Slovaquie et la Finlande ne figurent pas dans ce graphique, aucun soutien au secteur financier n'ayant été octroyé dans ces pays. En ce qui concerne la Grèce, cf. également la note de bas de page n° 9. Le taux de recouvrement correspond à la différence entre les achats d'actifs financiers en termes bruts et en termes nets.

à indiquer que les coûts macroéconomiques indirects de la crise financière dans la zone euro ont été encore plus significatifs si on les rapporte aux précédentes crises bancaires systémiques.

Les taux de recouvrement, qui représentent la part des actifs acquis que les États ont pu céder dans de bonnes conditions, s'améliorent, mais demeurent relativement faibles au regard des évolutions passées.

Les taux de recouvrement sont établis à partir des différences entre les achats d'actifs financiers en termes bruts et en termes nets. Jusqu'à présent, huit ans après le début de la crise, seule une faible part des coûts budgétaires de la zone euro ont été recouverts (cf. graphique 3). Sur les 8 % de PIB de mesures brutes cumulées d'assistance au secteur financier⁷, soit 800 milliards d'euros, 3,3 % de PIB ont été recouverts grâce aux cessions d'actifs acquis et aux autres recettes diverses provenant des achats d'actifs et des garanties accordées (comme les dividendes, les commissions, les intérêts reçus). Cela correspond à un taux de recouvrement légèrement supérieur à 40 % des coûts budgétaires bruts, ce qui est relativement faible en comparaison internationale. À titre d'illustration, la Suède avait pu recouvrer presque 95 % de ses dépenses budgétaires cinq ans après la crise en 1991⁸. Les taux de recouvrement à ce jour sont particulièrement faibles en Irlande, à Chypre et au Portugal, tandis qu'ils sont relativement élevés aux Pays-Bas⁹.

⁷ Pour se faire une idée de l'exposition financière des États liée au soutien apporté au secteur financier, les coûts budgétaires nets doivent être majorés du montant de l'encours des garanties d'État et inclure les recettes indirectes. Dans la littérature, toutefois, il est parfois avancé que les coûts budgétaires bruts (qui comprennent les actifs recouverts) constituent une meilleure mesure pour refléter la dépense supportée par le contribuable au moment du soutien. Cet indicateur peut également servir de base pour déterminer les coussins financiers nécessaires au soutien des pouvoirs publics dans le cadre d'éventuelles crises à venir (cf. par exemple L. Laeven, et F. Valencia, *op.cit.*).

⁸ Cf. également le tableau 1 dans BCE, juillet 2009, *op. cit.*

⁹ En ce qui concerne la Grèce, la différence substantielle entre les coûts budgétaires bruts et nets s'explique principalement par les faits suivants. Jusqu'en 2012, le Fonds hellénique de stabilité financière a accordé des prêts au système bancaire grec. Ces prêts ont ensuite été utilisés pour assurer le relais jusqu'à ce que la recapitalisation sous forme d'acquisitions d'actions puisse intervenir (2013). Même si ce mécanisme représente à la base un changement d'instruments, les coûts budgétaires bruts incluent les prêts au même titre que les recapitalisations, tandis que les coûts budgétaires nets sont corrigés des prêts annulés à l'issue des recapitalisations.

Les taux de recouvrement diffèrent, toutefois, selon les catégories d'actifs acquis.

Si l'on s'intéresse aux différents instruments, la plupart (92 %) des crédits octroyés aux banques avaient été remboursés fin 2014 (cf. graphique 1). En revanche, les États détenaient encore une part importante de titres de créance et d'actions acquis, même s'ils avaient été en mesure de céder 43 % des titres de créance et 34 % des actions à fin 2014. Par conséquent, les achats nets cumulés de titres de créance et d'actions s'élevaient fin 2014 à 1,4 % du PIB.

Cela étant, les taux de recouvrement doivent également être analysés attentivement, en liaison avec les pertes cumulées associées aux mesures d'assistance.

En fait, un taux de recouvrement faible peut faire suite à des scénarios très différents et n'indique pas nécessairement des pertes cumulées élevées. Ainsi, un taux de recouvrement limité pourrait indiquer, dans le meilleur des cas, que l'État reste propriétaire d'une banque performante, ce qui générerait des gains substantiels en cas de privatisation ultérieure. Dans le pire des cas, un taux de recouvrement limité pourrait signifier que les interventions se seraient traduites par des pertes irrécupérables importantes, comme dans le cas de Chypre, avec une moins-value sur instruments de fonds propres s'élevant pour l'État à 10,5 % du PIB en raison de la restructuration d'une des grandes banques du pays. Au cours de la période 2008-2014 les pertes cumulées enregistrées en moyenne pour la zone euro ont représenté 1,8 % du PIB, indiquant donc que presque 25 % des besoins budgétaires bruts correspondent actuellement à une perte qui ne peut pas être recouvrée.

Encadré

Le traitement du soutien au secteur financier
dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance

Dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance (PSC), le soutien au secteur financier est traité de manière spécifique compte tenu de son importance pour la préservation de la stabilité financière.

Lors de graves problèmes dans le secteur bancaire, les États membres ne sont généralement pas tenus de compenser les coûts budgétaires liés au soutien au secteur financier, à condition que les mesures soient de nature temporaire¹⁰. Les coûts budgétaires liés au maintien de la stabilité financière échappant dans une large mesure au contrôle des gouvernements, cela semble globalement justifié. De fait, il est important que le PSC n'exerce pas d'effets dissuasifs sur des mécanismes de soutien public efficaces. Une approche similaire a été adoptée dans le cadre des programmes d'ajustement conjoints UE-FMI, dans lesquels des objectifs budgétaires nominaux sont explicitement fixés en excluant l'incidence du soutien au secteur financier sur le déficit.

Dans le cadre du volet préventif du PSC, les injections de capital sont exclues du calcul de l'effort structurel, à condition qu'elles soient temporaires.

Dans ce cadre, l'effort structurel constitue le principal indicateur permettant d'évaluer si la trajectoire d'ajustement vers l'objectif à moyen terme (OMT) est respectée. L'effort structurel est calculé sur la base de la variation du solde structurel, ce qui exclut les mesures ponctuelles et temporaires telles que les injections de capital.

¹⁰ Cf. l'encadré intitulé *Les conséquences budgétaires du soutien au secteur financier* du *Bulletin mensuel* de juin 2013.

Dans le cadre du volet correctif du PSC, il est possible de ne pas ouvrir une procédure de déficit excessif (PDE) dans le cas d'un soutien au secteur financier. Si un État membre devait temporairement ne pas respecter le critère de déficit en raison d'un soutien au secteur financier, le déficit demeurant toutefois proche du seuil de 3 % du PIB (c'est-à-dire pas plus de 0,5 % du PIB au-dessus du taux de référence), l'ouverture d'une PDE pourrait être évitée. De même pour la dette, lorsque le non-respect de la référence pour la réduction de l'endettement résulte d'un soutien au secteur financier, aucune PDE fondée sur le critère de la dette ne sera ouverte. Dans les deux cas, les mesures de soutien au secteur financier (y compris les engagements conditionnels) sont prises en compte en tant que facteurs pertinents, comme dans les évaluations de la PDE fondées sur la dette publiées pour la Belgique et l'Italie en février 2015.

De plus, le soutien au secteur financier ne conduirait pas à passer au stade suivant d'une PDE existante. Le respect des exigences de la PDE est évalué sur la base de l'effort structurel, ce qui exclut les mesures ponctuelles et temporaires. Par conséquent, les États membres apportant un soutien au secteur financier ne sont pas tenus de fournir d'efforts d'assainissement budgétaire supplémentaires, à condition qu'ils fournissent les efforts structurels nécessaires. Par exemple, dans le contexte du report de la date butoir de la PDE accordé en 2013 à la Slovaquie, la recommandation du Conseil a également fait référence aux objectifs de déficit, en déduisant les coûts budgétaires attendus du soutien au secteur financier. En outre, si un pays n'est pas en mesure de corriger son déficit excessif dans les délais convenus en raison d'un soutien au secteur financier, le stade suivant de la procédure ne sera pas engagé. L'abrogation de la procédure sera plutôt différée durant un certain temps (généralement un an). Toutefois, la décision d'abroger une PDE se fonde sur le déficit nominal, non corrigé du soutien au secteur financier.

4 Risques budgétaires liés aux interventions de l'État dans les institutions financières

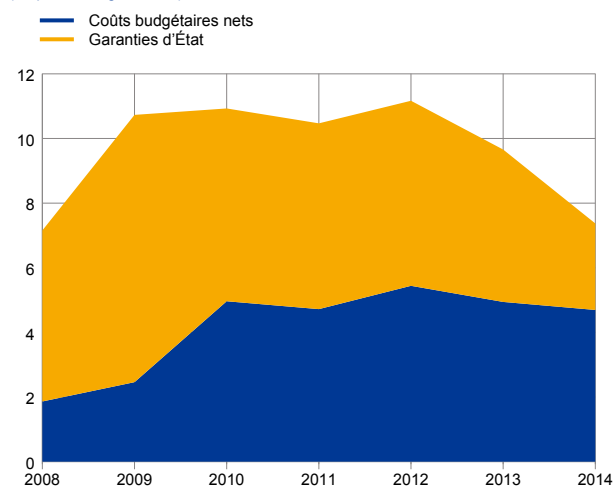
Outre les coûts budgétaires indiqués ci-dessus, le soutien au secteur financier peut entraîner des risques budgétaires plus importants. Si l'on était amené à inclure le montant des engagements conditionnels explicites liés aux garanties d'État accordées aux institutions financières, qui n'ont pas d'effet direct immédiat sur les finances publiques mais font peser un risque budgétaire potentiel si elles étaient appelées, l'exposition de l'État serait nettement plus élevée ¹¹. De plus, les États ont également octroyé des garanties implicites aux institutions financières, motivées en partie par le raisonnement qui veut qu'elles soient trop importantes pour faire faillite et afin d'éviter les effets de contagion. Toutefois, ces garanties implicites sont difficiles à quantifier et ne sont donc pas examinées plus en détail dans le présent article.

¹¹ L'effet direct immédiat des garanties d'État sur les finances publiques a trait à la perception de commissions que les institutions financières sont généralement amenées à payer en échange de la garantie d'État, ce qui se traduit par des recettes publiques. Les commissions perçues ont toutefois été plutôt limitées dans la plupart des pays. Pour la zone euro, elles ressortaient en moyenne annuelle à moins de 0,05 % du PIB au cours de la période 2008-2014.

Graphique 4

Exposition financière des États résultant des interventions dans les institutions financières

(en pourcentage du PIB)



Source : SEBC.

Notes : L'exposition financière des États résultant des interventions dans les institutions financières recouvre les mesures d'assistance financière enregistrées en coûts budgétaires nets directs et l'encours des garanties d'État. Les garanties d'État et les coûts budgétaires nets sont exprimés en pourcentage du PIB annuel. Ne figurent pas dans les garanties d'État les systèmes de garantie des dépôts.

Dès le début de la crise financière, de nombreux États de la zone euro ont octroyé des garanties explicites aux institutions financières pour préserver la stabilité financière. La plupart de

ces garanties ont été accordées à des institutions financières en difficulté sur différentes catégories de passifs et d'actifs : obligations émises, dépôts interbancaires, dette non garantie de premier rang, titres adossés à des actifs et dette subordonnée à échéance fixe. En outre, dans quelques cas, par exemple en Irlande, en Espagne et en France, les garanties d'État ont également été accordées pour le financement de structures de gestion des actifs ou structures de défaillance (en moyenne elles représentaient quelque 20 % de l'encours des garanties d'État à fin 2014). Les garanties explicites ont été accordées principalement dans les premières années de la crise. Le niveau des garanties d'État accordées, exprimé en termes de PIB, dépassait les coûts budgétaires nets du soutien au secteur financier jusqu'en 2012 (cf. graphique 4). Les garanties d'État

dans la zone euro ont culminé à presque 8 % du PIB en 2009 (hors garanties d'État sur les dépôts des particuliers) avant de revenir à 2,7 % du PIB fin 2014.

Depuis 2012, l'encours des garanties d'État a fortement diminué. Trois facteurs peuvent expliquer cette évolution. Premièrement, une part importante des garanties est arrivée à échéance depuis lors et, la stabilité financière ayant été rétablie, il n'a pas été nécessaire de les proroger. Il n'y a pas eu, ou seulement de manière limitée, de nouvelles garanties accordées aux institutions financières en 2014. Deuxièmement, dans quelques cas les garanties ont été appelées et les montants ont alors été intégrés dans la dette des administrations publiques. Troisièmement, certaines entités financières auxquelles l'État avait accordé des garanties ont récemment été reclassées parmi les administrations publiques. Cela signifie que les engagements des entités reclassées sont devenus partie intégrante de la dette des administrations publiques, tandis que le montant des garanties d'État accordées à ces entités a diminué corrélativement.

