



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 7 / 2015



Table des matières

Évolutions économiques et monétaires récentes

Synthèse	3
1 Environnement extérieur	6
2 Évolutions financières	9
3 Activité économique	11
4 Prix et coûts	14
5 Monnaie et crédit	17

Encadrés

1 Les liens commerciaux entre la zone euro et la Chine	20
2 L'explication des déterminants de la récente hausse de la volatilité des cours du pétrole	24
3 Évaluation de la croissance récente de la consommation dans la zone euro	27
4 Nouvelles données relatives aux prêts au secteur privé corrigés des cessions et de la titrisation	30
5 La création d'un comité budgétaire européen	34

Articles

La transmission des récentes mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE	38
Les implications budgétaires à court terme des réformes structurelles	61
Statistiques européennes : la coopération entre le Système européen de banques centrales et le Système statistique européen	82

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

Évolutions économiques et monétaires récentes

Synthèse

L'activité économique mondiale est restée modérée au troisième trimestre 2015, avec des divergences considérables entre les principales économies. La croissance s'est ralentie aux États-Unis et au Royaume-Uni, après un renforcement de l'activité au deuxième trimestre, tandis qu'elle est restée relativement atone au Japon. En Chine, les données pour le troisième trimestre restent conformes à un ralentissement progressif de l'économie. Dans les économies de marché émergentes, la baisse antérieure des prix des matières premières a entraîné une divergence de la croissance entre les pays importateurs de matières premières et les pays exportateurs de matières premières. Le commerce international demeure atone, tandis que l'inflation totale à l'échelle mondiale s'est stabilisée à de faibles niveaux au cours des derniers mois.

Les marchés financiers de la zone euro ont continué de faire preuve d'une certaine volatilité. Les rendements des emprunts publics ont fortement diminué dans l'ensemble des pays de la zone euro, le rendement des obligations souveraines à dix ans pondéré du PIB fléchissant de 30 points de base environ depuis début septembre, pour ressortir à 1,16 % le 21 octobre. Les cours boursiers de la zone euro se situaient à un niveau supérieur de 2 % environ à la fin de cette période, malgré d'importantes oscillations des prix et une chute temporaire de 6 % environ. Le taux de change effectif de l'euro est resté globalement stable.

Malgré un environnement extérieur moins favorable, le redressement économique de la zone euro se poursuit, de plus en plus soutenu par des facteurs intérieurs, notamment par la consommation privée. Au deuxième trimestre 2015, le PIB en volume a augmenté de 0,4 % en rythme trimestriel, après 0,5 % au trimestre précédent. Les indicateurs les plus récents font état d'un rythme de croissance globalement similaire au troisième trimestre. Dans la période à venir, la reprise économique devrait se poursuivre, bien qu'atténuée par une demande extérieure plus faible que prévu. La demande intérieure devrait continuer d'être confortée par les mesures de politique monétaire de la BCE et leur impact favorable sur les conditions de financement ainsi que par les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles. De plus, la baisse des cours du pétrole devrait renforcer le revenu réel disponible des ménages et la rentabilité des entreprises, soutenant ainsi la consommation privée et l'investissement. Toutefois, les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse, reflétant notamment les incertitudes accrues relatives aux évolutions des économies de marché émergentes, qui sont susceptibles de peser davantage sur la croissance mondiale et sur la demande extérieure adressée à la zone euro. La hausse de l'incertitude qui s'est récemment

manifestée dans les évolutions des marchés financiers risque également d'entraîner des répercussions négatives sur la demande intérieure de la zone euro.

Reflétant la baisse des prix de l'énergie, l'inflation totale est revenue en territoire négatif en septembre, ressortant à $-0,1\%$, tandis que l'IPCH hors énergie est resté stable à $0,9\%$. Sur la base des informations disponibles et des contrats à terme sur le pétrole, le rythme de hausse annuelle de l'IPCH se maintiendra à un niveau très bas à court terme, mais devrait s'accélérer à la fin de l'année, essentiellement 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 baisses antérieures du taux de change de l'euro et l'hypothèse d'une légère remontée du prix du pétrole au cours des prochaines années ressortant de l'observation des marchés à terme du pétrole. Des risques découlant des perspectives économiques ainsi que des évolutions sur les marchés financiers et des matières premières pourraient toutefois ralentir davantage la hausse progressive des taux d'inflation vers des niveaux plus proches de 2% .

En dépit d'un certain ralentissement, la croissance de l'agrégat large est restée robuste en août et a continué d'être soutenue par ses composantes les plus liquides. Les sources domestiques de la croissance monétaire ont de nouveau pris une importance croissante, en partie sous l'effet des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE. Des arbitrages au détriment des engagements financiers à long terme et une augmentation des flux de crédit ont été observés, cette dernière évolution reflétant l'incidence du programme étendu d'achats d'actifs. Dans le même temps, la dynamique des prêts est restée sur le chemin d'une reprise progressive, malgré quelques perturbations dans certains pays. Les taux débiteurs des banques appliqués aux sociétés non financières ont encore fléchi en août, les mesures non conventionnelles de la BCE apportant une contribution notable à cette amélioration. Par ailleurs, l'enquête d'octobre 2015 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro indique que les variations des critères d'octroi de crédits et de la demande de prêts continuent de soutenir une reprise de la croissance des prêts.

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 22 octobre 2015, de laisser les taux d'intérêt directeurs inchangés. En ce qui concerne les mesures de politique monétaire non conventionnelles, les achats d'actifs se poursuivent sans difficultés et ont toujours une incidence favorable sur le coût et la disponibilité du crédit pour les entreprises et les ménages. Le Conseil des gouverneurs a souligné que la vigueur et la persistance des facteurs qui ralentissent actuellement le retour de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2% à moyen terme requièrent une analyse approfondie. Les risques pesant sur les perspectives d'inflation font l'objet d'un suivi attentif du Conseil des gouverneurs. Dans ce contexte, le degré de l'orientation accommodante de la politique monétaire devra faire l'objet d'un réexamen lors de la réunion de politique monétaire de décembre, lorsque les nouvelles projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème seront disponibles.

Le Conseil des gouverneurs a souligné qu'il était disposé à agir et en mesure de le faire en utilisant, le cas échéant, tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat, afin de maintenir une orientation accommodante appropriée. En particulier, il a rappelé que l'APP est suffisamment souple, sa dimension, sa composition et sa durée pouvant être modifiées, et a souligné que, dans le même temps, il continuerait à mettre pleinement en œuvre les achats mensuels d'actifs à hauteur de 60 milliards d'euros. Ces achats devraient être effectués jusqu'à 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 l'objectif de la BCE de taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Les indicateurs relatifs à l'économie mondiale font état d'une croissance du PIB en volume restant modérée au troisième trimestre 2015, avec des divergences importantes entre les principales économies.

L'indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale hors zone euro a légèrement fléchi au troisième trimestre et il est resté inférieur à sa moyenne de long terme (cf. graphique 1), faisant ressortir une croissance toujours modérée du PIB. Les évolutions ont présenté de légères divergences dans les économies avancées, même si les indices trimestriels composites des directeurs d'achat relatifs à la production aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon sont restés proches de, ou supérieurs à leurs moyennes de long terme. Dans le même temps, les indices des directeurs d'achat des économies de marché émergentes (EME) ont continué de peser sur l'indice mondial, l'indice trimestriel relatif à la production au Brésil au troisième trimestre affichant une faiblesse notable.

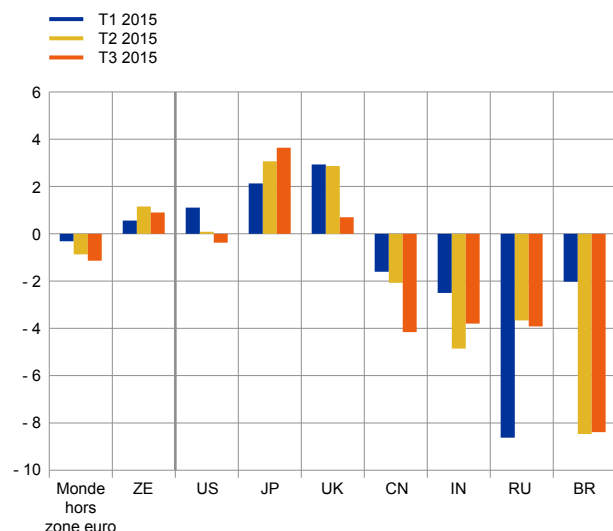
Le commerce mondial demeure atone. Pour la première fois depuis 2009, la croissance des échanges mondiaux est devenue négative au premier semestre 2015. Au troisième trimestre, le volume des importations mondiales de marchandises s'est stabilisé en juillet 2015, avec une croissance étale en glissement trimestriel, après - 0,5 % en juin. Les perspectives d'évolution du commerce mondial restent faibles, toutefois, comme l'indique la nouvelle baisse

de l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation en septembre, qui demeure inférieur au seuil de 50 pour le troisième trimestre consécutif.

Graphique 1

Indice composite mondial des directeurs d'achat pour la production

(indice de diffusion ; écarts par rapport à la moyenne de long terme)



Sources : Markit et calculs de la BCE.

Note : Les moyennes de long terme se rapportent à la période commençant en 1999 ou, pour les données débutant plus tard, à partir des premières observations disponibles. Les données sont disponibles à compter de septembre 2007 pour le Japon, de novembre 2005 pour la Chine, de décembre 2005 pour l'Inde, d'octobre 2001 pour la Russie et de mars 2007 pour le Brésil.

L'inflation totale au plan mondial s'est stabilisée à un bas niveau ces derniers mois.