Si la plupart des pays de la zone euro ont octroyé des garanties d'État explicites, leur encours était différent d'un pays à l'autre. Le niveau de loin

le plus élevé des garanties d'État en termes de PIB a été observé en Irlande, où il a culminé à 190 % du PIB en 2008, avant de reculer nettement pour s'établir à quelque 13 % du PIB fin 2014 (cf. tableau 3). Fin 2014, les garanties d'État restaient significatives en Grèce et à un moindre degré en Belgique, tandis qu'elles avaient été presque entièrement supprimées aux Pays-Bas et en Autriche. Pour ce dernier pays, la diminution des garanties s'explique par le fait qu'une institution financière est désormais classée parmi les administrations publiques, ce qui signifie que les garanties d'État correspondantes ne font plus l'objet d'un enregistrement, tandis que la dette publique brute a augmenté à due concurrence des engagements en cours de cette entité.

Tableau 3**Encours des garanties d'État**

	Montant maximum		Fin 2014
	En pourcentage du PIB	Année	
BE	15,4	(2009)	9,3
DE	5,5	(2009)	0,8
IE	190,0	(2008)	12,9
GR	37,9	(2011)	28,5
ES	9,9	(2012)	5,2
FR	4,7	(2009)	2,2
IT	5,3	(2012)	1,4
CY	16,9	(2010)	5,7
LV	2,8	(2009)	0,2
LU	4,8	(2013)	4,6
NL	12,1	(2009)	0,0
AT	5,0	(2009)	0,0
PT	9,5	(2012)	3,6
SI	5,9	(2010)	0,3
ZE	7,6	(2009)	2,7

Sources : SEBC et Eurostat.

Notes : L'Estonie, la Lituanie, Malte, la Slovaquie et la Finlande ne figurent pas dans ce tableau car ils n'ont pas octroyé de garanties d'État aux institutions financières. Ne figurent pas dans l'encours des garanties d'État les garanties des dépôts des particuliers et les garanties d'État au titre de la fourniture de liquidités d'urgence (ELA). Ces dernières n'entrent pas dans le champ des statistiques relatives aux garanties d'État.

Plusieurs pays ont subi des pertes sur les garanties d'État qui ont été appelées. Tandis que pour la zone euro dans son ensemble, la part des garanties appelées semble plutôt limitée, ressortant à 0,3 % environ du total des encours de garanties (moins de 0,01 % du PIB) en 2014, ce chiffre peut être quelque peu trompeur. En particulier dans les cas de restructurations de grande ampleur d'institutions financières, auxquelles des garanties d'État avaient été accordées, l'encours de garanties d'État a diminué sous l'effet de l'acquisition des actifs compromis précédemment garantis. Dans ce domaine, les estimations des probabilités de défaut peuvent contribuer à se forger une idée du risque que la garantie d'État soit appelée ¹².

En outre, de nombreux pays ont relevé le seuil de couverture de leurs mécanismes de garantie des dépôts. Au début de la crise, la couverture par les mécanismes nationaux a été portée à un niveau minimum de 50 000 euros par déposant et par banque. Ce seuil a ensuite été relevé à 100 000 euros dans le cadre des révisions apportées à la directive UE relative aux systèmes de garantie des dépôts, qui a également obligé les banques – plutôt que les États – à assurer la couverture de cette garantie. À l'inverse des garanties explicites apportées sur les actifs des institutions financières, les mécanismes de garantie des dépôts ne sont pas limités dans le temps. Par conséquent, ils ne sont supprimés que s'il est décidé d'abaisser le seuil de couverture au titre de la garantie. Si des demandes d'indemnisation étaient déposées, elles seraient dans un premier temps couvertes par la garantie, l'incidence sur les soldes budgétaires serait donc probablement limitée.

¹² Cf. *Fiscal implications of the global economic and financial crisis, Occasional Paper Series*, n° 269, FMI, 2009. À partir de l'estimation de la fréquence de défaut anticipée (EDF) implicite provenant des *spreads* de CDS, en utilisant les données de marché de novembre 2008, les dépenses liées aux garanties d'État ont été estimées de l'ordre de 1 % à 3 % du PIB, en termes cumulés, sur la période 2009-2013 pour les économies avancées.

Par ailleurs, les garanties d'État pourraient induire une hausse des coûts budgétaires à long terme dans la mesure où, comme n'importe quelle autre intervention dans le secteur financier, elles pourraient créer des incitations perverses pour les institutions financières. En fait, ces institutions bénéficiant des garanties de l'État et d'autres interventions pourraient être tentées de prendre plus de risques ou de reporter un assainissement rapide de leurs bilans (cf. FMI, 2015, *op. cit.*). De plus, les garanties d'État peuvent ne pas être totalement crédibles, en particulier si elles sont substantielles alors que la marge de manœuvre budgétaire du pays est limitée, auquel cas l'État serait dans l'incapacité de payer si les garanties étaient appelées¹³. Les préoccupations quant à la crédibilité rendraient, toutefois, la résolution potentiellement plus coûteuse, en augmentant la probabilité que les garanties soient appelées et en rendant plus impérieuse l'adoption de nouvelles mesures de soutien au secteur financier. Par conséquent, même si les garanties d'État n'ont quasiment pas d'effet direct immédiat sur les finances publiques, elles pourraient au final se traduire par une augmentation des coûts budgétaires directs.

Les risques budgétaires ont également trait aux structures de gestion des actifs nouvellement créées dont les coûts budgétaires pourraient s'avérer plus élevés que prévu. Plus de la moitié des pays de la zone euro ont créé de telles structures de défaisance afin d'alléger les bilans des institutions financières en transférant les actifs compromis à ces nouvelles entités sur la base d'une valeur comptable réduite. Généralement, les structures de gestion des actifs sont considérées comme des moyens efficaces de gérer les créances douteuses¹⁴. Toutefois, les risques budgétaires potentiels liés à ces structures diffèrent considérablement d'un pays à l'autre, selon leurs caractéristiques spécifiques en termes d'appartenance à l'État, de responsabilité de l'État en cas de pertes et de stratégie de financement sous-jacente de ces entités¹⁵. En particulier lorsque les structures de gestion des actifs sont classées dans le secteur des administrations publiques, l'intégralité de leur passif relève de la dette des administrations publiques, comme c'est par exemple le cas de la BAMC en Slovaquie (cf. tableau 4). L'incidence future sur le solde budgétaire dépendra de l'évolution à venir des recettes et des dépenses. Si, en revanche, les structures de gestion des actifs sont classées dans le secteur financier, l'effet direct sur le budget sera vraisemblablement plus limité et associé principalement au risque que les pertes futures ne soient pas couvertes par les dividendes futurs, hypothèse dans laquelle les garanties d'État devraient être appelées. De plus, la propriété peut être partagée, comme c'est le cas pour les structures de gestion des actifs de l'Irlande (NAMA) et de l'Espagne (SAREB). Par ailleurs, comme NAMA et BAMC en ont fait la démonstration en 2014, des structures de gestion des actifs peuvent aussi être rentables.

¹³ En partie sous l'effet de garanties substantielles de l'État, les agences de notation ont abaissé la note d'un certain nombre de pays de la zone euro, ce qui a entraîné une hausse de leurs coûts de financement (cf. Stolz et Wedow, 2010, *op. cit.*).

¹⁴ Cf. *Resolving the legacy of non-performing exposures in euro area banks*, *Financial Stability Review*, BCE, mai 2015.

¹⁵ Les structures de gestion des actifs privées imposent généralement des décotes plus importantes sur les actifs acquis que les entités publiques, ce qui a une incidence sur la rentabilité des entités et les risques budgétaires qui en découlent. La décote appliquée aux actifs transférés a varié entre 0 % et plus de 50 %. Cf. C. Gandrud et M. Hallerberg, *Bad banks in the EU: the impact of Eurostat rules*, *Working Paper Series*, n° 15, Bruegel, 2014.

Tableau 4

Principales caractéristiques d'une sélection de structures de gestion des actifs

	Année de création	Part de l'État	Financement (encours d'émissions d'obligations) ¹⁾ en pourcentage du PIB	Actifs 1) en pourcentage du PIB		Décotes sur les actifs transférés ²⁾ en pourcentage	Perte nette (-)/ Gain net (+) en 2014 en pourcentage du PIB
				total	dont prêts bancaires		
NAMA (Irlande)	2009	49 %	7,3	8,4	7,2	57	0,2
SAREB (Espagne)	2012	45 %	4,3	4,8	3,1	46/63	- 0,1
BAMC (Slovénie)	2013	100 %	4,2	4,7	3,8	71	0,1

Sources : Sites internet des structures de gestion des actifs et Gandrud et Hallerberg (2014, *op. cit.*).

1) Les données se rapportent aux encours fin 2014.

2) Décotes moyennes appliquées par la sélection de structures de gestion des actifs (cf. Gandrud et Hallerberg, 2014, *op. cit.*).

En ce qui concerne l'Irlande, la décote concerne des prêts d'un montant total de 74 milliards d'euros transférés à la NAMA par les cinq institutions participantes (contre le versement de 31,8 milliards d'euros en contrepartie) fin 2011. S'agissant de l'Espagne, la décote moyenne pour les actifs transférés est ressortie à 46 % dans le cas des prêts et 63 % dans le cas des actifs saisis. En ce qui concerne la Slovénie, le chiffre donné se rapporte aux actifs transférés en 2013.

5

Conclusions

Lors de la crise financière, la plupart des gouvernements de la zone euro ont accordé une aide financière aux institutions financières dans le but de préserver la stabilité financière et d'éviter une contraction du crédit. Le montant brut cumulé des mesures d'assistance au secteur financier s'est élevé à 8 % du PIB de la zone euro, dont 3,3 % ont été recouverts. Les coûts budgétaires des mesures d'assistance financière sur la période 2008-2014 ont entraîné une dégradation du solde budgétaire et de la dette de la zone euro, d'un montant cumulé de 1,8 % et 4,8 % du PIB, respectivement. Pour la zone euro dans son ensemble, le soutien au secteur financier n'explique qu'une faible part de la forte augmentation de la dette des administrations publiques constatée depuis le début de la crise, même si l'incidence sur la dette publique a été considérable dans certains pays. Les pays de la zone euro ont eu recours à diverses mesures de soutien, dont les recapitalisations bancaires, l'octroi de prêts publics, l'acquisition d'actifs compromis, les nationalisations de banques et l'octroi de garanties d'État. Ces mesures influent sur la dette et les déficits publics à des degrés divers. L'ampleur des mesures d'assistance est très hétérogène selon les pays de la zone euro. Le taux de recouvrement global de ces interventions est en moyenne relativement faible en comparaison internationale. Cependant, le processus de recouvrement est toujours en cours. Pour avoir une vision plus complète, il est également important de prendre en compte les risques budgétaires liés au soutien au secteur financier, qui incluent principalement le reliquat des garanties accordées par l'État (ressortant à 2,7 % du PIB de la zone euro fin 2014) et les pertes potentielles (ou les éventuelles plus-values) des structures de gestion des actifs.

À l'avenir, il est important d'assurer la stabilité financière tout en limitant la participation du contribuable. À cet effet, il convient en premier lieu de réduire la probabilité que les institutions financières soient confrontées à des problèmes de bilan importants. De nombreux progrès ont déjà été réalisés dans le durcissement de la législation bancaire, le renforcement de la surveillance bancaire, et la possibilité de disposer d'instruments de résolution appropriés si des institutions financières rencontraient malgré tout des difficultés. Un moyen important de réduire les coûts budgétaires potentiels des mesures d'assistance financière est de s'assurer d'une contribution adéquate des détenteurs d'actions et d'obligations privés. En effet, le

règlement et la directive UE sur les exigences de fonds propres (CRR et CRD IV) et le mécanisme de surveillance unique nouvellement créé amélioreront la résistance du secteur bancaire et devraient contribuer à éviter l'accumulation de problèmes graves dans les bilans des banques, qui pourraient au final se traduire par une crise bancaire sévère. En outre, la directive UE relative au redressement des banques et à la résolution de leurs défaillances (BRRD) et le mécanisme de résolution unique garantiront la participation du secteur privé en amont de l'assistance des pouvoirs publics. Ensemble, ces piliers essentiels de l'union bancaire européenne devraient faire en sorte que le risque de mettre à la charge du contribuable un nouveau soutien diminue progressivement.

Statistiques

Table des matières

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

Informations complémentaires

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

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

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

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

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

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

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

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

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

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

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

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

Conventions utilisées dans les tableaux

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

1 Environnement extérieur

1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

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

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

1) Données trimestrielles cvs; données annuelles brutes.

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

3) Le chiffre pour la zone euro est une estimation fondée sur des données nationales provisoires, qui couvrent généralement 95 % environ de la zone euro, ainsi que sur des informations préliminaires sur les prix de l'énergie.

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

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

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

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

2) Hors zone euro.

2 Évolutions financières

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; valeurs moyennes sur la période)

	Zone euro ¹⁾					États-Unis	Japon
	Dépôts à vue (Eonia)	Dépôts à 1 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Euribor)	Dépôts à 6 mois (Euribor)	Dépôts à 12 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Libor)	Dépôts à 3 mois (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2012	0,23	0,33	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015 Février	-0,04	0,00	0,05	0,13	0,26	0,26	0,10
Mars	-0,05	-0,01	0,03	0,10	0,21	0,27	0,10
Avril	-0,07	-0,03	0,00	0,07	0,18	0,28	0,10
Mai	-0,11	-0,05	-0,01	0,06	0,17	0,28	0,10
Juin	-0,12	-0,06	-0,01	0,05	0,16	0,28	0,10
Juillet	-0,12	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,29	0,10
Août	-0,12	-0,09	-0,03	0,04	0,16	0,32	0,09

Source : BCE.

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

2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux			Taux à terme instantanés			
	Zone euro ^{1), 2)}					Zone euro ^{1), 2)}	États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro ^{1), 2)}			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,72	1,76	1,61	1,48	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015 Février	-0,21	-0,25	-0,20	-0,08	0,37	0,62	1,80	1,45	-0,16	-0,17	0,31	1,19
Mars	-0,21	-0,25	-0,22	-0,08	0,26	0,51	1,69	1,19	-0,20	-0,20	0,29	0,81
Avril	-0,28	-0,26	-0,21	0,03	0,42	0,68	1,81	1,39	-0,22	-0,08	0,46	1,05
Mai	-0,24	-0,25	-0,23	0,06	0,61	0,85	1,87	1,32	-0,25	-0,14	0,68	1,46
Juin	-0,27	-0,26	-0,23	0,19	0,95	1,21	2,09	1,52	-0,25	-0,10	1,08	2,09
Juillet	-0,27	-0,29	-0,26	0,08	0,73	1,02	1,87	1,35	-0,29	-0,13	0,76	1,84
Août	-0,25	-0,27	-0,22	0,14	0,82	1,09	1,84	1,46	-0,25	-0,07	0,86	1,97

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										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	239,7	2 411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1 379,4	9 102,6
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4
2015 Février	353,2	3 453,8	731,3	254,2	624,8	314,0	185,5	498,7	361,1	286,9	376,8	768,6	2 082,2	18 053,2
Mars	373,9	3 655,3	787,2	268,9	666,9	313,5	198,9	524,1	386,2	292,9	389,2	824,6	2 080,4	19 197,6
Avril	383,3	3 733,8	798,2	275,7	678,6	331,0	204,9	535,7	394,2	299,5	395,0	861,4	2 094,9	19 767,9
Mai	373,4	3 617,9	765,0	268,9	662,1	326,5	199,3	522,4	389,5	294,0	389,2	827,6	2 111,9	19 974,2
Juin	364,0	3 521,8	743,2	265,5	647,4	310,3	194,5	504,7	385,0	283,0	380,7	820,4	2 099,3	20 403,8
Juillet	366,3	3 545,1	744,0	266,0	645,2	302,1	198,0	505,5	378,1	281,3	395,1	864,8	2 094,1	20 372,6
Août	356,7	3 444,4	711,9	261,9	615,0	287,7	193,9	504,6	359,9	274,9	390,0	856,9	2 039,9	19 919,1

Source : BCE.

2 Évolutions financières

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

		Dépôts				Crédits renouve- lables et découverts	Pro- rogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entre- preneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement					Indicateur composé du coût d'emprunt	
		À vue	Rembour- sables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux	TAEG ³⁾	Par période de fixation initiale du taux				TAEG ³⁾				
				≤ 2 ans	> 2 ans					Taux variable et période ≤ 1 an		> 1 an						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
2014	Août	0,22	0,96	1,20	1,66	7,30	17,00	5,51	6,71	7,05	3,06	2,55	2,74	2,71	2,86	2,96	2,73	
	Septembre	0,21	0,95	1,17	1,70	7,37	17,06	5,35	6,67	6,99	2,94	2,49	2,69	2,61	2,82	2,88	2,66	
	Octobre	0,20	0,94	1,09	1,65	7,20	16,96	5,38	6,59	6,98	2,89	2,42	2,63	2,54	2,78	2,81	2,60	
	Novembre	0,20	0,91	1,01	1,66	7,18	17,12	5,58	6,66	6,98	2,92	2,41	2,50	2,51	2,72	2,76	2,53	
	Décembre	0,20	0,89	0,96	1,58	7,14	17,10	5,07	6,21	6,53	2,75	2,42	2,52	2,53	2,68	2,76	2,49	
2015	Janvier	0,19	0,86	1,01	1,94	7,18	17,12	5,25	6,42	6,73	2,76	2,30	2,55	2,43	2,44	2,68	2,40	
	Février	0,18	0,84	0,97	1,51	7,13	17,05	5,18	6,47	6,82	2,79	2,07	2,47	2,32	2,49	2,58	2,37	
	Mars	0,17	0,82	0,89	1,37	7,13	17,05	5,16	6,16	6,49	2,72	2,11	2,45	2,29	2,41	2,55	2,30	
	Avril	0,16	0,79	0,87	1,15	7,03	17,01	4,89	6,13	6,42	2,66	2,01	2,38	2,17	2,36	2,49	2,24	
	Mai	0,16	0,82	0,83	1,08	6,98	17,08	5,04	6,29	6,60	2,67	2,05	2,33	2,09	2,29	2,45	2,17	
	Juin	0,15	0,78	0,77	1,18	6,97	17,02	4,88	6,14	6,45	2,59	2,02	2,25	2,12	2,31	2,48	2,18	
	Juillet ^(p)	0,15	0,74	0,67	1,10	6,82	17,04	5,09	6,22	6,50	2,60	2,04	2,26	2,21	2,36	2,56	2,22	

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAE³⁾).

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

		Dépôts			Crédits renou- ve- lables et décou- verts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur com- posite du coût d'em- prunt
		À vue	D'une durée :			≤ 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
2014	Août	0,28	0,50	1,56	3,74	4,17	4,27	3,55	2,56	3,20	2,85	1,80	2,42	2,54	2,71
	Septembre	0,26	0,51	1,46	3,72	4,01	4,03	3,53	2,46	3,01	2,77	1,83	2,38	2,42	2,68
	Octobre	0,25	0,50	1,37	3,64	4,00	3,94	3,53	2,43	2,90	2,71	1,75	2,25	2,46	2,60
	Novembre	0,25	0,44	1,16	3,57	3,82	3,86	3,42	2,38	2,84	2,63	1,74	2,17	2,27	2,51
	Décembre	0,24	0,43	1,26	3,49	3,68	3,75	3,26	2,35	2,78	2,50	1,74	2,16	2,13	2,46
2015	Janvier	0,23	0,44	1,19	3,49	3,78	3,85	2,98	2,31	2,82	2,05	1,67	2,03	2,20	2,46
	Février	0,22	0,35	1,04	3,43	3,57	3,72	3,12	2,24	2,71	2,39	1,52	1,99	2,14	2,37
	Mars	0,21	0,32	1,07	3,39	3,45	3,65	3,13	2,16	2,67	2,33	1,63	2,11	2,02	2,37
	Avril	0,19	0,30	0,89	3,34	3,46	3,58	2,95	2,18	2,64	2,26	1,62	1,93	2,03	2,33
	Mai	0,18	0,30	0,91	3,28	3,37	3,51	2,96	2,15	2,46	2,23	1,57	1,85	2,04	2,27
	Juin	0,18	0,31	1,10	3,25	3,19	3,48	2,91	2,09	2,33	2,23	1,60	1,91	2,04	2,26
	Juillet ^(p)	0,17	0,31	0,87	3,19	3,27	3,60	2,86	2,07	2,36	2,22	1,51	1,73	2,05	2,19

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	
	1	2	Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques	8	9	Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques
			3	4	5	6	7			10	11	12	13	14
Court terme														
2012	1 426	581	146	—	75	558	66	703	491	37	—	52	103	21
2013	1 247	477	122	—	67	529	53	508	314	30	—	44	99	21
2014	1 312	545	120	—	59	538	50	410	219	34	—	39	93	25
2015														
Janvier	1 388	599	127	—	66	543	54	378	186	28	—	33	94	36
Février	1 400	606	134	—	70	534	56	351	162	37	—	30	83	39
Mars	1 420	604	137	—	71	543	66	373	162	45	—	35	89	42
Avril	1 410	600	134	—	80	533	62	350	158	37	—	38	82	35
Mai	1 396	591	135	—	80	532	59	326	140	36	—	36	80	33
Juin	1 329	560	121	—	75	517	56	298	126	30	—	34	77	32
Long terme														
2012	15 205	4 814	3 166	—	842	5 758	624	255	98	45	—	16	84	12
2013	15 109	4 405	3 087	—	921	6 069	627	222	70	39	—	16	89	9
2014	15 120	4 040	3 158	—	994	6 286	643	219	65	43	—	16	85	10
2015														
Janvier	15 222	4 058	3 201	—	1 004	6 316	642	261	80	48	—	8	113	13
Février	15 266	4 038	3 209	—	1 017	6 356	646	207	64	21	—	18	86	17
Mars	15 355	4 026	3 251	—	1 034	6 399	644	285	84	62	—	17	112	10
Avril	15 276	4 000	3 213	—	1 034	6 389	641	220	70	33	—	21	87	10
Mai	15 356	3 982	3 235	—	1 037	6 462	640	185	49	41	—	6	85	4
Juin	15 344	3 938	3 255	—	1 032	6 485	634	207	69	34	—	13	87	5

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	
	1	2	Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques	8	9	10	11	
Encours												
2012	16 631,5	5 395,8	3 312,1	.	917,0	6 316,2	690,4	4 597,1	404,7	617,9	3 574,5	
2013	16 355,8	4 881,7	3 208,6	.	987,9	6 597,8	679,8	5 638,0	569,1	751,0	4 317,9	
2014	16 432,4	4 585,5	3 277,8	.	1 052,3	6 823,7	693,1	5 949,4	591,0	787,9	4 570,6	
2015												
Janvier	16 609,5	4 657,1	3 327,9	.	1 069,7	6 859,1	695,6	6 423,2	573,0	836,0	5 014,3	
Février	16 665,3	4 643,5	3 343,0	.	1 086,8	6 890,6	701,5	6 855,9	650,5	899,7	5 305,7	
Mars	16 775,5	4 630,4	3 388,6	.	1 104,8	6 941,6	710,1	7 056,1	688,7	933,3	5 434,0	
Avril	16 686,7	4 600,2	3 347,4	.	1 113,6	6 921,8	703,6	6 960,1	683,8	908,3	5 368,0	
Mai	16 751,9	4 572,2	3 369,7	.	1 116,3	6 994,0	699,7	6 983,6	675,3	901,6	5 406,7	
Juin	16 672,3	4 498,3	3 375,7	.	1 106,5	7 001,4	690,4	6 803,4	664,2	879,4	5 259,8	
Taux de croissance												
2012	1,3	-1,8	-0,3	.	14,4	2,5	6,1	0,9	4,9	2,0	0,4	
2013	-1,4	-8,9	-3,4	.	8,1	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,2	0,3	
2014	-0,7	-7,8	0,1	.	4,9	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8	
2015												
Janvier	-0,7	-7,8	0,6	.	3,0	3,2	1,8	1,5	6,9	1,5	0,7	
Février	-0,9	-7,6	0,6	.	4,4	2,4	0,7	1,4	6,8	1,2	0,7	
Mars	-0,2	-7,1	2,3	.	5,3	2,6	1,8	1,5	6,8	1,4	0,8	
Avril	-0,3	-6,8	1,7	.	6,7	2,1	1,9	1,5	6,8	1,1	0,8	
Mai	-0,8	-7,2	0,1	.	5,8	2,1	1,4	1,3	5,8	1,2	0,7	
Juin	-1,1	-7,7	0,8	.	4,6	1,6	-0,8	1,0	4,1	0,6	0,7	

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM ²⁾)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	97,6	95,0	93,3	88,3	99,7	95,8	107,0	92,5
2013	101,2	98,2	96,7	91,4	102,5	99,1	111,9	95,6
2014	101,8	97,9	96,7	91,6	102,8	100,7	114,7	96,1
2014 T3	101,3	97,2	96,2	90,8	102,2	100,3	113,7	95,1
T4	99,0	94,9	94,3	89,1	99,7	98,1	112,3	93,5
2015 T1	93,0	89,2	89,4	84,2	93,7	92,6	106,4	88,3
T2	91,2	87,5	88,2	.	.	.	104,4	86,3
2015 Mars	90,6	86,9	87,4	—	—	—	103,8	86,0
Avril	89,7	86,1	86,9	—	—	—	102,4	84,8
Mai	91,6	87,9	88,6	—	—	—	104,7	86,6
Juin	92,3	88,5	89,1	—	—	—	106,0	87,6
Juillet	91,3	87,5	88,3	—	—	—	105,1	86,7
Août	93,0	89,0	90,0	—	—	—	108,1	89,1
variation en pourcentage par rapport au mois précédent								
2015 Août	1,8	1,8	1,9	—	—	—	2,9	2,8
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente								
2015 Août	-8,4	-8,7	-6,6	—	—	—	-5,2	-6,6

Source : BCE.