Dans les pays de l'OCDE, l'inflation annuelle est restée inchangée à 0,6 % depuis mai 2015. Hors produits alimentaires et énergie, elle est également demeurée stable, à 1,7 % en août. Parmi les principales économies hors OCDE, l'inflation a diminué en Chine et au Brésil, tandis qu'elle a légèrement augmenté en Russie. En Russie et au Brésil, l'inflation est encore élevée, reflétant l'incidence haussière de la dépréciation de la monnaie sur les prix des importations.

Aux États-Unis, la croissance de l'activité semble s'être modérée au troisième trimestre 2015, après un fort rebond au deuxième trimestre.

La croissance du PIB en volume a été robuste au deuxième trimestre, ressortant à 1,0 % en glissement trimestriel (contre 0,2 % au trimestre précédent). Les dépenses de consommation sont restées le principal moteur de la croissance et devraient demeurer

robustes, soutenues par la hausse des revenus réels, la réduction de la charge du service de la dette, le bas niveau des taux d'intérêt et la baisse des prix de

l'essence. Cependant, la faiblesse de l'activité dans le secteur manufacturier semble s'être accentuée récemment, comme l'indique la baisse de l'indice sectoriel correspondant de l'*Institute of Supply Management* au cours des trois derniers mois. En outre, les données récentes relatives aux échanges commerciaux indiquent que les exportations nettes pourraient freiner l'activité au troisième trimestre, dans un contexte de vigueur du dollar et de faiblesse relative de la demande étrangère. Le marché du travail a continué de s'améliorer, mais à un rythme plus lent qu'en début d'année. L'inflation est restée à de bas niveaux, avec un IPC annuel total étale en septembre. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation a légèrement augmenté, à 1,9 %, reflétant une hausse des prix des services.

Au Japon, la dynamique de l'économie est restée relativement atone, après une baisse de l'activité au deuxième trimestre. Le PIB en volume a diminué au deuxième trimestre (– 0,3 % en glissement trimestriel), en partie en raison de facteurs temporaires tels que les conditions météorologiques défavorables, mais aussi sous l'effet d'une faiblesse sensible de la consommation privée et de la demande étrangère. Les indicateurs mensuels disponibles pour le troisième trimestre dressent un tableau contrasté. Bien que la hausse de l'indice synthétique des prix à la consommation en août témoigne d'un rebond des dépenses de consommation, la confiance des consommateurs reste fragile. Dans le même temps, les commandes de machines de base du secteur privé (un indicateur avancé des dépenses d'investissement des entreprises) ont fortement baissé en juillet et en août. La hausse de l'IPC annuel total est restée faible en août, mais l'inflation annuelle hors produits alimentaires et énergie a continué de suivre sa tendance à la hausse graduelle.

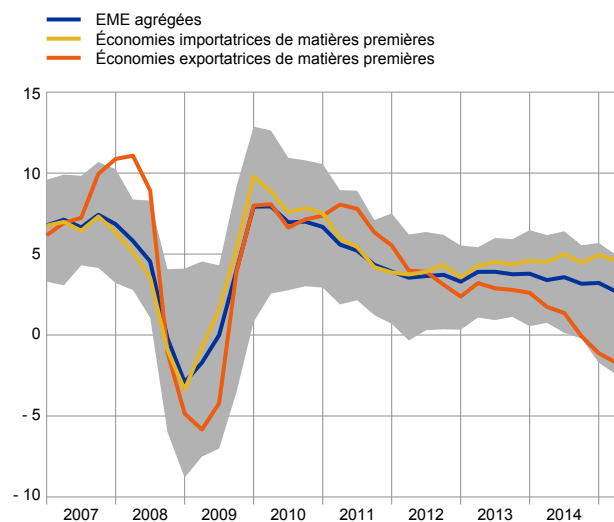
Au Royaume-Uni, l'économie s'oriente vers un ralentissement modéré au deuxième semestre. Au deuxième trimestre 2015, la croissance du PIB en volume a rebondi, s'inscrivant à 0,7 % en rythme trimestriel. La demande intérieure a continué de soutenir la croissance, le faible niveau des prix de l'énergie ayant temporairement renforcé le revenu réel disponible et la consommation, tandis que les exportations nettes ont apporté une contribution positive significative à la croissance au deuxième trimestre 2015. Les indicateurs à court terme, en particulier les données de l'enquête auprès des directeurs d'achat dans les services, sont orientés à la baisse, laissant présager un ralentissement de la croissance économique. Le taux de chômage s'est inscrit en légère baisse à 5,4 % sur la période de trois mois s'achevant en août 2015, tandis que la croissance des bénéfices s'est stabilisée autour de 3 %. La hausse annuelle de l'IPC total reste proche de zéro sous l'effet des faibles niveaux des prix de l'énergie et des produits alimentaires, tandis qu'elle s'inscrit à quelque 1 % en moyenne hors produits alimentaires et énergie au troisième trimestre 2015.

En Chine, les données récentes continuent globalement d'aller dans le sens d'un ralentissement progressif de l'activité économique. Le PIB en volume a augmenté de 1,8 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2015, sans changement par rapport au trimestre précédent. Tandis que certains indicateurs, notamment ceux relatifs aux industries lourdes et à la construction, ont nettement reculé ces derniers trimestres, les modifications structurelles en cours de l'économie (au détriment des industries lourdes et au profit des services et de la consommation),

Graphique 2

Croissance du PIB dans les EME

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Sources nationales et Haver Analytics.

Notes : La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2015. Les courbes sont des moyennes pondérées par le PIB de la croissance du PIB dans les EME. La fourchette s'étend du 10^e au 90^e centile de croissance dans vingt-trois EME. Économies importatrices de matières premières : Hong-Kong, Inde, Corée du Sud, Malaisie, Singapour, Taiwan, Thaïlande, Turquie, Mexique, Pologne, République tchèque, Hongrie ; pays exportateurs de matières premières : Russie, Afrique du Sud, Arabie saoudite, Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Indonésie et Venezuela.

conjuguées à la résistance plus importante des autres secteurs, laissent penser que, globalement, les données disponibles restent cohérentes avec un ralentissement progressif de l'économie. L'activité est soutenue par les effets des mesures antérieures de relance monétaire et budgétaire, qui protègent l'économie chinoise contre un ralentissement plus prononcé. Cependant, les tensions sur les prix restent modérées. L'encadré 1 analyse le rôle de la Chine dans le commerce mondial et ses liens commerciaux avec la zone euro.

La dynamique de la croissance reste faible et inégale dans les autres EME.

Les économies de marché émergentes souffrent d'une multitude de chocs, notamment la forte baisse des prix des matières premières, le durcissement des conditions de financement externes et le ralentissement observé en Chine. Le recul passé des prix des matières premières a entraîné une divergence de la croissance entre les économies importatrices et exportatrices de matières premières (cf. graphique 2). L'activité est restée soutenue dans les pays importateurs de matières premières (notamment l'Inde, la Turquie et

les pays d'Europe centrale et orientale n'appartenant pas à la zone euro), tandis qu'elle a continué de baisser dans les pays exportateurs de matières premières. Ce ralentissement a été particulièrement prononcé dans deux grands pays exportateurs de matières premières, la Russie et le Brésil, où les récessions se sont intensifiées au deuxième trimestre 2015.

Après un nouveau repli durant l'été, les prix du pétrole se sont globalement stabilisés en septembre et en octobre, reflétant les premiers signes d'une modération de l'offre excédentaire.

Du côté de l'offre, l'OPEP a maintenu une production proche de ses niveaux record, sous l'impulsion de l'Arabie saoudite et de l'Irak, même si le ralentissement de la croissance de la production s'est poursuivi. Dans le même temps, la baisse des prix et la diminution de l'investissement semblent avoir provoqué une réduction progressive de la production américaine de pétrole de schiste. Du côté de la demande, la croissance de la demande mondiale de pétrole est restée supérieure à la tendance (stimulée par le bas niveau des prix du pétrole), mais est restée généralement trop faible pour suivre le rythme de croissance de l'offre. L'encadré 2 examine les déterminants de la récente hausse de la volatilité des cours du pétrole. Les prix des matières premières hors énergie sont restés globalement stables ces deux derniers mois.

2 Évolutions financières

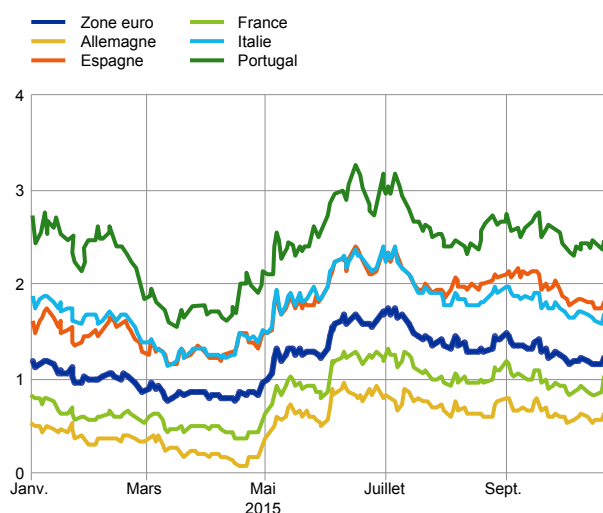
Au cours de la période sous revue, du 2 septembre au 21 octobre 2015, les rendements des emprunts publics se sont nettement contractés dans l'ensemble de la zone euro. Les rendements pondérés du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro ont fléchi de quelque 30 points de base pour s'établir à 1,16 % à la fin de la période sous revue (cf. graphique 3). Une grande part de la baisse est intervenue immédiatement après la réunion du Comité fédéral

de l'*open market* mi-septembre au cours de laquelle il a été décidé de ne pas relever les taux directeurs aux États-Unis. Les rendements souverains ont diminué dans l'ensemble des pays de la zone euro, les pays moins bien notés enregistrant des baisses plus fortes que les pays mieux notés, ce qui a entraîné un nouveau resserrement des écarts des rendements souverains vis-à-vis de l'Allemagne.