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

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

2.9 Taux de change bilatéraux

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

	Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	8,105	7,522	25,149	7,444	289,249	102,492	4,185	0,811	4,4593	8,704	1,205	1,285
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2014 T3	8,173	7,623	27,619	7,452	312,242	137,749	4,175	0,794	4,4146	9,205	1,212	1,326
T4	7,682	7,665	27,630	7,442	308,527	142,754	4,211	0,789	4,4336	9,272	1,205	1,250
2015 T1	7,023	7,681	27,624	7,450	308,889	134,121	4,193	0,743	4,4516	9,380	1,072	1,126
T2	6,857	7,574	27,379	7,462	306,100	134,289	4,088	0,721	4,4442	9,300	1,041	1,105
2015 Mars	6,762	7,647	27,379	7,459	303,445	130,410	4,126	0,724	4,4339	9,245	1,061	1,084
Avril	6,686	7,590	27,439	7,466	299,429	128,935	4,018	0,721	4,4155	9,325	1,038	1,078
Mai	6,916	7,559	27,397	7,461	306,327	134,748	4,081	0,721	4,4477	9,304	1,039	1,115
Juin	6,959	7,572	27,307	7,460	311,960	138,740	4,159	0,721	4,4671	9,272	1,045	1,121
Juillet	6,827	7,586	27,094	7,462	311,531	135,681	4,152	0,707	4,4391	9,386	1,049	1,100
Août	7,063	7,558	27,041	7,463	311,614	137,124	4,195	0,714	4,4235	9,515	1,078	1,114
variation en pourcentage par rapport au mois précédent												
2015 Août	3,5	-0,4	-0,2	0,0	0,0	1,1	1,0	1,0	-0,4	1,4	2,7	1,3
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente												
2015 Août	-13,8	-1,0	-2,8	0,1	-0,7	0,0	0,1	-10,4	0,0	3,6	-11,1	-16,3

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

		Total ¹⁾			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute
		Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)													
2014	T2	18 472,2	19 741,3	-1 269,2	7 542,8	5 630,5	5 960,8	9 449,4	-70,3	4 532,2	4 661,5	506,8	11 426,2
	T3	19 220,1	20 468,0	-1 247,8	7 797,7	5 900,7	6 306,2	9 713,4	-55,7	4 652,3	4 853,9	519,7	11 836,4
	T4	19 351,7	20 748,8	-1 397,1	7 568,9	5 998,8	6 509,3	9 915,2	-43,6	4 782,7	4 834,7	534,4	11 869,4
2015	T1	21 087,3	22 381,9	-1 294,5	8 204,4	6 331,7	7 270,9	10 995,3	-21,0	5 029,9	5 054,9	603,1	12 632,8
encours en pourcentage du PIB													
2015	T1	207,6	220,4	-12,7	80,8	62,3	71,6	108,3	-0,2	49,5	49,8	5,9	124,4
Flux													
2014	T3	209,6	119,2	90,5	69,1	44,7	104,1	19,8	20,3	17,5	54,7	-1,3	-
	T4	57,8	-3,2	61,0	56,1	73,5	93,2	-2,7	10,2	-104,7	-74,0	2,9	-
2015	T1	504,8	513,7	-8,8	159,7	74,7	129,0	260,3	27,3	182,8	178,7	6,0	-
	T2	62,2	-23,6	85,7	62,3	52,4	133,5	13,8	7,5	-138,8	-89,7	-2,4	-
2015	Janvier	337,8	429,2	-91,4	56,5	67,3	53,8	133,7	7,1	218,8	228,2	1,5	-
	Février	93,9	107,5	-13,6	51,1	18,9	29,9	76,0	9,7	-1,1	12,6	4,2	-
	Mars	73,2	-23,0	96,2	52,1	-11,5	45,3	50,5	10,5	-35,0	-62,0	0,3	-
	Avril	111,8	121,5	-9,6	15,4	24,1	33,2	-19,5	5,8	61,3	116,8	-3,9	-
	Mai	22,8	-0,5	23,3	31,1	13,2	74,6	54,2	4,3	-85,6	-67,9	-1,6	-
	Juin	-72,5	-144,5	72,0	15,8	15,0	25,7	-21,0	-2,5	-114,6	-138,6	3,1	-
flux cumulés sur 12 mois													
2015	Juin	834,4	606,1	228,4	347,3	245,2	459,8	291,1	65,3	-43,3	69,7	5,2	-
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2015	Juin	8,2	6,0	2,2	3,4	2,4	4,5	2,9	0,6	-0,4	0,7	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		
		Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks	Total	Expor- tations	Impor- tations	
					Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellec- tuelle					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2012	9 840,1	9 581,2	5 544,4	2 065,4	1 979,3	1 035,7	580,8	358,0	-7,9	258,9	4 288,9	4 030,0
2013	9 931,7	9 598,4	5 571,9	2 094,9	1 940,4	1 006,3	568,9	360,3	-8,8	333,2	4 362,7	4 029,5
2014	10 103,5	9 729,9	5 651,1	2 127,7	1 970,9	1 001,8	591,8	372,2	-19,7	373,5	4 494,4	4 120,8
2014 T2	2 520,6	2 428,2	1 409,4	530,1	490,8	249,4	147,4	92,7	-2,1	92,4	1 118,1	1 025,6
T3	2 531,5	2 437,5	1 416,6	534,2	493,2	249,1	149,2	93,7	-6,5	94,0	1 135,0	1 041,0
T4	2 544,9	2 444,2	1 423,4	534,3	496,4	251,0	150,0	94,1	-9,8	100,7	1 142,1	1 041,4
2015 T1	2 564,9	2 458,3	1 425,2	538,8	500,1	252,1	151,9	94,8	-5,8	106,6	1 144,3	1 037,6
en pourcentage du PIB												
2014	100,0	96,3	55,9	21,1	19,5	9,9	5,9	3,7	-0,2	3,7	—	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2014 T3	0,2	0,3	0,5	0,2	0,1	-0,7	1,1	0,8	—	—	1,4	1,7
T4	0,4	0,4	0,4	0,1	0,4	0,7	0,0	0,2	—	—	0,8	0,8
2015 T1	0,4	0,6	0,5	0,6	0,8	0,6	1,3	0,5	—	—	0,6	1,2
T2	0,3	.	.	.	.	.	.	.	—	—	.	.
variations annuelles en pourcentage												
2012	-0,8	-2,3	-1,3	-0,1	-3,7	-4,2	-5,1	1,2	—	—	2,7	-0,7
2013	-0,4	-0,7	-0,6	0,2	-2,4	-3,3	-1,7	-0,3	—	—	2,0	1,3
2014	0,8	0,9	1,0	0,6	1,2	-1,3	4,5	2,8	—	—	3,8	4,1
2014 T3	0,8	0,6	1,0	0,6	0,6	-2,9	4,8	3,5	—	—	4,1	3,9
T4	0,9	1,0	1,5	0,7	0,5	-1,5	2,5	2,7	—	—	4,1	4,6
2015 T1	1,0	1,3	1,7	1,1	0,8	-1,3	3,4	2,2	—	—	4,2	5,1
T2	1,2	.	.	.	.	.	.	.	—	—	.	.
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2014 T3	0,2	0,3	0,3	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	—	—
T4	0,4	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	—	—
2015 T1	0,4	0,6	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,2	—	—
T2	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	—	—
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2012	-0,8	-2,3	-0,7	0,0	-0,8	-1,8	-1,3	0,2	-0,8	1,4	—	—
2013	-0,4	-0,7	-0,4	0,0	-0,5	-1,4	-0,4	0,0	0,1	0,4	—	—
2014	0,8	0,8	0,5	0,1	0,2	-0,5	1,0	0,4	-0,1	0,0	—	—
2014 T3	0,8	0,6	0,6	0,1	0,1	-0,3	0,3	0,1	-0,2	0,2	—	—
T4	0,9	0,9	0,8	0,2	0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,1	—	—
2015 T1	1,0	1,2	0,9	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,1	-0,1	-0,2	—	—
T2	1,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	—	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2012	8 845,3	151,3	1 728,4	467,2	1 675,9	410,3	439,1	1 016,3	924,6	1 717,9	314,4	994,8
2013	8 924,2	154,5	1 740,7	460,1	1 684,8	407,2	440,6	1 032,5	937,1	1 748,0	318,7	1 007,5
2014	9 068,0	148,9	1 763,9	461,3	1 709,3	410,9	450,0	1 054,0	960,2	1 784,1	325,2	1 035,5
2014 T2	2 261,4	38,0	440,2	115,0	425,5	102,6	113,2	262,9	239,0	444,1	80,9	259,3
T3	2 272,1	36,9	442,6	114,6	428,6	102,9	112,8	263,8	240,9	447,6	81,6	259,4
T4	2 283,3	35,8	445,7	115,7	431,6	103,2	112,1	265,6	242,9	448,7	82,0	261,6
2015 T1	2 306,1	36,6	449,7	116,7	437,6	103,9	113,8	266,9	245,2	453,1	82,5	258,9
en pourcentage de la valeur ajoutée												
2014	100,0	1,6	19,5	5,1	18,9	4,5	5,0	11,6	10,6	19,7	3,6	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2014 T2	0,0	-0,1	0,0	-1,6	-0,1	0,6	-0,3	0,3	0,4	0,1	-0,2	1,1
T3	0,2	0,9	0,0	-1,0	0,4	0,8	0,4	0,2	0,6	0,1	0,6	-0,4
T4	0,2	-2,1	0,2	0,7	0,5	0,1	-0,2	0,3	0,4	0,2	0,1	1,3
2015 T1	0,4	1,4	0,3	0,5	0,9	0,7	0,5	0,1	0,7	0,1	0,1	-0,2
variations annuelles en pourcentage												
2012	-0,6	-3,0	-0,5	-5,9	-1,3	2,5	0,7	0,0	-0,9	0,2	-0,6	-2,6
2013	-0,3	2,5	-0,5	-2,9	-0,5	-0,1	-1,7	1,0	0,2	0,0	-0,4	-1,2
2014	0,9	3,7	0,4	-0,7	1,3	1,8	-0,5	1,3	1,5	0,7	0,7	0,7
2014 T2	0,8	4,3	0,3	-0,6	1,1	1,9	-0,6	1,3	1,2	0,8	0,4	0,4
T3	0,8	4,8	0,4	-1,9	1,1	2,2	-0,1	1,3	1,5	0,7	0,6	0,3
T4	0,8	0,2	0,1	-1,3	1,3	1,6	0,2	1,3	2,0	0,5	0,8	1,6
2015 T1	0,9	0,1	0,6	-1,5	1,7	2,2	0,5	0,9	2,0	0,5	0,6	1,9
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2014 T2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
T3	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	—
T4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
2015 T1	0,4	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	—
contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2012	-0,6	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	—
2013	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	—
2014	0,9	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	—
2014 T2	0,8	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	—
T3	0,8	0,1	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,2	0,1	0,0	—
T4	0,8	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	—
2015 T1	0,9	0,0	0,1	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi ¹⁾