Graphique 3

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

(en pourcentage annuel)



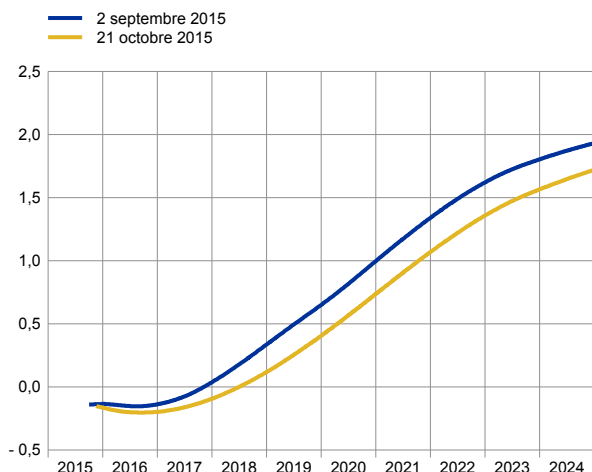
Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : « Zone euro » correspond à la moyenne pondérée du PIB des rendements des obligations souveraines à dix ans. La dernière observation se rapporte au 21 octobre.

Graphique 4

Taux anticipés de l'Eonia

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Les taux anticipés de l'Eonia ont fléchi, en phase avec les évolutions sur les marchés des obligations souveraines. L'intégralité de la courbe

des taux anticipés de l'Eonia, à l'exception de la partie à très court terme où la facilité de dépôt de la BCE ancre le niveau à proximité de – 20 points de base, s'est déplacée vers le bas de 20 points de base environ au cours de la période sous revue (cf. graphique 4). Au cours de la période sous revue, les *fixings* quotidiens de l'Eonia sont restés à l'intérieur d'un couloir étroit compris entre – 12 points de base et – 15 points de base.

Globalement, les marchés boursiers de la zone euro ont légèrement progressé au cours de la période sous revue, après une baisse temporaire de quelque 6 %. L'indice EuroStoxx 50 a progressé de 2 % environ entre début septembre et le 21 octobre.

Des variations de prix importantes ont été observées au cours de cette période, le marché boursier de la zone euro cédant quelque 6 % fin septembre en partie sous l'effet de pressions à la baisse sur le marché boursier à la suite de la réunion du Comité fédéral de l'*open market* et de la révélation de l'affaire Volkswagen. Le marché boursier américain, mesuré par l'indice Standard & Poor's 500, a affiché de meilleurs résultats que le marché boursier de la zone euro, pour clore la période sur une hausse de quelque 4 %.

La volatilité a légèrement diminué, demeurant toutefois un peu supérieure aux faibles niveaux observés au premier semestre. Après la forte hausse

de la volatilité sur les marchés associée à la dévaluation du renminbi chinois et aux mouvements boursiers importants qui l'ont suivie, les évolutions récentes ont été relativement atones, entraînant une baisse progressive de la volatilité. À la fin de la période sous revue, les mesures de la volatilité implicite des marchés boursiers dans la zone euro et aux États-Unis n'étaient que légèrement supérieures aux bas niveaux observés au premier semestre.

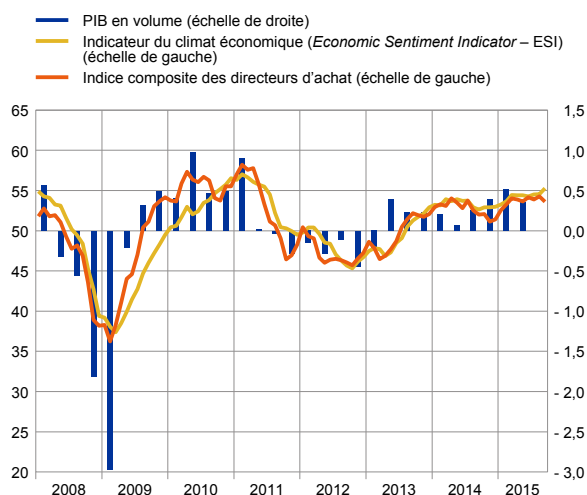
Le taux de change effectif de l'euro est demeuré globalement stable. En termes bilatéraux, l'euro s'est apprécié de 0,9 % par rapport au dollar, reflétant les évolutions des anticipations des marchés quant à la politique monétaire future des États-Unis. L'euro s'est également apprécié par rapport au yen japonais, aux devises de la plupart des économies de marché émergentes et de plusieurs pays d'Europe centrale et orientale. En revanche, il s'est déprécié vis-à-vis de la livre sterling, de la couronne suédoise, du rouble russe et des devises des pays exportateurs de matières premières.

3 Activité économique

Graphique 5

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

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



Sources : Eurostat, Commission européenne, Markit et BCE.

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

En dépit d'un environnement extérieur moins favorable, la reprise économique dans la zone euro se poursuit, de plus en plus soutenue par des facteurs internes, en particulier la consommation privée. La production a augmenté de 0,4 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2015, après une hausse de 0,5 % au trimestre précédent (cf. graphique 5)¹. Les indicateurs les plus récents signalent un rythme de croissance du PIB globalement comparable au troisième trimestre. S'agissant de l'évolution de la reprise, cela fait maintenant presque deux ans et demi que la production augmente, le PIB en volume de la zone euro s'établissant, au deuxième trimestre 2015, 2,7 % au-dessus du point bas constaté au premier trimestre 2013, mais il demeure toutefois 0,8 % en dessous du point haut enregistré avant la crise au premier trimestre 2008.

La consommation privée reste le principal moteur de la reprise en cours. Le profil d'évolution de la consommation s'est renforcé sous l'effet de l'augmentation des revenus, de la baisse des prix du pétrole et de l'allègement progressif des contraintes pesant sur les bilans des ménages (cf. également

l'encadré 3). La hausse globale du revenu disponible réel observée depuis début 2013 est liée, pour l'essentiel, à l'amélioration de la situation sur le marché du travail, signe que le redressement de la consommation privée résulte principalement d'une amélioration de la reprise économique dans la zone euro. Depuis le second semestre 2014, la baisse des prix du pétrole a également soutenu le revenu réel et, donc, la consommation privée. S'agissant des perspectives à court terme, les données récentes relatives au commerce de détail et aux nouvelles immatriculations de voitures particulières ainsi que les données d'enquêtes sur la confiance des consommateurs confirment la persistance d'une croissance soutenue de la consommation privée.

En revanche, l'investissement a été faible depuis le début de la crise et est resté modéré au premier semestre 2015. L'investissement s'établit actuellement 15 % en dessous de son niveau d'avant la crise en 2008, ce qui s'explique dans une large mesure par la forte baisse de la demande tant extérieure qu'intérieure, la faible rentabilité des entreprises, une longue période de conditions de financement défavorables et de grande incertitude généralisée ainsi que par la diminution de l'investissement public et les ajustements du marché de l'immobilier dans plusieurs pays. Récemment, l'investissement a été légèrement volatil, enregistrant une forte hausse au premier trimestre 2015, avant de fléchir au deuxième trimestre. Ce profil

¹ La deuxième publication par Eurostat des comptes nationaux de la zone euro a revu la croissance à la hausse de 0,1 point de pourcentage pour le premier et le deuxième trimestre 2015.

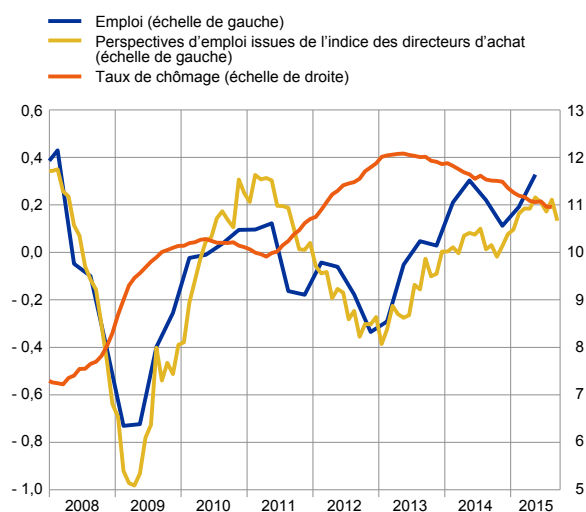
reflète dans une large mesure les évolutions de l'investissement résidentiel, qui a bénéficié au premier trimestre de conditions météorologiques favorables dans certaines parties de la zone euro. Les évolutions récentes de la production de biens d'équipement indiquent une nouvelle progression de l'investissement hors construction dans la zone euro au troisième trimestre, alors que la production dans la construction témoigne de l'atonie persistante affectant ce secteur. En outre, l'enquête la plus récente sur la distribution du crédit bancaire montre que les conditions du crédit restent favorables et que la demande de prêts des entreprises pour financer l'investissement augmente. Pour l'avenir, on s'attend à un rebond conjoncturel de l'investissement, soutenu par des conditions de financement favorables, une amélioration des marges bénéficiaires et une diminution des capacités de production non utilisées. La nécessité d'une poursuite du processus de désendettement des entreprises dans certains pays ainsi que la réduction des anticipations des investisseurs relatives à la croissance à long terme pourraient toutefois peser sur la vitesse de la reprise.

La croissance des exportations de la zone euro devrait s'être ralentie au troisième trimestre, reflétant l'atonie du commerce mondial. Les données relatives aux échanges commerciaux pour juillet et août indiquent un ralentissement de la hausse des exportations au troisième trimestre 2015, probablement sous l'effet de la faible dynamique de croissance dans les économies de marché émergentes et d'un essoufflement progressif en Chine. Des indicateurs rapidement disponibles, comme ceux tirés d'enquêtes, signalent une nouvelle détérioration de la demande étrangère et de la croissance des exportations à court terme. De plus, la récente appréciation de l'euro pourrait peser à terme sur les exportations.

Graphique 6

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

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



Sources : Eurostat, Markit et BCE.

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

Globalement, les derniers indicateurs vont dans le sens d'une poursuite de l'expansion économique au second semestre de cette année.

Les données solides ainsi que les résultats d'enquêtes confirment la poursuite de la croissance à peu près au même rythme qu'au deuxième trimestre. En juillet et en août, la production industrielle hors construction s'est établie en moyenne 0,3 % au-dessus de son niveau moyen au deuxième trimestre, où elle avait fléchi de 0,1 % en rythme trimestriel. L'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator*) s'est amélioré entre le deuxième et le troisième trimestre de cette année, tandis que l'indice composite des directeurs d'achat pour la production est demeuré inchangé (cf. graphique 5).

La situation sur le marché du travail continue de s'améliorer progressivement.

L'emploi a encore augmenté, de 0,3 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2015 (cf. graphique 6), soit la progression annuelle la plus élevée depuis le deuxième trimestre 2008. Par conséquent, l'emploi s'est établi à un niveau supérieur de 0,9 % à celui enregistré un an auparavant.

Le taux de chômage pour la zone euro, qui a commencé à baisser mi-2013, a poursuivi son recul au deuxième trimestre 2015 avant de se stabiliser globalement en juillet et en août, à 11,0 %. Des informations plus récentes tirées de résultats d'enquêtes vont dans le sens d'une nouvelle amélioration progressive du marché du travail au cours des prochains mois.

Pour l'avenir, on s'attend à une poursuite de la reprise économique, qui serait toutefois freinée, en particulier, par une demande étrangère plus faible. La demande intérieure devrait être encore confortée par les mesures de politique monétaire 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, le recul des cours du pétrole devrait soutenir le revenu disponible réel des ménages et la rentabilité des entreprises et, donc, la consommation privée et l'investissement. Toutefois, le redressement de la demande intérieure dans la zone euro continue d'être entravé par l'ajustement nécessaire des bilans dans un certain nombre de secteurs et par la lenteur dans la mise en œuvre des réformes structurelles. Les risques pour les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse, traduisant notamment les incertitudes accrues entourant les évolutions dans les économies de marché émergentes. Les résultats de la dernière enquête auprès des prévisionnistes professionnels, menée début octobre, montrent que les prévisions de croissance du PIB dans le secteur privé demeurent pratiquement inchangées par rapport à la campagne d'enquête précédente réalisée début juillet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>).

4 Prix et coûts

L'inflation totale est revenue en territoire négatif en septembre sous l'effet de la baisse des prix de l'énergie. Selon Eurostat, la variation annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à – 0,1 % en septembre 2015,

après 0,1 % en août (cf. graphique 7).

Le ralentissement de la hausse des prix de l'énergie a plus que compensé la légère accélération de la hausse des prix des produits alimentaires, qui s'est accentuée durant deux mois de suite. Cette évolution a principalement résulté des augmentations plus importantes des prix de la composante légumes des produits alimentaires non transformés par rapport à l'année précédente.

L'inflation sous-jacente s'est stabilisée après le rebond observé précédemment. La progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est demeurée inchangée à 0,9 % en septembre. Tandis que la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie, qui était le principal facteur à l'origine de la progression récente de l'inflation hors produits alimentaires et énergie, s'est ralentie en septembre (revenant de 0,4 % à 0,3 %), l'inflation est restée stable dans le secteur des services, s'établissant à 1,2 %.

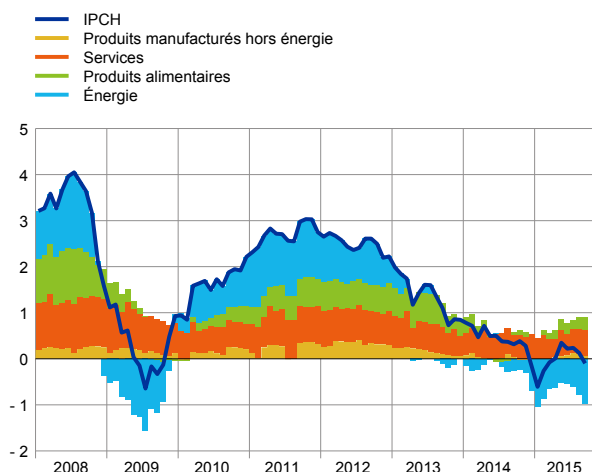
La progression de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est demeurée inchangée à 0,9 % en septembre. Tandis que la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie, qui était le principal facteur à l'origine de la progression récente de l'inflation hors produits alimentaires et énergie, s'est ralentie en septembre (revenant de 0,4 % à 0,3 %), l'inflation est restée stable dans le secteur des services, s'établissant à 1,2 %.

Les autres indicateurs de l'inflation sous-jacente pour la zone euro, tels que l'indice de diffusion et une mesure fondée sur un modèle à facteur dynamique ¹, n'ont pas non plus enregistré de nouvelles hausses récemment, même si en septembre 2015 tous les indicateurs ont continué de se situer à des niveaux plus élevés qu'en début d'année. Les effets de la dépréciation de l'euro par rapport au début de l'année ont continué de se faire sentir, mais la remontée de l'inflation sous-jacente tend à se ralentir en raison de l'appréciation récente de l'euro et des effets indirects des nouvelles baisses récentes des prix du pétrole (cf. également l'encadré 2 sur la volatilité des prix du pétrole).

Même si la croissance des prix à l'importation demeure soutenue, les indicateurs des tensions d'origine interne sur les prix pour l'inflation sous-jacente laissent présager une faiblesse persistante. En dépit des pressions à la baisse exercées par la récente appréciation de l'euro, la hausse des prix à l'importation pour les biens de consommation hors énergie demeure soutenue en rythme annuel. Au plan intérieur, les indicateurs relatifs aux tensions en amont sur les prix des biens de consommation hors énergie continuent de faire état d'une dynamique modérée le long de la chaîne des prix. La hausse annuelle des prix à la production pour les ventes internes dans le secteur des biens de consommation non alimentaires est demeurée faible en août pour le deuxième mois de suite, s'établissant à 0,1 %. De même, les données d'enquêtes relatives

Graphique 7
Contribution des différentes composantes
à l'IPCH total de la zone euro

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

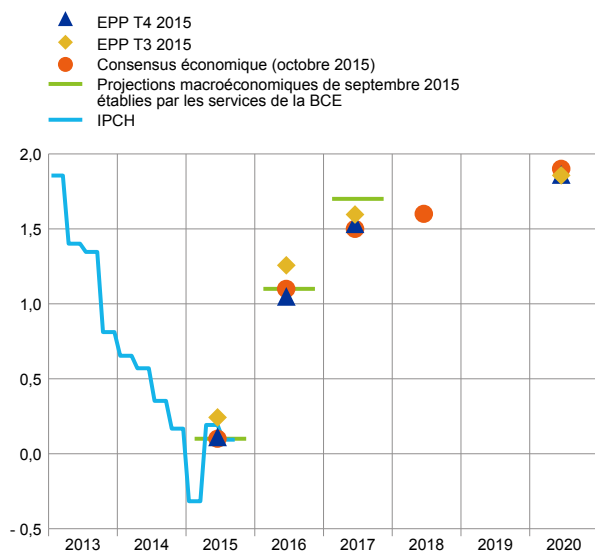
Note : La dernière observation porte sur septembre 2015.

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

Graphique 8

Mesures des anticipations d'inflation tirées d'enquêtes

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Enquête auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), Consensus économique et calculs de la BCE.

Note : Les données relatives à l'IPCH effectif sont incluses jusqu'au troisième trimestre 2015.

aux prix des consommations intermédiaires et aux prix à la production jusqu'en septembre indiquent la persistance de tensions internes modérées sur les prix à la production. Les données de septembre relatives aux prix à l'importation et à la production feront probablement apparaître un nouveau ralentissement, les effets de la récente appréciation de l'euro et de la baisse des prix du pétrole continuant de se répercuter.

Les marges bénéficiaires ont contribué à un léger renforcement des tensions d'origine interne sur les prix, tandis que les tensions sur les coûts de main-d'œuvre sont restées modérées.

La croissance annuelle des salaires dans la zone euro est demeurée inchangée au deuxième trimestre 2015 en termes de rémunération par tête, alors qu'elle a été légèrement plus faible en termes d'heures travaillées. La croissance de la rémunération par tête a été comparable à celle des salaires négociés, ce qui traduit la faible incidence d'éléments pouvant entraîner une dérive salariale, comme les primes. La productivité ayant augmenté à un rythme plus soutenu que la rémunération par tête, la hausse des coûts unitaires

de main-d'œuvre s'est encore affaiblie au deuxième trimestre 2015. Dans le même temps, la croissance des bénéfices (mesurés par l'excédent brut d'exploitation) s'est renforcée, ce qui pourrait avoir été favorisé par la baisse des coûts des consommations intermédiaires et la modération des coûts salariaux. En raison des évolutions des coûts de main-d'œuvre et des marges bénéficiaires, la croissance du déflateur du PIB, un indicateur large des tensions inflationnistes internes, s'est encore renforcée au deuxième trimestre 2015 et a continué de suivre la tendance haussière observée depuis le troisième trimestre 2014.