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique									
		Salariés	Tra- vailleurs indépen- dants	Agricul- ture, sylvicult- ure et pêche	Industrie manu- factu- rière, énergie et services publics	Cons- truction	Commerce, transport, hébergement et restaura- tion	Information et commu- nication	Activités finan- cières et d'assu- rance	Activités immobi- lières	Activités spéciali- sées de ser- vices aux entre- prises et de soutien	Adminis- tration publique, en- sei-gne- ment, santé et action sociale	Arts, spec- tacles et autres activités de ser- vices
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personnes employées													
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
2012	100,0	84,9	15,1	3,4	15,4	6,4	24,8	2,7	2,7	1,0	12,7	23,8	7,0
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,8	2,7	2,7	1,0	12,8	24,0	7,1
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,2	6,0	24,9	2,7	2,7	1,0	13,0	24,0	7,1
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2012	-0,5	-0,5	-0,1	-1,1	-0,6	-4,5	-0,6	1,0	-0,5	0,2	0,7	-0,1	0,6
2013	-0,7	-0,7	-0,8	-1,2	-1,5	-4,3	-0,5	-0,1	-1,2	-0,9	0,2	0,0	0,0
2014	0,6	0,8	-0,4	0,9	-0,1	-1,8	0,8	1,1	-0,9	0,7	2,0	0,7	0,6
2014 T2	0,6	0,8	-0,5	0,7	-0,1	-1,9	0,9	0,9	-1,3	0,6	2,1	0,7	0,2
T3	0,7	1,0	-0,5	0,5	0,1	-1,3	1,0	1,3	-0,9	0,9	2,1	0,7	0,7
T4	0,9	1,1	-0,5	0,6	0,3	-1,5	0,9	1,4	-0,6	0,9	2,5	0,7	1,8
2015 T1	0,8	1,0	-0,2	0,1	0,4	-0,1	1,1	1,2	-0,7	1,5	2,5	0,5	0,4
Heures travaillées													
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2012	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	7,2	25,8	2,8	2,8	1,0	12,4	21,5	6,3
2013	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	6,9	25,9	2,8	2,7	1,0	12,5	21,7	6,4
2014	100,0	80,2	19,8	4,4	15,6	6,7	25,9	2,8	2,7	1,0	12,7	21,8	6,3
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2012	-1,8	-1,8	-1,5	-2,1	-2,2	-7,0	-2,1	0,5	-1,3	-0,8	-0,5	-0,6	-0,4
2013	-1,3	-1,3	-1,2	-1,5	-1,7	-5,6	-1,1	-0,3	-1,6	-1,9	-0,5	-0,5	-0,8
2014	0,6	0,9	-0,3	0,8	0,4	-1,4	0,8	1,0	-1,3	0,2	2,0	0,9	0,2
2014 T2	0,4	0,7	-0,8	0,2	-0,4	-1,9	0,7	0,9	-2,0	0,0	1,9	0,9	0,1
T3	0,6	1,0	-0,9	0,3	0,3	-1,6	0,9	1,0	-1,5	-0,2	2,0	0,8	0,1
T4	1,1	1,3	0,2	1,8	0,9	-0,7	1,0	1,4	-1,3	1,3	2,7	0,9	1,6
2015 T1	0,6	0,8	-0,3	1,2	0,4	-0,2	0,6	0,8	-1,3	2,0	2,1	0,4	0,5
Heures travaillées par personne employée													
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2012	-1,3	-1,3	-1,4	-1,0	-1,6	-2,6	-1,5	-0,5	-0,7	-1,0	-1,1	-0,6	-1,0
2013	-0,6	-0,7	-0,4	-0,4	-0,2	-1,3	-0,6	-0,3	-0,4	-1,0	-0,8	-0,5	-0,8
2014	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,5	0,3	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,1	0,2	-0,4
2014 T2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	0,0	-0,7	-0,7	-0,3	0,1	-0,1
T3	-0,1	0,0	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	-0,1	-0,3	-0,6	-1,1	-0,1	0,1	-0,6
T4	0,2	0,2	0,6	1,1	0,6	0,7	0,1	0,0	-0,7	0,3	0,2	0,2	-0,2
2015 T1	-0,2	-0,1	0,0	1,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,4	-0,5	0,5	-0,4	-0,1	0,2

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

		Popu- lation active, millions ¹⁾	Sous- emploi, % de la popu- lation active ¹⁾	Chômage										Taux de vacance d'em- ploi ²⁾	
				Total		Chômage de longue durée, % de la population active ¹⁾	Par âge				Par sexe				% du total des postes
							Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
				Millions	% de la popu- lation active		Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la po- pulation active	Millions	% de la po- pulation active	Millions	% de la po- pulation active	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% du total en 2013				100,0			81,3		18,7		53,6		46,4		
2012		159,111	3,9	18,187	11,4	5,2	14,630	10,1	3,557	23,6	9,758	11,3	8,429	11,5	1,6
2013		159,334	4,6	19,233	12,0	5,9	15,640	10,8	3,593	24,3	10,307	11,9	8,926	12,1	1,5
2014		160,315	4,6	18,625	11,6	6,1	15,213	10,4	3,412	23,7	9,917	11,5	8,708	11,8	1,7
2014	T3	160,475	4,4	18,544	11,6	5,9	15,148	10,4	3,397	23,6	9,817	11,3	8,726	11,8	1,6
	T4	160,966	4,6	18,402	11,5	6,1	15,081	10,3	3,322	23,2	9,753	11,3	8,649	11,7	1,8
2015	T1	160,084	4,7	17,981	11,2	5,9	14,741	10,1	3,240	22,7	9,560	11,1	8,422	11,4	1,7
	T2	.	.	17,759	11,1	.	14,589	10,0	3,170	22,3	9,402	10,9	8,356	11,3	.
2015	Février	–	–	17,956	11,2	–	14,720	10,1	3,236	22,7	9,542	11,0	8,415	11,4	–
	Mars	–	–	17,912	11,2	–	14,688	10,1	3,224	22,6	9,513	11,0	8,399	11,4	–
	Avril	–	–	17,790	11,1	–	14,594	10,0	3,196	22,4	9,412	10,9	8,378	11,3	–
	Mai	–	–	17,741	11,1	–	14,588	10,0	3,153	22,2	9,417	10,9	8,323	11,2	–
	Juin	–	–	17,745	11,1	–	14,584	10,0	3,161	22,3	9,377	10,9	8,368	11,3	–
	Juillet	–	–	17,532	10,9	–	14,439	9,9	3,093	21,9	9,265	10,7	8,267	11,2	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données brutes.

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

3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

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

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

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)							Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)				
	Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier		Indicateur de confiance des consomma- teurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du com- merce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufac- turière	Production dans le secteur manufac- turier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production
		Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,2	-6,1	80,9	-12,8	-13,8	-8,7	6,6	—	51,0	52,4	52,9	52,7
2012	90,5	-11,6	78,9	-22,0	-27,7	-15,0	-6,5	86,5	46,2	46,3	47,6	47,2
2013	93,8	-9,1	78,7	-18,7	-29,2	-12,2	-5,4	87,1	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,6	-3,9	80,4	-10,1	-27,4	-3,2	4,8	87,6	51,8	53,3	52,5	52,7
2014 T3	101,2	-4,6	80,4	-10,0	-27,3	-3,9	4,5	87,7	50,9	51,6	53,2	52,8
T4	100,8	-4,5	80,8	-11,3	-24,3	-5,1	5,3	87,9	50,4	51,2	51,7	51,5
2015 T1	102,6	-4,0	81,1	-6,3	-24,9	-1,6	5,6	88,2	51,4	52,6	53,6	53,3
T2	103,7	-3,2	81,1	-5,3	-24,9	-0,2	7,6	88,3	52,3	53,4	54,1	53,9
2015 Mars	103,9	-2,9	—	-3,7	-24,2	-0,8	6,1	—	52,2	53,6	54,2	54,0
Avril	103,8	-3,2	81,2	-4,6	-25,5	-0,8	7,0	88,5	52,0	53,4	54,1	53,9
Mai	103,8	-3,0	—	-5,6	-25,0	1,5	7,9	—	52,2	53,3	53,8	53,6
Juin	103,5	-3,4	—	-5,6	-24,2	-1,3	7,9	—	52,5	53,6	54,4	54,2
Juillet	104,0	-2,9	81,1	-7,2	-23,8	1,1	8,9	88,1	52,4	53,6	54,0	53,9
Août	104,2	-3,7	—	-6,9	-22,7	3,1	10,2	—	52,3	53,9	54,3	54,1

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
2011	13,0	97,8	-0,1	1,9	1,8	0,5	1,1	33,6	3,7	.	3,0	10,1	2,0
2012	12,6	97,4	-1,8	1,7	-4,6	0,6	-2,3	31,0	1,8	133,3	1,4	-6,2	1,0
2013	12,7	96,0	-0,5	1,4	-3,5	0,4	-2,2	30,6	3,1	131,9	2,2	-1,7	1,1
2014 T2	12,6	95,5	0,4	1,5	-0,2	2,7	-0,1	30,9	3,2	132,4	2,4	2,0	1,2
T3	12,7	95,0	1,6	1,7	-0,7	2,7	0,4	31,5	3,2	132,1	2,0	1,9	1,0
T4	12,7	95,1	1,3	1,7	-0,5	2,3	0,7	32,2	2,6	133,1	1,9	0,9	1,1
2015 T1	12,7	94,7	2,2	1,9	-0,1	3,8	1,3	.	2,7	135,3	2,5	1,0	1,5

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital ¹⁾		
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires			
		Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	T3	835,8	778,1	57,7	491,2	428,7	175,5	157,9	144,9	136,3	24,2	55,2	6,8	2,6
	T4	842,7	784,9	57,8	505,3	430,4	177,9	164,6	135,6	130,8	24,0	59,1	12,8	5,3
2015	T1	865,3	783,6	81,7	509,0	432,6	182,1	165,6	149,2	127,1	25,0	58,3	8,4	4,5
	T2	870,2	801,9	68,3	520,0	439,3	182,6	166,8	141,8	134,8	25,9	61,0	9,7	5,7
2015	Janvier	282,9	255,1	27,9	166,7	139,8	59,6	54,0	48,2	42,5	8,5	18,7	2,3	1,5
	Février	287,7	260,5	27,2	170,5	142,9	60,7	55,6	48,0	41,9	8,5	20,2	2,6	1,2
	Mars	294,7	268,1	26,7	171,8	149,9	61,9	56,0	53,0	42,7	8,0	19,4	3,5	1,8
	Avril	292,8	269,0	23,8	174,3	145,8	59,7	56,2	50,9	45,7	7,9	21,3	2,4	1,3
	Mai	291,5	272,4	19,1	172,9	147,9	62,2	55,6	46,8	46,0	9,6	22,9	3,7	1,5
	Juin	285,9	260,5	25,4	172,8	145,6	60,6	55,0	44,1	43,1	8,4	16,8	3,5	2,9
flux cumulés sur 12 mois														
2015	Juin	3 414,0	3 148,5	265,5	2 025,4	1 731,0	718,1	654,9	571,4	529,0	99,1	233,6	37,7	18,1
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB														
2015	Juin	33,6	31,0	2,6	19,9	17,0	7,1	6,4	5,6	5,2	1,0	2,3	0,4	0,2

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

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

(données cvs, sauf indication contraire)

		Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
		Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés		Total			Pour mémoire :		
		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)														
2014	T3	2,9	0,4	486,1	236,1	96,9	139,5	397,7	439,5	269,4	62,1	101,0	287,7	73,3
	T4	4,5	0,0	498,3	237,4	102,4	145,1	409,4	435,6	260,3	63,3	102,9	293,5	65,9
	T1	5,1	1,5	503,9	240,5	103,7	148,5	420,0	444,1	258,9	69,5	108,7	312,5	58,3
2015	T2	7,8	3,8	517,4	.	.	.	429,8	452,6	.	.	.	313,7	.
2015	Janvier	-0,7	-5,6	163,9	78,4	34,0	47,6	135,9	143,0	83,1	22,4	35,1	100,2	19,2
	Février	4,3	1,0	168,6	80,5	35,1	49,7	141,0	147,4	86,1	23,3	36,0	104,4	18,9
	Mars	11,0	9,1	171,4	81,6	34,6	51,3	143,1	153,7	89,8	23,9	37,6	107,9	20,2
	Avril	8,6	4,8	173,4	81,7	35,4	51,3	144,0	151,8	89,1	23,7	36,3	105,4	19,3
	Mai	2,5	-0,2	170,8	80,7	34,3	50,9	141,4	149,5	86,8	22,3	36,7	103,0	19,0
	Juin	12,3	6,6	173,1	.	.	.	144,4	151,3	.	.	.	105,4	.
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2014	T3	1,2	2,1	114,5	112,6	114,4	116,4	114,7	101,5	101,1	100,4	103,0	104,6	88,8
	T4	3,1	2,0	117,2	113,7	119,3	121,0	116,9	102,0	101,9	98,5	102,5	104,2	97,0
2015	T1	2,5	4,8	117,3	114,5	118,7	121,9	117,7	105,1	105,7	103,5	104,8	107,3	111,0
	T2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015	Janvier	-1,5	-0,3	115,8	113,0	117,9	119,7	115,3	103,8	104,1	102,8	103,1	105,0	117,3
	Février	1,5	4,7	117,7	115,0	120,7	121,9	118,8	104,7	105,6	105,2	103,6	107,7	108,9
	Mars	7,0	10,1	118,3	115,6	117,6	124,1	119,2	106,8	107,4	102,6	107,8	109,3	106,8
	Avril	3,1	2,8	118,3	114,6	119,0	122,4	118,5	104,0	104,6	101,8	102,8	105,8	98,8
	Mai	-2,5	-2,3	116,2	113,0	116,5	120,2	116,3	102,0	101,0	97,3	103,5	104,0	91,2
	Juin	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

4 Prix et coûts

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

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

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

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

2) Estimation fondée sur des données nationales provisoires, qui couvrent généralement 95 % environ de la zone euro, ainsi que sur des informations préliminaires sur les prix de l'énergie.