Les mesures des anticipations d'inflation à long terme fondées sur les enquêtes sont restées stables, tandis que celles à court et à moyen terme ont légèrement baissé (cf. graphique 8).

Les résultats de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le quatrième trimestre 2015 (la campagne la plus récente) indiquent que les prévisionnistes ont révisé leurs anticipations d'inflation à la baisse de 0,1 %, 1,0 % et 1,5 %, respectivement, pour 2015, 2016 et 2017, reflétant essentiellement l'incidence du bas niveau des prix du pétrole (cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>). Toutefois, les anticipations d'inflation à long terme à un horizon de cinq ans sont restées inchangées, à 1,9 %.

Les dernières mesures des anticipations d'inflation à long terme fondées sur les marchés sont demeurées pratiquement inchangées par rapport à début septembre.

Après avoir baissé courant septembre, les mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés ont ensuite à nouveau augmenté à partir de début octobre pour retrouver pratiquement leur niveau initial à la fin de la période sous revue. Plus précisément, le taux anticipé à cinq ans des swaps

indexés sur l'inflation dans cinq ans est revenu de 1,69 % à 1,57 % en septembre. Il a ensuite augmenté à partir de début octobre pour s'inscrire à 1,68 %.

Les mesures des anticipations d'inflation à long terme fondées sur les marchés restent légèrement inférieures au pic ponctuel atteint début juillet. Par rapport à la plus grande stabilité des anticipations d'inflation tirées d'enquêtes, les variations récentes des anticipations fondées sur les marchés pourraient être imputables aux modifications des primes de risque d'inflation reflétant les évolutions de l'incertitude macroéconomique.

Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, le glissement annuel de l'IPCH devrait rester négatif ou faible jusqu'en novembre 2015 et n'augmenter que vers la fin de l'année, essentiellement en raison d'effets de base liés à la baisse des cours du pétrole fin 2014. Les taux d'inflation devraient, selon les prévisions, 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 pétrole au cours des prochaines années, qui ressort actuellement de l'observation des marchés à terme du pétrole. Des risques découlant des perspectives économiques ainsi que des évolutions sur les marchés financiers et des matières premières pourraient toutefois ralentir davantage encore la hausse progressive des taux d'inflation vers des niveaux plus proches de 2 %.

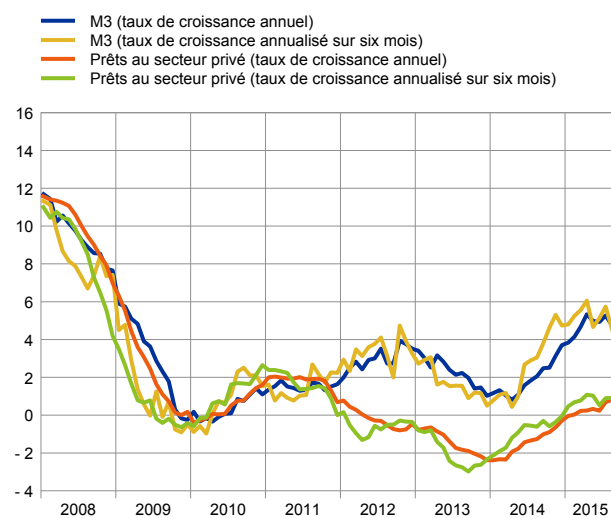
La croissance de la monnaie au sens large est demeurée soutenue. Cependant, le taux de croissance annuel de M3 a fléchi en août (cf. graphique 9). La croissance de M3 continue d'être tirée par la forte dynamique de M1, dont le taux de croissance

annuel a légèrement diminué en août. La croissance soutenue des dépôts à vue joue un rôle important à cet égard et peut s'expliquer par les faibles coûts d'opportunité de la détention des instruments les plus liquides ainsi que par l'incidence du programme étendu d'achats d'actifs de la BCE (APP). Globalement, les évolutions récentes de l'agrégat étroit restent cohérentes avec une poursuite de la reprise économique dans la zone euro.

Graphique 9

M3 et prêts au secteur privé

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



Source : BCE.

Note : La dernière observation porte sur août 2015.

Les dépôts à vue ont apporté une contribution

significative à la croissance de M3. En revanche, les dépôts à court terme autres que les dépôts à vue se contractent, notamment ceux d'une durée inférieure ou égale à deux ans. Le taux de variation des instruments négociables (M3 - M2), qui ont un poids faible dans M3, est resté positif, reflétant entre autres le redressement des parts de fonds d'investissement monétaires observé depuis mi-2014. En outre, la croissance des avoirs du secteur détenteur de monnaie en titres de créance émis par les institutions financières monétaires (IFM) et assortis d'une échéance inférieure ou égale à deux ans a été soutenue depuis début 2015.

Les sources de création monétaire d'origine interne ont encore eu une importance croissante en août.

Cette évolution s'explique en partie par les mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE. Du point de vue des contreparties, la dynamique de M3 semble avoir été déterminée essentiellement par les arbitrages au détriment des engagements financiers à long terme et par une contribution plus importante des concours des IFM. Cette dernière reflète les évolutions positives de l'octroi de prêts au secteur privé (le principal frein à la croissance monétaire au cours des années passées) et l'incidence de l'APP. La contraction annuelle des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) détenus par le secteur détenteur de monnaie s'est poursuivie à un rythme inchangé en août. Sa forte contribution à la croissance de M3 reflète en particulier le profil relativement plat de la courbe des rendements et également (pour partie) le remplacement par les IFM de titres de créance à long terme par des fonds provenant des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO). La contribution à la croissance annuelle de M3 apportée par les créances nettes sur les non-résidents est demeurée négative. Par rapport au pic qu'il avait atteint mi-2014, le soutien apporté par la position extérieure nette du secteur des IFM s'est encore réduit en août, malgré un excédent élevé du compte des transactions courantes. La récente diminution de la position extérieure nette reflète principalement des sorties nettes plus élevées des portefeuilles de la zone euro dans le cadre de

l'APP, qui a favorisé un rééquilibrage des portefeuilles au profit d'instruments de placement hors zone euro.

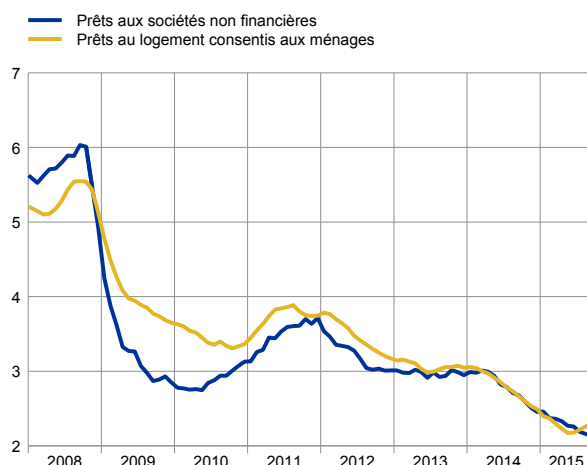
La dynamique des prêts est restée sur la voie d'un redressement progressif¹.

Le taux de croissance annuel des concours des IFM au secteur privé a légèrement augmenté en août (cf. graphique 9). L'amélioration progressive de la dynamique du crédit a été notable pour les ménages et les entreprises. La croissance annuelle des prêts aux sociétés non financières (SNF), en données corrigées des cessions et de la titrisation, s'est encore accentuée en août pour s'établir nettement au-dessus du point bas observé en février 2014. Le rythme annuel de progression des prêts aux ménages s'est également accéléré en août, dépassant ainsi largement le taux moyen de 0,1 % observé depuis l'été 2012. En dépit de ces évolutions positives, l'assainissement des bilans des banques et les besoins de désendettement qui subsistent dans certains secteurs économiques et juridictions bancaires continuent de freiner la dynamique du crédit.

Graphique 10

Taux débiteurs bancaires composites appliqués aux SNF et aux ménages

(en pourcentage annuel)



Source : BCE.

Notes : L'indicateur relatif aux taux débiteurs bancaires composites est calculé en agréant les taux à court terme et à long terme en utilisant la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. La dernière observation se rapporte à août 2015.

Les taux des prêts bancaires aux SNF ont encore fléchi en août, en raison notamment des mesures non conventionnelles de la BCE (cf. graphique 10).

L'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE, une consolidation de la situation bilancielle et la diminution de la fragmentation sur les marchés financiers en général ont contribué à une réduction des coûts composites de financement des banques, qui se sont stabilisés à des niveaux proches de leurs points bas historiques. Depuis l'annonce du train de mesures d'assouplissement du crédit en juin 2014, les banques ont progressivement répercuté la baisse de leurs coûts de financement sous la forme d'une réduction de leurs taux débiteurs. Par conséquent, les taux des prêts consentis aux SNF ont été plus favorables en août (les taux débiteurs bancaires composites appliqués aux SNF de la zone euro sont revenus à 2,16 %). En fait, depuis mai 2014, ces taux ont diminué de 80 points de base environ. En outre, les taux des prêts au logement consentis aux ménages ont légèrement augmenté en août, prolongeant la tendance observée le mois

précédent (les taux débiteurs bancaires composites appliqués aux prêts au logement accordés aux ménages se sont établis à 2,26 %). La baisse cumulée des taux hypothécaires depuis mai 2014 reste néanmoins importante, ressortant à 60 points de base environ.

¹ Le 21 septembre 2015, la BCE a publié de nouvelles données relatives aux prêts corrigés des cessions et de la titrisation, sur la base d'une méthode de correction améliorée. Cette nouvelle méthode permet d'avoir une vision plus complète des évolutions des crédits consentis par les IFM de la zone euro en tenant compte des stocks et des remboursements en cours des prêts qui ne sont plus enregistrés au bilan des IFM (prêts décomptabilisés). Pour de plus amples détails, cf. l'encadré intitulé *Nouvelles données relatives aux prêts au secteur privé corrigés des cessions et de la titrisation* dans la présente édition du *Bulletin économique*.

L'enquête d'octobre 2015 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro indique que l'évolution des critères d'octroi et de la demande de prêts continuent de favoriser un raffermissement de la croissance des prêts (cf. l'enquête à l'adresse suivante : <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). Au troisième trimestre 2015, les banques ont de nouveau assoupli (en termes nets) leurs critères d'attribution des prêts aux SNF. Cette évolution est due principalement à une concurrence accrue dans le secteur bancaire. En ce qui concerne les ménages, les critères d'octroi se sont durcis pour les prêts au logement (reflétant essentiellement des évolutions aux Pays-Bas), mais ont continué de s'assouplir s'agissant des crédits à la consommation. Les banques ont une nouvelle fois déclaré que la liquidité supplémentaire issue de l'APP était utilisée pour accorder des prêts. Dans ce contexte, l'APP a eu un effet d'assouplissement net sur les critères d'octroi et notamment sur les modalités et conditions attachées aux crédits. Par ailleurs, l'enquête fait apparaître un redressement de la demande de prêts dans toutes les catégories, qui s'explique notamment par la faiblesse générale des taux d'intérêt, l'augmentation des besoins de financement au titre de la FBCF et les perspectives du marché de l'immobilier résidentiel.

En outre, les données mensuelles montrent que les émissions nettes de titres de créance par les SNF se sont encore ralenties en août et en septembre, après le rebond temporaire de juillet. Cette évolution a très probablement résulté de récentes hausses du coût du financement de marché. Un nouveau renforcement des bénéfices non distribués pourrait également avoir joué un rôle en réduisant la nécessité pour les SNF de recourir à des sources externes de financement. La diminution des émissions de titres de créance intervient après une forte utilisation de cet instrument de financement par les SNF et par leurs *conduits* dans le sillage du programme d'achats d'actifs du secteur public (PSPP), qui a créé des conditions de marché très favorables.

Le coût nominal global du financement externe pour les SNF de la zone euro a encore augmenté au troisième trimestre 2015, après les niveaux historiquement bas atteints en février. Cette hausse s'explique par le recul des prix des actifs financiers, qui s'est accompagné d'une hausse du coût tant des fonds propres que du financement de marché pour les SNF. Au troisième trimestre 2015, ces coûts étaient en hausse de quelque 30 points de base par rapport au deuxième trimestre et même supérieurs de 50 points de base à ceux de février. Toutefois, en octobre, le coût du financement par émission d'actions a diminué après une hausse des prix des actions, tandis que le coût du financement de marché a continué d'augmenter.

Encadré 1

Les liens commerciaux entre la zone euro et la Chine

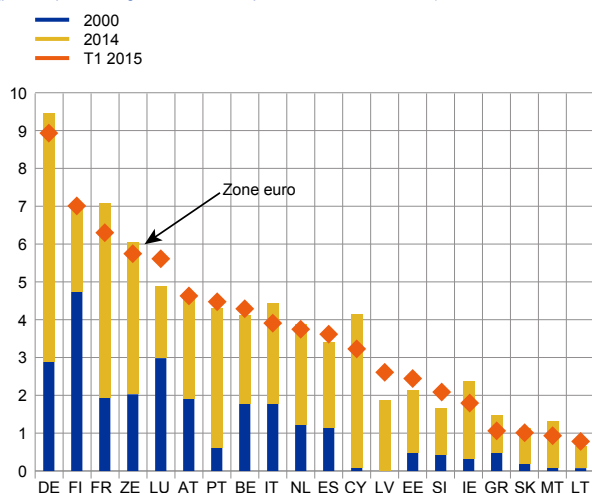
Le rôle de la Chine dans le commerce mondial s'est considérablement accru au cours des dernières décennies. Grâce à plusieurs réformes économiques entreprises à partir de la fin des années soixante-dix, le pays a connu une croissance rapide et est devenu un acteur de plus en plus important de l'économie

mondiale. Les importations chinoises sont passées de tout juste plus de 6 % du PIB en 1980 à 19 % du PIB en 2014, en liaison avec la libéralisation des échanges, l'adhésion du pays à l'Organisation mondiale du commerce en 2001 et la croissance rapide de l'investissement dans l'économie chinoise. Outre les échanges commerciaux traditionnels, la Chine joue également un rôle central dans les chaînes d'approvisionnement mondiales, en transformant des biens intermédiaires pour les réexporter ensuite vers un pays tiers. Depuis 2011, toutefois, les perspectives de croissance du pays se sont affaiblies, l'économie étant actuellement engagée dans un processus de rééquilibrage pour passer d'une croissance tirée par l'investissement à une trajectoire de croissance économique plus équilibrée.

Graphique A

Exportations vers la Chine

(part en pourcentage du total des exportations hors zone euro)



Source : Direction of Trade Statistics, FMI.

Note : Les exportations hors zone euro n'incluent pas les flux commerciaux entre les pays de la zone euro.

La part de la Chine dans les exportations de la zone euro est relativement modeste, même si elle a progressé au fil du temps. Les exportations vers

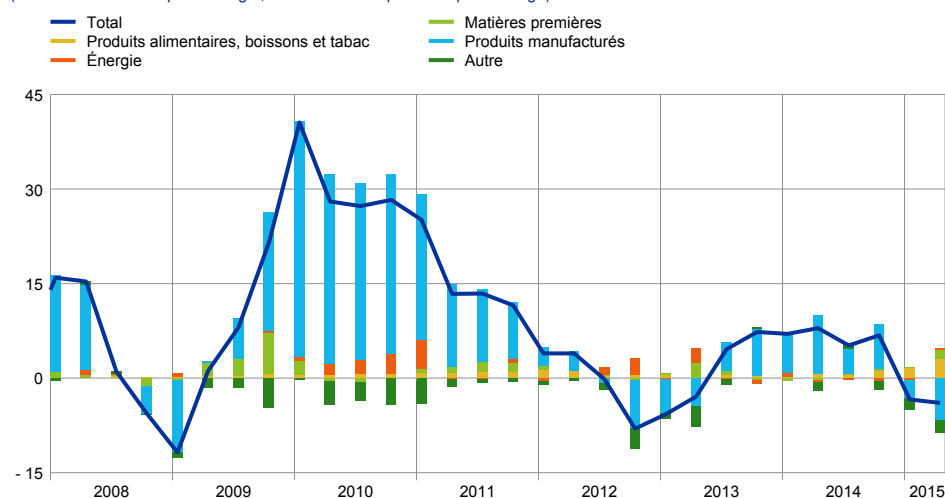
la Chine ont rapidement augmenté pour tous les pays de la zone euro au cours des quinze dernières années, passant de 2 % du total des exportations de biens hors zone euro à 6 % fin 2014. L'Allemagne, la France et la Finlande sont les pays qui détiennent les parts les plus importantes des exportations vers la Chine, les parts des autres pays allant de quelque 6 % pour le Luxembourg à 1 % pour la Lituanie (cf. graphique A). La part de la Chine dans les exportations hors zone euro est comparable à celle de la Suisse et représente moins de la moitié de celle des États-Unis ou du Royaume-Uni.

Le ralentissement de la croissance en Chine depuis début 2015 a entraîné une contraction des exportations de la zone euro, en particulier celles de machines et d'équipements de transport. Cette évolution a eu des répercussions négatives, en particulier pour les exportateurs de produits manufacturés (cf. graphique B), qui représentent près de 90 % des exportations de biens vers la Chine. À l'inverse, les exportations de produits alimentaires, de boissons et tabac et de matières premières se sont maintenues, ce qui indique que la consommation et les exportations de biens intermédiaires demeurent soutenues. Ces évolutions récentes sont cohérentes avec

Graphique B

Exportations de biens de la zone euro vers la Chine par catégories de produits

(variation annuelle en pourcentage ; contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les catégories de produits sont définies conformément à la Classification type pour le commerce international.

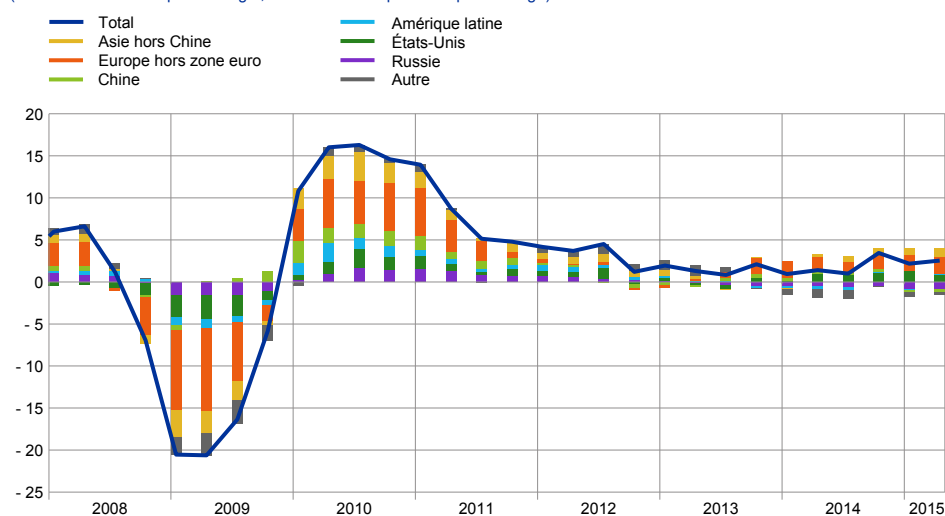
le rôle tenu par la Chine dans la transformation des biens intermédiaires pour la consommation finale et avec le rééquilibrage de l'économie chinoise au profit de la consommation et au détriment de la croissance tirée par les investissements.