4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

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

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

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

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

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie					
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Demande intérieure				Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾		Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾		
			Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
En % du total										100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0
2012	102,4	1,3	1,5	1,9	0,8	1,2	1,9	2,5	86,6	-7,2	0,2	-10,5	-3,1	5,8	-9,1
2013	103,7	1,3	0,9	1,1	1,2	0,4	-0,3	-1,3	81,7	-9,0	-13,4	-6,9	-8,3	-10,1	-6,9
2014	104,6	0,9	0,5	0,4	1,0	0,4	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,6	-12,1	-4,6	0,7	-8,7
2014 T3	104,7	0,9	0,5	0,3	1,1	0,5	-0,5	-1,5	78,0	-6,2	-1,7	-8,3	-2,1	0,2	-3,8
T4	104,9	0,9	0,3	0,2	0,9	0,6	-0,5	-1,9	61,5	-5,5	6,2	-10,8	1,3	9,3	-4,7
2015 T1	105,3	1,0	0,0	-0,2	0,7	0,5	-0,5	-2,9	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7
T2	.	.	.	.	.	.	.	.	57,4	-0,5	2,1	-2,0	4,0	5,6	2,6
2015 Mars	—	—	—	—	—	—	—	—	52,4	1,0	4,6	-1,0	6,2	7,9	4,7
Avril	—	—	—	—	—	—	—	—	56,6	-1,4	3,4	-4,0	4,9	7,8	2,4
Mai	—	—	—	—	—	—	—	—	58,9	-0,2	-0,3	-0,1	3,8	3,3	4,2
Juin	—	—	—	—	—	—	—	—	56,7	-0,1	3,1	-1,9	3,3	5,9	1,1
Juillet	—	—	—	—	—	—	—	—	51,7	-3,6	11,1	-11,0	0,5	9,8	-7,1
Août	—	—	—	—	—	—	—	—	43,0	-7,5	4,7	-13,7	-4,0	5,5	-11,6

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

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

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

4 Prix et coûts

4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

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

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

4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2012 = 100)	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	
2012	100,0	2,0	2,0	2,1	2,4	1,3	2,2
2013	101,4	1,3	1,5	1,0	1,2	1,6	1,8
2014	102,6	1,2	1,3	0,9	1,2	1,3	1,7
2014 T3	100,5	1,4	1,5	1,3	1,3	1,8	1,7
T4	107,9	1,2	1,1	1,3	1,1	1,3	1,7
2015 T1	97,6	2,2	2,2	2,1	2,3	1,9	1,4
T2	.	.	.	.	.	.	1,5

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

4 Prix et coûts

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

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

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

Sources : Eurostat et 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		7	8	9	10	11			
		Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	3	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans						Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	4		5	6	Pensions	Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours													
2012		863,4	4 244,0	5 107,5	1 803,3	2 081,5	3 884,8	8 992,3	125,0	483,1	180,6	788,7	9 781,0
2013		908,8	4 482,6	5 391,4	1 691,2	2 123,2	3 814,4	9 205,8	120,0	417,8	86,5	624,3	9 830,0
2014		967,3	4 949,1	5 916,4	1 605,0	2 129,6	3 734,5	9 650,9	122,2	427,3	104,4	653,9	10 304,8
2014	T3	948,2	4 745,2	5 693,4	1 647,5	2 136,6	3 784,1	9 477,5	122,4	419,0	68,8	610,2	10 087,7
	T4	967,3	4 949,1	5 916,4	1 605,0	2 129,6	3 734,5	9 650,9	122,2	427,3	104,4	653,9	10 304,8
2015	T1	993,7	5 173,7	6 167,4	1 529,2	2 133,5	3 662,7	9 830,1	125,7	436,5	96,9	659,1	10 489,2
	T2	1 015,0	5 303,2	6 318,2	1 478,8	2 162,1	3 640,9	9 959,0	91,1	438,0	97,0	626,1	10 585,2
2015	Février	992,4	5 106,6	6 099,0	1 535,3	2 123,3	3 658,6	9 757,6	132,4	443,0	108,9	684,3	10 441,9
	Mars	993,7	5 173,7	6 167,4	1 529,2	2 133,5	3 662,7	9 830,1	125,7	436,5	96,9	659,1	10 489,2
	Avril	1 003,3	5 189,9	6 193,2	1 518,9	2 151,1	3 670,0	9 863,2	129,5	451,7	103,5	684,7	10 547,9
	Mai	1 006,7	5 264,9	6 271,6	1 486,1	2 157,2	3 643,3	9 914,9	111,7	442,9	92,7	647,3	10 562,2
	Juin	1 015,0	5 303,2	6 318,2	1 478,8	2 162,1	3 640,9	9 959,0	91,1	438,0	97,0	626,1	10 585,2
	Juillet ^(p)	1 021,1	5 377,6	6 398,7	1 469,8	2 163,1	3 632,9	10 031,5	105,7	456,2	90,5	652,3	10 683,9
Flux													
2012		20,0	289,5	309,5	-36,0	114,9	78,9	388,5	-16,9	-20,2	-18,5	-55,6	332,8
2013		45,3	245,8	291,1	-111,1	43,9	-67,2	223,9	-12,0	-48,8	-62,8	-123,6	100,3
2014		58,0	370,2	428,1	-91,9	3,6	-88,3	339,8	0,8	10,7	12,5	24,0	363,7
2014	T3	16,7	109,1	125,7	-27,1	5,1	-22,0	103,8	-8,1	10,0	3,4	5,3	109,1
	T4	19,1	125,9	145,1	-40,9	-9,0	-50,0	95,1	-0,5	11,2	18,4	29,1	124,2
2015	T1	25,2	188,7	213,9	-63,3	4,8	-58,5	155,4	2,3	4,9	-8,7	-1,6	153,9
	T2	21,3	151,6	172,8	-49,1	15,0	-34,1	138,7	-34,3	1,5	1,9	-30,9	107,9
2015	Février	7,6	47,2	54,8	-19,3	2,7	-16,6	38,2	12,8	4,4	6,9	24,1	62,3
	Mars	1,3	59,8	61,1	-8,9	10,4	1,5	62,6	-7,0	-6,6	-13,2	-26,8	35,8
	Avril	9,6	37,7	47,4	-8,5	4,0	-4,5	42,8	4,1	15,3	7,5	26,9	69,7
	Mai	3,4	70,9	74,3	-34,1	6,0	-28,1	46,2	-18,0	-8,8	-11,1	-37,9	8,3
	Juin	8,2	43,0	51,2	-6,5	5,0	-1,5	49,7	-20,4	-4,9	5,4	-19,9	29,8
	Juillet ^(p)	6,1	70,5	76,6	-14,1	1,0	-13,1	63,4	14,4	18,2	-6,4	26,2	89,7
Taux de croissance													
2012		2,4	7,3	6,4	-1,9	5,9	2,1	4,5	-11,6	-3,9	-9,9	-6,6	3,5
2013		5,2	5,8	5,7	-6,2	2,1	-1,7	2,5	-9,5	-10,4	-37,8	-16,2	1,0
2014		6,4	8,2	7,9	-5,4	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	18,3	3,9	3,7
2014	T3	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-1,1	-26,8	-4,1	2,5
	T4	6,4	8,2	7,9	-5,4	0,2	-2,3	3,7	0,7	2,6	18,3	3,9	3,7
2015	T1	7,3	10,5	10,0	-7,7	0,3	-3,2	4,6	5,1	5,3	11,0	5,5	4,7
	T2	8,8	12,3	11,7	-10,8	0,7	-4,3	5,2	-30,9	6,8	25,1	0,5	4,9
2015	Février	7,9	9,4	9,1	-7,3	0,0	-3,2	4,1	0,5	3,4	22,1	4,8	4,1
	Mars	7,3	10,5	10,0	-7,7	0,3	-3,2	4,6	5,1	5,3	11,0	5,5	4,7
	Avril	8,2	11,0	10,5	-8,0	0,5	-3,3	4,9	6,2	9,2	40,0	11,6	5,3
	Mai	8,3	11,8	11,2	-10,3	0,7	-4,1	5,0	-9,5	7,7	15,1	4,7	5,0
	Juin	8,8	12,3	11,7	-10,8	0,7	-4,3	5,2	-30,9	6,8	25,1	0,5	4,9
	Juillet ^(p)	8,9	12,7	12,1	-11,5	0,8	-4,6	5,4	-19,1	7,9	25,6	3,6	5,3

Source : BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3 ¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques ⁴⁾
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2012	1 618,7	1 112,8	406,9	88,1	10,8	5 308,6	2 360,4	977,3	1 960,3	10,5	811,2	209,1	306,3
2013	1 710,6	1 198,6	400,8	94,7	16,5	5 414,0	2 542,6	875,7	1 991,2	4,5	801,0	192,8	298,6
2014	1 813,6	1 329,4	368,3	96,5	19,5	5 556,9	2 753,4	810,7	1 989,9	2,8	885,5	218,9	330,8
2014 T3	1 789,5	1 283,8	391,1	99,2	15,4	5 531,9	2 686,9	845,1	1 995,1	4,9	794,8	208,4	327,1
T4	1 813,6	1 329,4	368,3	96,5	19,5	5 556,9	2 753,4	810,7	1 989,9	2,8	885,5	218,9	330,8
2015 T1	1 847,0	1 392,6	340,4	99,0	14,9	5 598,3	2 843,8	761,7	1 988,8	3,9	952,8	225,0	339,0
T2	1 851,9	1 407,1	320,7	111,9	12,2	5 649,4	2 911,5	734,7	2 000,3	2,8	965,7	228,6	339,6
2015 Février	1 851,7	1 393,7	347,1	97,0	13,9	5 566,5	2 810,2	771,1	1 980,9	4,3	905,4	224,4	349,6
Mars	1 847,0	1 392,6	340,4	99,0	14,9	5 598,3	2 843,8	761,7	1 988,8	3,9	952,8	225,0	339,0
Avril	1 844,5	1 387,5	333,3	112,8	10,9	5 611,5	2 859,2	756,7	1 991,9	3,7	959,3	229,8	344,3
Mai	1 852,0	1 403,6	324,3	111,9	12,2	5 624,4	2 878,1	745,8	1 996,7	3,8	966,4	230,7	346,4
Juin	1 851,9	1 407,1	320,7	111,9	12,2	5 649,4	2 911,5	734,7	2 000,3	2,8	965,7	228,6	339,6
Juillet ^(p)	1 889,1	1 440,1	323,2	113,0	12,8	5 667,8	2 945,3	721,5	1 997,8	3,2	980,9	233,7	344,6
Flux													
2012	72,2	99,4	-33,2	10,0	-4,0	222,8	99,4	35,6	100,2	-12,5	16,5	15,0	25,0
2013	97,9	90,4	-6,0	7,7	5,8	108,7	183,7	-100,1	31,1	-6,0	-17,4	-14,2	-8,5
2014	68,6	90,2	-25,4	1,4	2,5	140,4	209,1	-65,6	-1,4	-1,7	46,4	6,3	20,9
2014 T3	29,6	33,6	-5,7	1,9	-0,2	47,3	61,9	-16,0	1,0	0,4	-8,3	-2,3	12,6
T4	7,1	16,3	-12,1	-1,2	4,0	26,0	67,7	-33,0	-6,6	-2,0	56,4	-8,2	-5,7
2015 T1	29,6	49,1	-17,2	2,5	-4,9	39,1	81,4	-43,3	-0,1	1,1	50,5	4,6	8,6
T2	8,8	29,4	-19,0	1,0	-2,6	52,9	71,6	-27,2	9,6	-1,1	16,9	3,9	0,7
2015 Février	11,7	13,5	-5,0	0,8	2,5	12,1	23,4	-12,7	1,0	0,4	18,3	-4,6	5,8
Mars	-9,0	-3,9	-8,0	2,0	0,9	30,7	32,8	-9,9	8,2	-0,4	43,0	0,3	-10,7
Avril	1,6	10,0	-6,3	1,9	-3,9	14,9	18,9	-5,0	1,3	-0,3	10,2	5,1	5,4
Mai	5,2	14,4	-9,5	-0,9	1,2	12,0	18,3	-11,2	4,7	0,2	4,8	0,7	2,0
Juin	2,0	5,0	-3,2	0,0	0,1	25,9	34,4	-11,1	3,6	-1,1	1,8	-1,9	-6,7
Juillet ^(p)	33,3	31,4	0,3	1,1	0,5	17,6	33,2	-13,6	-2,4	0,4	13,0	4,8	3,2
Taux de croissance													
2012	4,7	9,8	-7,5	13,2	-25,2	4,4	4,4	3,8	5,4	-54,2	2,1	7,8	9,1
2013	6,1	8,1	-1,5	8,8	54,6	2,0	7,8	-10,3	1,6	-57,0	-2,2	-6,9	-2,8
2014	4,0	7,5	-6,3	1,5	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,4	7,0
2014 T3	6,0	8,6	-2,1	3,4	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,9	2,3	3,3
T4	4,0	7,5	-6,3	1,5	14,5	2,6	8,2	-7,5	-0,1	-37,2	5,5	3,4	7,0
2015 T1	4,6	9,5	-10,0	3,6	-5,7	2,8	9,7	-11,2	0,1	-31,0	14,6	-0,8	5,2
T2	4,2	10,1	-14,1	4,5	-23,3	3,0	10,8	-13,9	0,2	-38,0	13,7	-1,3	5,1
2015 Février	4,8	9,9	-8,9	1,3	-21,9	2,5	8,9	-10,3	-0,2	-25,5	7,9	-0,9	8,0
Mars	4,6	9,5	-10,0	3,6	-5,7	2,8	9,7	-11,2	0,1	-31,0	14,6	-0,8	5,2
Avril	4,4	9,9	-11,4	5,5	-37,8	2,9	10,0	-11,4	0,1	-35,3	15,6	1,5	7,5
Mai	4,4	10,4	-13,9	4,5	-24,1	2,9	10,2	-12,7	0,2	-25,3	13,4	1,8	8,5
Juin	4,2	10,1	-14,1	4,5	-23,3	3,0	10,8	-13,9	0,2	-38,0	13,7	-1,3	5,1
Juillet ^(p)	5,5	11,7	-14,3	4,6	-11,1	3,1	11,2	-15,1	0,2	-35,4	14,4	-1,6	4,9