La baisse des exportations de biens de la zone euro vers la Chine a été compensée en partie par une augmentation des exportations à destination des autres économies avancées. Tandis que les exportations vers la Chine ont diminué rapidement et ont apporté des contributions négatives à la croissance des exportations de la zone euro, la demande a augmenté dans les autres économies avancées, comme les États-Unis ou les pays européens n'appartenant pas à la zone euro. Cette évolution a donné une impulsion à la croissance des exportations de la zone, démontrant le regain d'importance des économies avancées pour la

Graphique C

Exportations de biens hors zone euro et contributions par pays

(variation annuelle en pourcentage ; contributions en points de pourcentage)

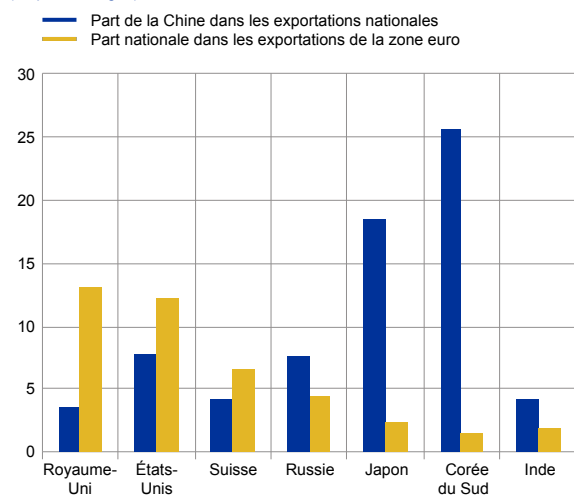


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Graphique D

Exposition commerciale vis-à-vis de la Chine

(en pourcentages)



Source : Calculs de la BCE.

croissance du commerce mondial en 2015, dans un contexte de ralentissement des économies de marché émergentes (cf. graphique C).

Les répercussions indirectes de la décélération de la croissance chinoise sur les échanges devraient être faibles pour la zone euro et concerner principalement les autres pays d'Asie.

Même si les liens commerciaux directs entre la zone euro et la Chine restent limités, des répercussions négatives pourraient s'exercer sur les échanges commerciaux, dans la mesure où d'importants pays destinataires pour les exportations de la zone euro, qui sont également des partenaires commerciaux majeurs de la Chine, connaissent des ralentissements. En dehors de la Chine, les principales destinations des exportations de la zone euro sont les États-Unis, le Royaume-Uni et la Suisse. Ces pays sont, pour leur part, relativement

peu exposés en termes d'exportations vis-à-vis de la Chine et ne devraient pas être sévèrement touchés par un ralentissement de l'activité chinoise (cf. graphique D). Les pays qui devraient en être les plus affectés sont les économies voisines d'Asie, qui, considérées ensemble, représentent une part relativement importante de la demande d'exportations adressée à la zone euro (21 % environ). Globalement, toutefois, les estimations disponibles laissent penser que les effets directs et indirects sur les échanges commerciaux d'un ralentissement d'un point de pourcentage du PIB en volume de la Chine sont relativement modérés, à savoir un recul de quelque 0,1 à 0,15 point de pourcentage de l'activité dans la zone euro après deux à trois ans.

Le rôle joué par la Chine dans les chaînes de production mondiales peut limiter la transmission des évolutions négatives à la zone euro.

Les exportations de biens intermédiaires à destination de la Chine ont pris de l'ampleur au fil du temps, leur part étant passée de 53 % en 1995 à 59 % en 2011. Cette part relativement importante met en évidence le rôle considérable joué par la Chine dans les chaînes de valeur mondiales, les produits étant expédiés vers ce pays pour être de nouveau transformés ou assemblés puis réexportés vers une autre destination pour la consommation finale. Dans ce contexte, et sur la base des données les plus récentes qui datent de 2011, au moins 8 % des exportations de la zone euro vers la Chine ne sont pas directement liées aux évolutions dans ce pays mais reflètent plutôt les évolutions de la demande dans d'autres pays. Certaines exportations de produits finaux pourraient également être impliquées dans des réseaux de production internationaux, soutenant la production de biens destinés à être envoyés vers un pays tiers et reflétant ainsi la demande finale ailleurs. Par conséquent, un ralentissement de l'activité en Chine pourrait avoir une incidence moins marquée que celle suggérée par les flux commerciaux bruts.

Même si les répercussions commerciales d'un ralentissement persistant de l'activité économique en Chine ne devraient avoir qu'un impact limité sur le PIB de la zone euro, d'autres canaux de transmission pourraient s'avérer

importants. En raison de sa taille, l'économie chinoise a fortement influencé les prix du pétrole, même si cette influence s'est atténuée ces dernières années avec l'essoufflement de la croissance. Par conséquent, l'incidence sur les prix du pétrole d'un ralentissement économique en Chine peut être limitée, même si elle dépend fondamentalement d'une possible décélération concomitante de la croissance dans les autres économies de marché émergentes. La situation de la Chine pourrait certes également affecter certains marchés émergents producteurs de matières premières *via* une baisse de ses importations de métaux, mais les principaux exportateurs de métaux représentent une part relativement faible des échanges commerciaux de la zone euro. Un autre canal possible pour la transmission des chocs négatifs à la zone euro est constitué par les effets de confiance. Par exemple, des sorties de capitaux peuvent être déclenchées par des chocs de confiance défavorables, entraînant un durcissement des conditions financières dans les marchés émergents et un nouveau ralentissement de la demande extérieure adressée à la zone euro. De plus, si elles ne sont pas contrebalancées par d'autres flux de capitaux privés ou publics, les sorties de capitaux hors de Chine pourraient entraîner une dépréciation de la monnaie chinoise et, dès lors, une détérioration du taux de change d'autres devises des marchés émergents. Enfin, un regain d'incertitude au niveau mondial pourrait influencer directement sur la confiance des ménages et des entreprises de la zone euro, freinant ainsi la consommation et retardant les décisions d'investissement. Par conséquent, l'impact sur la zone euro d'un éventuel nouveau ralentissement de l'activité en Chine dépend, en fin de compte, de l'ampleur de la propagation de ce ralentissement aux autres marchés émergents plus généralement, et de la mesure dans laquelle la perte de confiance qui en résulte affecte les marchés financiers mondiaux et le commerce mondial.

Encadré 2

L'explication des déterminants de la récente hausse de la volatilité des cours du pétrole

Après avoir atteint des niveaux historiquement élevés pendant la crise financière mondiale, la volatilité des cours du pétrole a progressivement

diminué ces dernières années avant d'augmenter de nouveau en 2014 et en 2015. Bien que la volatilité actuelle des cours du pétrole ne soit pas particulièrement élevée par rapport aux moyennes historiques, elle risque en elle-même de peser sur les perspectives économiques¹. Il est donc important de comprendre les facteurs à l'origine des variations de cette volatilité. Le présent encadré examine les déterminants généraux de la volatilité des cours du pétrole et s'intéresse aux causes probables de leur récente hausse.

La variation dans le temps de la volatilité des cours du pétrole peut résulter d'un certain nombre de facteurs. Il existe trois principales explications possibles de la hausse de cette volatilité : a) des chocs importants sur l'offre et la demande de pétrole, b) une sensibilité accrue des cours du pétrole aux variations de la demande et de l'offre et c) une utilisation accrue du pétrole comme actif financier. Ces trois facteurs potentiels de variation de la volatilité des cours du pétrole sont tous susceptibles d'avoir une incidence à tout moment.

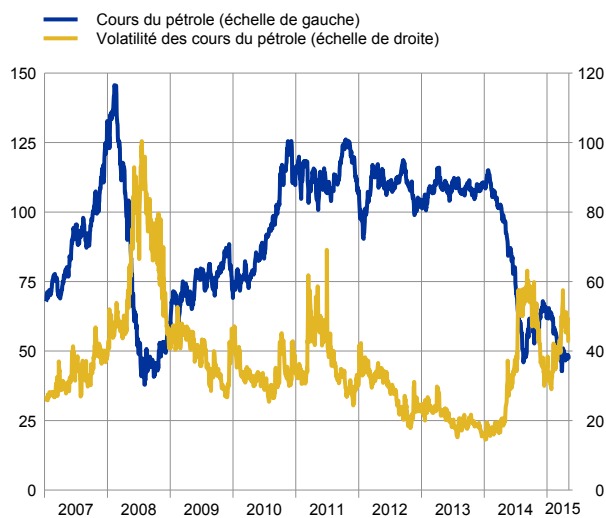
La hausse de la volatilité des cours du pétrole peut simplement être causée par des chocs importants sur l'offre ou la demande de pétrole. La baisse de la demande mondiale de pétrole déclenchée par la crise financière mondiale de 2008 constitue un exemple de l'enchaînement entre des modifications importantes des fondamentaux de la demande et de l'offre et une hausse de la volatilité des cours (cf. graphique A).