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

5.3 Créances sur les résidents de la zone euro ¹⁾

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

		Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro								
		Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts					Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires	
						Total	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			
													Corrigé des cessions de prêts et de la titrisation ²⁾
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours													
2012		3 410,8	1 169,3	2 241,5	13 069,5	10 860,0	—	4 544,6	5 242,3	984,3	89,0	1 435,9	773,6
2013		3 407,5	1 096,3	2 311,2	12 709,4	10 546,4	—	4 354,1	5 221,4	872,6	98,3	1 363,9	799,1
2014		3 609,7	1 131,7	2 478,0	12 562,5	10 512,2	—	4 280,3	5 199,3	904,6	128,1	1 276,5	773,8
2014	T3	3 508,9	1 102,2	2 406,7	12 561,8	10 444,8	—	4 288,1	5 194,6	858,8	103,3	1 307,0	810,1
	T4	3 609,7	1 131,7	2 478,0	12 562,5	10 512,2	—	4 280,3	5 199,3	904,6	128,1	1 276,5	773,8
2015	T1	3 674,0	1 153,4	2 520,6	12 674,3	10 613,9	—	4 310,1	5 233,7	935,5	134,6	1 273,1	787,3
	T2	3 684,8	1 137,6	2 547,1	12 624,5	10 590,4	—	4 291,7	5 257,2	905,0	136,5	1 243,7	790,3
2015	Février	3 638,7	1 146,7	2 492,0	12 650,5	10 588,3	—	4 312,8	5 221,0	917,4	137,1	1 272,9	789,3
	Mars	3 674,0	1 153,4	2 520,6	12 674,3	10 613,9	—	4 310,1	5 233,7	935,5	134,6	1 273,1	787,3
	Avril	3 702,3	1 151,6	2 550,7	12 654,0	10 610,4	—	4 303,9	5 236,3	933,1	137,1	1 262,0	781,7
	Mai	3 698,4	1 144,0	2 554,4	12 659,4	10 611,2	—	4 300,4	5 243,4	923,2	144,2	1 257,2	791,0
	Juin	3 684,8	1 137,6	2 547,1	12 624,5	10 590,4	—	4 291,7	5 257,2	905,0	136,5	1 243,7	790,3
	Juillet ^(p)	3 727,5	1 132,7	2 594,8	12 712,5	10 608,6	—	4 300,0	5 260,5	916,7	131,5	1 297,4	806,5
	Flux												
2012		185,0	-4,0	189,0	-100,6	-69,1	-13,4	-107,6	26,0	14,5	-2,0	-69,9	38,5
2013		-24,4	-73,6	49,2	-304,5	-247,4	-221,2	-132,8	-3,5	-120,7	9,6	-71,7	14,6
2014		73,6	16,3	57,3	-106,8	-50,7	19,2	-58,3	-15,0	11,0	11,6	-90,0	33,9
2014	T3	40,4	-1,4	41,8	-18,7	-10,3	-10,6	-18,4	8,2	-4,4	4,2	-14,1	5,7
	T4	47,5	12,8	34,7	1,7	22,8	33,6	4,3	5,1	6,8	6,6	-36,7	15,6
2015	T1	38,5	21,5	17,0	34,6	45,8	52,9	8,3	20,1	11,5	6,0	-4,0	-7,2
	T2	59,8	-15,4	75,2	-13,1	4,0	22,3	1,2	29,7	-28,9	2,0	-24,3	7,1
2015	Février	-20,1	2,7	-22,8	10,6	8,3	15,5	10,3	1,4	-1,5	-1,9	-5,7	8,0
	Mars	27,2	5,4	21,9	14,0	21,5	20,9	-3,0	12,9	14,2	-2,6	-1,1	-6,4
	Avril	39,3	-1,5	40,8	-1,9	12,5	23,1	2,2	7,1	0,6	2,7	-8,9	-5,6
	Mai	8,9	-7,8	16,7	1,2	-1,7	6,6	-4,8	6,9	-10,9	7,0	-4,9	7,8
	Juin	11,6	-6,0	17,6	-12,4	-6,8	-7,4	3,8	15,7	-18,7	-7,7	-10,5	4,9
	Juillet ^(p)	31,6	-5,0	36,7	77,2	21,2	35,9	9,7	4,5	12,1	-5,0	44,9	11,0
Taux de croissance													
2012		5,8	-0,3	9,5	-0,8	-0,6	-0,1	-2,3	0,5	1,5	-2,2	-4,6	5,2
2013		-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,0	-2,9	-0,1	-12,2	10,8	-5,0	1,9
2014		2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,3	-0,3	1,1	11,8	-6,6	4,2
2014	T3	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,5	8,5	-8,5	1,8
	T4	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	0,2	-1,3	-0,3	1,1	11,8	-6,6	4,2
2015	T1	2,8	2,0	3,2	-0,3	0,1	0,8	-0,6	0,0	2,3	14,1	-5,0	2,9
	T2	5,3	1,6	7,1	0,0	0,6	0,9	-0,1	1,2	-1,9	17,8	-6,0	2,6
2015	Février	1,9	1,5	2,1	-0,5	-0,1	0,6	-0,6	-0,2	0,5	15,4	-5,6	4,0
	Mars	2,8	2,0	3,2	-0,3	0,1	0,8	-0,6	0,0	2,3	14,1	-5,0	2,9
	Avril	3,9	2,4	4,7	0,0	0,1	0,9	-0,4	0,0	0,3	17,2	-2,5	2,7
	Mai	4,1	0,9	5,6	0,2	0,6	1,0	-0,2	1,0	-0,9	27,0	-5,4	3,7
	Juin	5,3	1,6	7,1	0,0	0,6	0,9	-0,1	1,2	-1,9	17,8	-6,0	2,6
	Juillet ^(p)	5,8	0,8	8,1	0,7	0,9	1,4	0,4	1,3	0,4	10,1	-2,8	3,0

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾					
	Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consomma- tion	Prêts au logement	Autres prêts	
		Corrigé des cessions et de la titrisation ⁴⁾					Corrigé des cessions et de la titrisation ⁴⁾				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Encours											
2012	4 544,6	—	1 127,9	795,6	2 621,0	5 242,3	—	602,0	3 823,6	816,7	
2013	4 354,1	—	1 065,6	740,8	2 547,8	5 221,4	—	573,5	3 851,5	796,4	
2014	4 280,3	—	1 081,2	725,1	2 474,0	5 199,3	—	563,3	3 860,1	776,0	
2014	T3	4 288,1	—	1 056,5	726,1	2 505,4	5 194,6	—	567,1	3 843,7	783,8
	T4	4 280,3	—	1 081,2	725,1	2 474,0	5 199,3	—	563,3	3 860,1	776,0
2015	T1	4 310,1	—	1 089,9	738,9	2 481,3	5 233,7	—	567,9	3 890,4	775,4
	T2	4 291,7	—	1 084,5	744,4	2 462,8	5 257,2	—	578,5	3 907,6	771,1
2015	Février	4 312,8	—	1 090,4	734,7	2 487,7	5 221,0	—	565,2	3 882,2	773,6
	Mars	4 310,1	—	1 089,9	738,9	2 481,3	5 233,7	—	567,9	3 890,4	775,4
	Avril	4 303,9	—	1 090,4	738,0	2 475,5	5 236,3	—	566,9	3 894,8	774,6
	Mai	4 300,4	—	1 085,2	742,7	2 472,5	5 243,4	—	568,3	3 901,7	773,4
	Juin	4 291,7	—	1 084,5	744,4	2 462,8	5 257,2	—	578,5	3 907,6	771,1
	Juillet ^(p)	4 300,0	—	1 086,9	744,7	2 468,3	5 260,5	—	578,7	3 911,7	770,1
	Flux										
2012	-107,6	-60,3	6,2	-51,4	-62,3	26,0	34,7	-17,7	48,8	-5,1	
2013	-132,8	-127,5	-44,5	-44,5	-43,7	-3,5	14,3	-18,1	27,6	-13,1	
2014	-58,3	-45,0	-13,6	1,6	-46,2	-15,0	41,2	-3,0	-3,2	-8,8	
2014	T3	-18,4	-19,9	-3,1	-6,8	-8,4	8,2	9,6	1,2	13,1	-6,1
	T4	4,3	6,8	-7,3	8,5	3,0	5,1	13,9	-2,2	9,3	-2,1
2015	T1	8,3	11,2	-0,7	7,3	1,8	20,1	24,2	2,2	17,9	0,0
	T2	1,2	10,7	-0,1	11,6	-10,2	29,7	38,7	9,1	21,7	-1,2
2015	Février	10,3	12,4	3,1	-1,1	8,4	1,4	6,4	-0,7	3,8	-1,7
	Mars	-3,0	-2,0	-1,8	3,7	-4,9	12,9	11,6	2,9	7,5	2,4
	Avril	2,2	4,2	3,7	0,7	-2,2	7,1	15,4	-0,7	7,5	0,3
	Mai	-4,8	1,1	-6,2	4,3	-2,8	6,9	9,2	1,7	6,4	-1,1
	Juin	3,8	5,4	2,5	6,5	-5,2	15,7	14,0	8,2	7,8	-0,3
	Juillet ^(p)	9,7	14,6	2,1	0,3	7,2	4,5	14,0	0,8	4,4	-0,7
Taux de croissance											
2012	-2,3	-1,3	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,8	1,3	-0,6	
2013	-2,9	-2,8	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6	
2014	-1,3	-1,0	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	-0,1	-1,1	
2014	T3	-2,0	-1,8	-1,4	-3,3	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
	T4	-1,3	-1,0	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,8	-0,5	-0,1	-1,1
2015	T1	-0,6	-0,2	-0,7	2,1	-1,2	0,0	1,1	-0,1	0,2	-1,1
	T2	-0,1	0,2	-1,1	2,8	-0,6	1,2	1,7	1,8	1,6	-1,2
2015	Février	-0,6	-0,3	0,5	0,8	-1,5	-0,2	0,9	-0,5	0,0	-1,1
	Mars	-0,6	-0,2	-0,7	2,1	-1,2	0,0	1,1	-0,1	0,2	-1,1
	Avril	-0,4	0,0	0,4	1,4	-1,2	0,0	1,3	-0,1	0,2	-0,7
	Mai	-0,2	0,2	0,4	2,4	-1,2	1,0	1,5	0,5	1,4	-1,0
	Juin	-0,1	0,2	-1,1	2,8	-0,6	1,2	1,7	1,8	1,6	-1,2
	Juillet ^(p)	0,4	0,9	-0,2	3,1	-0,2	1,3	1,9	1,8	1,6	-0,5

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

	Passif des IFM						Actif des IFM			
	Dépôts de l'administration centrale ²⁾	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Créances nettes sur les non-résidents	Autre		
		Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total	Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾	Prises en pension de contreparties centrales ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2012	305,4	7 578,1	2 395,9	106,0	2 680,8	2 395,4	1 029,8	154,4	260,8	201,2
2013	260,2	7 311,0	2 373,3	91,5	2 506,3	2 340,0	1 153,9	130,6	183,8	122,1
2014	262,0	7 175,5	2 253,5	92,2	2 375,1	2 454,6	1 388,8	181,2	185,3	139,8
2014 T3	249,7	7 336,1	2 278,6	92,4	2 457,0	2 507,9	1 419,3	183,5	163,6	121,7
T4	262,0	7 175,5	2 253,5	92,2	2 375,1	2 454,6	1 388,8	181,2	185,3	139,8
2015 T1	287,6	7 314,0	2 259,8	90,5	2 394,8	2 568,8	1 511,5	230,9	234,8	159,1
T2	265,1	7 155,8	2 219,9	86,5	2 331,5	2 517,9	1 457,0	239,8	224,5	143,7
2015 Février	263,0	7 292,9	2 263,3	91,8	2 396,3	2 541,5	1 450,8	257,8	226,3	144,5
Mars	287,6	7 314,0	2 259,8	90,5	2 394,8	2 568,8	1 511,5	230,9	234,8	159,1
Avril	260,3	7 227,8	2 238,2	88,7	2 355,3	2 545,6	1 450,6	229,0	209,3	132,1
Mai	275,9	7 220,5	2 232,7	87,4	2 343,2	2 557,2	1 467,0	233,7	222,9	140,7
Juin	265,1	7 155,8	2 219,9	86,5	2 331,5	2 517,9	1 457,0	239,8	224,5	143,7
Juillet ^(p)	248,1	7 148,2	2 228,9	85,7	2 316,0	2 517,5	1 391,7	248,5	202,2	137,4
Flux										
2012	-4,9	-112,8	-156,3	-10,2	-106,4	160,1	99,5	31,3	9,4	41,5
2013	-46,0	-90,8	-18,6	-14,3	-137,6	79,7	359,2	-66,6	32,2	43,9
2014	-6,9	-162,4	-120,1	2,1	-154,9	110,5	246,0	-18,3	1,5	17,7
2014 T3	-20,9	-1,8	-28,4	2,3	-28,5	52,7	38,4	26,4	-7,7	2,6
T4	4,5	-94,1	-25,5	1,2	-77,4	7,5	37,8	-52,4	21,7	18,1
2015 T1	22,4	-50,8	-31,1	-2,8	-47,2	30,3	3,6	48,8	49,4	19,3
T2	-22,5	-80,8	-39,3	-4,0	-48,3	10,8	-8,1	-34,0	-10,3	-15,4
2015 Février	-43,1	-17,5	-8,6	-1,0	-12,1	4,2	-21,1	32,3	23,0	11,3
Mars	24,6	-15,2	-6,0	-1,3	-22,7	14,8	28,8	-24,8	8,4	14,6
Avril	-27,3	-38,1	-19,2	-1,8	-18,9	1,8	-30,3	-2,7	-25,4	-27,0
Mai	15,6	-17,7	-6,9	-1,3	-23,9	14,4	4,3	-8,1	13,6	8,6
Juin	-10,8	-25,0	-13,2	-0,9	-5,5	-5,4	17,9	-23,2	1,6	3,1
Juillet ^(p)	-17,0	-6,2	12,7	-0,7	-21,5	3,4	-55,1	12,7	-22,3	-6,4
Taux de croissance										
2012	-1,5	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,1	—	—	2,5	26,1
2013	-15,1	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,4	—	—	10,3	23,5
2014	-2,7	-2,2	-5,1	2,3	-6,1	4,6	—	—	0,8	14,5
2014 T3	-11,5	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	—	—	-17,5	-3,2
T4	-2,7	-2,2	-5,1	2,3	-6,1	4,6	—	—	0,8	14,5
2015 T1	5,7	-2,9	-5,9	-0,3	-6,8	3,9	—	—	32,5	36,3
T2	-6,0	-3,1	-5,4	-3,7	-8,1	4,1	—	—	31,0	20,7
2015 Février	-4,3	-2,5	-5,8	0,9	-5,9	4,2	—	—	27,0	28,4
Mars	5,7	-2,9	-5,9	-0,3	-6,8	3,9	—	—	32,5	36,3
Avril	-5,6	-3,1	-5,5	-2,3	-7,3	3,3	—	—	28,6	33,0
Mai	-2,5	-3,2	-5,3	-3,8	-8,4	4,2	—	—	51,4	51,4
Juin	-6,0	-3,1	-5,4	-3,7	-8,1	4,1	—	—	31,0	20,7
Juillet ^(p)	-12,7	-3,1	-4,4	-5,1	-8,5	3,5	—	—	19,0	13,6

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
2011	- 4,1	- 3,3	- 0,7	- 0,2	0,0	- 1,2
2012	- 3,6	- 3,4	- 0,3	0,0	0,0	- 0,6
2013	- 2,9	- 2,5	- 0,2	0,0	- 0,1	- 0,1
2014	- 2,4	- 2,1	- 0,2	0,0	- 0,1	0,2
2014 T2	- 2,6	.	.	.	.	0,1
T3	- 2,4	.	.	.	.	0,3
T4	- 2,4	.	.	.	.	0,2
2015 T1	- 2,4	.	.	.	.	0,2

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
2011	44,8	44,4	11,7	12,6	15,1	0,4	49,0	44,7	10,4	5,3	3,0	22,2	4,3
2012	45,9	45,5	12,2	12,9	15,3	0,4	49,5	45,1	10,4	5,3	3,0	22,6	4,4
2013	46,6	46,1	12,5	12,9	15,5	0,5	49,4	45,4	10,4	5,3	2,8	22,9	4,0
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,4	10,3	5,3	2,6	23,1	3,7
2014 T2	46,7	46,2	12,5	13,0	15,5	0,5	49,3	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	3,9
T3	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	3,7
T4	46,7	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,4	10,3	5,3	2,6	23,1	3,7
2015 T1	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,0	45,3	10,3	5,3	2,5	23,1	3,7

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

6.3 Ratio dette publique/PIB

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

	Total	Instrument financier			Dé détenteur			Échéance initiale		Durée résiduelle			Devises	
		Monnaie fidu- ciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents	IFM	Créanciers non résidents	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou mon- naies parti- cipantes	Autres devises
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	85,8	2,9	15,3	67,5	42,7	24,3	43,1	12,2	73,6	20,3	29,8	35,7	84,0	1,8
2012	89,1	3,0	17,2	68,8	45,4	26,2	43,6	11,4	77,7	19,5	31,6	38,0	86,9	2,2
2013	90,9	2,7	17,0	71,2	45,9	26,1	45,0	10,4	80,5	19,4	32,2	39,3	89,0	2,0
2014	92,0	2,7	16,8	72,4	45,2	25,9	46,8	10,1	81,8	19,2	32,2	40,5	89,9	2,0
2014 T2	92,7	2,7	16,7	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	92,1	2,6	16,7	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	92,0	2,7	16,9	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 T1	92,9	2,7	16,7	73,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 ³⁾								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
2011	2,1	1,2	0,1	- 0,3	0,2	- 0,2	- 0,2	- 0,1	0,4	0,1	0,8	3,9
2012	3,3	0,6	0,1	1,1	0,3	0,3	- 0,1	0,5	- 1,3	0,3	2,7	5,0
2013	1,8	0,1	- 0,2	- 0,6	- 0,4	- 0,4	- 0,1	0,3	0,0	0,4	2,0	2,7
2014	1,1	- 0,2	0,2	0,0	0,2	- 0,1	- 0,2	0,1	- 0,1	0,2	1,1	2,7
2014 T2	0,9	- 0,1	- 0,2	- 0,1	0,0	0,0	- 0,2	0,1	- 0,2	0,1	1,3	2,6
T3	1,0	- 0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	- 0,2	0,2	- 0,3	0,3	1,2	2,7
T4	1,1	- 0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	- 0,2	0,1	- 0,1	0,1	1,1	2,7
2015 T1	0,9	- 0,2	0,1	0,2	0,4	- 0,1	- 0,2	0,1	- 0,2	0,1	1,0	2,7

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

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

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

6.5 Titres de créance des administrations publiques ¹⁾

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

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

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									
2011	- 4,1	- 0,9	1,2	- 12,7	- 10,2	- 9,4	- 5,1	- 3,5	- 5,8
2012	- 4,1	0,1	- 0,2	- 8,1	- 8,7	- 10,3	- 4,8	- 3,0	- 5,8
2013	- 2,9	0,1	- 0,2	- 5,8	- 12,3	- 6,8	- 4,1	- 2,9	- 4,9
2014	- 3,2	0,7	0,6	- 4,1	- 3,5	- 5,8	- 4,0	- 3,0	- 8,8
2014 T2	- 3,3	0,3	- 0,3	.	- 3,0	- 6,2	- 3,9	- 2,9	- 11,9
T3	- 3,1	0,5	- 0,2	.	- 2,3	- 5,7	- 4,0	- 2,8	- 10,2
T4	- 3,2	0,6	0,6	.	- 3,5	- 5,8	- 4,0	- 3,0	- 8,8
2015 T1	- 3,5	0,7	0,4	.	- 4,6	- 5,8	- 3,9	- 2,9	- 0,2
Dettes des administrations publiques									
2011	102,0	77,9	6,0	111,2	171,3	69,2	85,2	116,4	66,0
2012	103,8	79,3	9,7	121,7	156,9	84,4	89,6	123,1	79,5
2013	104,4	77,1	10,1	123,2	175,0	92,1	92,3	128,5	102,2
2014	106,5	74,7	10,6	109,7	177,1	97,7	95,0	132,1	107,5
2014 T2	108,9	75,8	10,5	116,8	177,4	96,4	95,5	134,1	109,8
T3	108,3	75,3	10,5	114,3	175,8	96,8	95,7	132,0	104,7
T4	106,6	74,9	10,6	109,7	177,1	97,7	95,6	132,1	107,5
2015 T1	111,1	74,4	10,5	.	168,8	98,0	97,5	135,1	106,8

	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										
2011	- 3,3	- 8,9	0,4	- 2,6	- 4,3	- 2,6	- 7,4	- 6,6	- 4,1	- 1,0
2012	- 0,8	- 3,1	0,1	- 3,6	- 4,0	- 2,2	- 5,6	- 4,0	- 4,2	- 2,1
2013	- 0,7	- 2,6	0,9	- 2,6	- 2,3	- 1,3	- 4,8	- 14,9	- 2,6	- 2,5
2014	- 1,4	- 0,7	0,6	- 2,1	- 2,3	- 2,4	- 4,5	- 4,9	- 2,9	- 3,2
2014 T2	- 0,3	- 1,3	1,3	- 3,4	- 3,0	- 1,2	- 4,6	- 12,8	- 2,6	- 2,7
T3	- 0,0	- 0,7	0,7	- 2,8	- 2,8	- 0,4	- 4,4	- 12,8	- 2,8	- 2,8
T4	- 1,4	- 0,7	0,6	- 2,1	- 2,4	- 2,4	- 4,5	- 4,9	- 2,9	- 3,1
2015 T1	- 1,9	- 0,8	0,3	- 2,5	- 2,0	- 1,9	- 4,4	- 4,6	- 2,8	- 3,0
Dettes des administrations publiques										
2011	42,7	37,2	19,1	69,7	61,3	82,1	111,1	46,5	43,4	48,5
2012	40,9	39,8	21,9	67,4	66,5	81,5	125,8	53,7	52,1	52,9
2013	38,2	38,8	24,0	69,2	68,6	80,9	129,7	70,3	54,6	55,8
2014	40,0	40,9	23,6	68,0	68,8	84,5	130,2	80,9	53,6	59,3
2014 T2	41,0	38,6	22,4	74,8	68,6	82,2	130,8	78,2	55,7	58,5
T3	40,4	38,1	22,1	72,2	68,0	80,7	132,2	77,7	55,4	57,8
T4	40,0	40,8	22,1	68,5	67,9	84,4	130,2	80,9	53,6	59,3
2015 T1	35,0	38,1	21,6	70,3	68,9	84,7	129,6	81,9	54,0	60,3

Source : Eurostat.

© **Banque centrale européenne**

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

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

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 2 septembre 2015.

ISSN 2363-3425 (epub)
ISSN 2363-3425 (PDF)
Numéro de catalogue UE : QB-BP-15-001-FR-E (epub)
Numéro de catalogue UE : QB-BP-15-001-FR-N (PDF)

Directeur de la publication :

Nathalie Aufauvre

Secrétaire général