Les cours du pétrole peuvent devenir plus sensibles aux variations de la demande et de l'offre de pétrole en raison de la baisse de l'élasticité-prix de la demande et de l'offre, ce qui entraîne une volatilité plus élevée des cours.

Graphique A

Cours du pétrole et volatilité de ces cours

(en dollars par baril)



Source : Datastream.

Notes : Données quotidiennes ; la dernière observation se rapporte au 5 octobre 2015. Les cours du pétrole sont exprimés en termes nominaux. Cours du Brent. La volatilité des cours du pétrole est mesurée par l'indice de volatilité (OVX) des contrats sur pétrole brut négociés en bourse auprès du *Chicago Board Options Exchange* (CBOE). L'OVX est fortement corrélé avec la volatilité effective des cours du pétrole.

¹ S. Jo, *The effects of oil price uncertainty on global real economic activity*, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 46, n° 6, pp. 1113-1135, 2014.

La baisse de l'élasticité-prix de la demande et de l'offre de pétrole signifie que la demande comme l'offre réagissent moins aux variations des cours induites par les chocs. Comme cela implique un moindre ajustement par la quantité à la suite des chocs, la réponse par les prix est amplifiée, entraînant ainsi une hausse de la volatilité des cours.

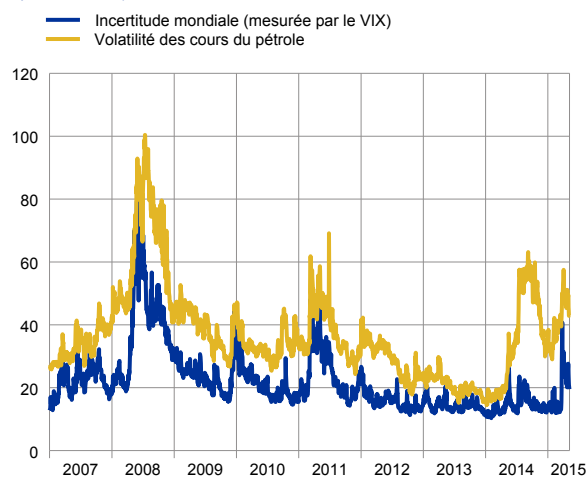
Plusieurs facteurs, tels que le niveau des capacités de production inutilisées ou des stocks, peuvent expliquer pourquoi l'élasticité-prix de la demande et de l'offre de pétrole peut être plus faible au cours de périodes spécifiques. D'une

part, de faibles niveaux de capacités de production inutilisées ou des stocks limités peuvent entraîner une flexibilité insuffisante pour modifier l'offre de pétrole en réponse à des variations des prix. C'est ainsi que, mi-2012, les cours du pétrole ont fortement réagi à l'annonce de perturbations constatées et potentielles de l'offre découlant de l'embargo sur le pétrole iranien : les capacités de production inutilisées parmi les membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) étant faibles et les stocks inférieurs aux moyennes historiques, il n'était pas facile d'augmenter l'offre pour compenser toute nouvelle baisse de la production. D'autre part, une baisse de la sensibilité-prix de la demande de pétrole peut être liée, par exemple, à une diminution des possibilités de remplacement du pétrole par des sources d'énergie alternatives. Les progrès en matière d'économies d'énergie qui ont suivi les chocs pétroliers des années soixante-dix ont peut-être entraîné une hausse de la volatilité des cours du pétrole, la demande étant devenue moins sensible aux variations de prix ².

Graphique B

Volatilité des cours du pétrole et incertitude mondiale

(en points d'indice)



Source : Datastream.

Notes : Données quotidiennes ; la dernière observation se rapporte au 5 octobre 2015. L'indice de volatilité (VIX) est basé sur la volatilité implicite des options sur l'indice S&P 500.

L'incertitude mondiale est un autre facteur susceptible d'entraîner une réduction de l'élasticité-prix de la demande et de l'offre de pétrole. La hausse de l'incertitude peut modifier

l'élasticité-prix tant de la demande que de l'offre de pétrole ³. Dans un environnement d'incertitude accrue, les producteurs et les consommateurs de pétrole réagissent de façon moins marquée aux variations des cours car ils disposent d'une « option sur la valeur temps » ⁴. Cette baisse de la réactivité réduit l'ajustement par la quantité consécutif aux chocs et amplifie l'effet prix, accroissant ainsi la volatilité des cours. Des épisodes d'incertitude mondiale élevée, mesurée par l'indice de volatilité (VIX), ont en effet coïncidé avec une hausse de la volatilité des cours du pétrole. C'est ce qui s'est produit, par exemple, lors de la crise de la dette souveraine en Europe en 2011 (cf. graphique B).

² C. Baumeister et G. Peersman, *The role of time-varying price elasticities in accounting for volatility changes in the crude oil market*, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 28, pp. 1087-1109, 2013.

³ I. Van Robays, *Macroeconomic uncertainty and the impact of oil shocks*, *ECB Working Paper*, n° 1479, 2012.

⁴ B. S. Bernanke, *Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment*, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 98, n° 1, pp. 85-106, 1983.

Enfin, on a souvent avancé que l'utilisation accrue du pétrole comme actif financier entraînait une hausse de la volatilité des cours, bien que les données empiriques à cet égard demeurent contrastées.

Depuis le début des années deux mille, le pétrole a de plus en plus été utilisé comme actif financier, processus désigné sous le terme de « financiarisation » des marchés à terme de produits pétroliers. L'utilisation accrue de « pétrole papier » à des fins de placement financier, de couverture et de spéculation a peut-être intensifié la sensibilité des cours du pétrole au sentiment des investisseurs. Cependant, les données empiriques ne permettent pas d'interpréter clairement ce facteur ⁵.

Si l'on s'attache à la période récente, la combinaison d'un important choc d'offre de pétrole et de la hausse de l'incertitude mondiale constitue l'origine probable de la volatilité accrue des cours du pétrole depuis fin 2014.

En premier lieu, la baisse des cours au second semestre 2014 s'est accompagnée d'augmentations importantes de l'offre de pétrole ; les augmentations de la production mondiale en rythme annuel ont été largement supérieures aux moyennes historiques. Conjuguée à la faiblesse de la demande et à la décision de l'OPEP de ne pas réduire sa production, cette situation a provoqué fin 2014 une forte baisse des cours du pétrole et une hausse de leur volatilité. Plus récemment, la nouvelle hausse de la volatilité des cours du pétrole a coïncidé avec une aggravation de l'incertitude mondiale fin août 2015 (cf. graphique B), liée pour l'essentiel aux inquiétudes relatives à la vigueur de la croissance chinoise. En revanche, les variations des stocks de pétrole et des capacités de production inutilisées n'ont probablement pas provoqué la hausse de la volatilité des cours, les stocks se situant à des niveaux historiquement élevés et le total des capacités inutilisées de l'OPEP n'étant que légèrement inférieur aux moyennes passées.

Étant donné que l'incertitude mondiale devrait rester élevée à court terme, les cours du pétrole continueront d'être sensibles à toute nouvelle information relative aux évolutions de la demande et de l'offre de pétrole.

⁵ Cf., notamment, K. J. Singleton, *Investor flows and the 2008 boom/bust in oil prices*, *Management Science*, Vol. 60, pp. 300-318, 2012, ainsi que B. Fattouh, L. Kilian et L. Mahadeva, *The role of speculation in oil markets: What have we learned so far?*, *Energy Journal*, Vol. 34, n° 3, pp. 7-33, 2013.

Encadré 3

Évaluation de la croissance récente de la consommation dans la zone euro

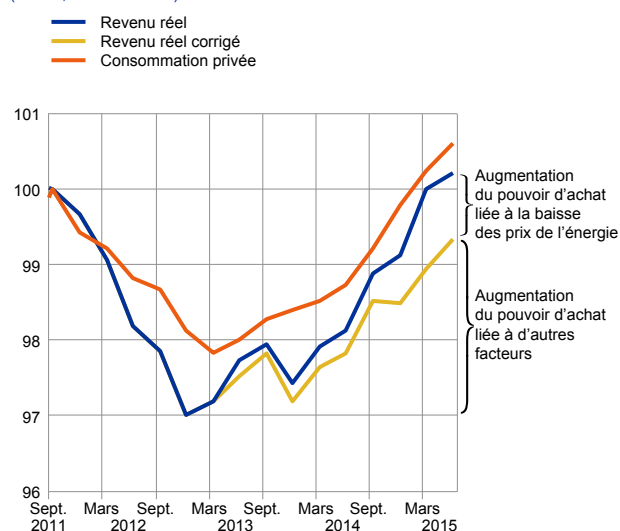
La consommation privée a enregistré une augmentation constante depuis le premier trimestre 2013, devenant le principal moteur de la reprise économique en cours dans la zone euro. Le présent encadré examine les principaux facteurs à l'origine des évolutions de la croissance de la consommation dans la zone euro depuis le premier trimestre 2013, qui a correspondu au dernier point bas du cycle conjoncturel ¹.

La baisse des prix du pétrole a soutenu la croissance de la consommation privée, en particulier au second semestre 2014. Le pouvoir d'achat des ménages a augmenté de quelque 0,9 point de pourcentage entre le début de la reprise et le deuxième trimestre 2015, grâce à la baisse des prix de l'énergie (cf. graphique A) ². Cependant, cette évolution ne représente qu'un tiers environ de l'amélioration générale du pouvoir d'achat des ménages observée sur cette période, le reste étant principalement attribuable aux fortes hausses des revenus du travail ³.

Graphique A

Évolutions du revenu réel disponible liées à l'énergie et non liées à l'énergie

(Indice ; T3 2011 = 100)



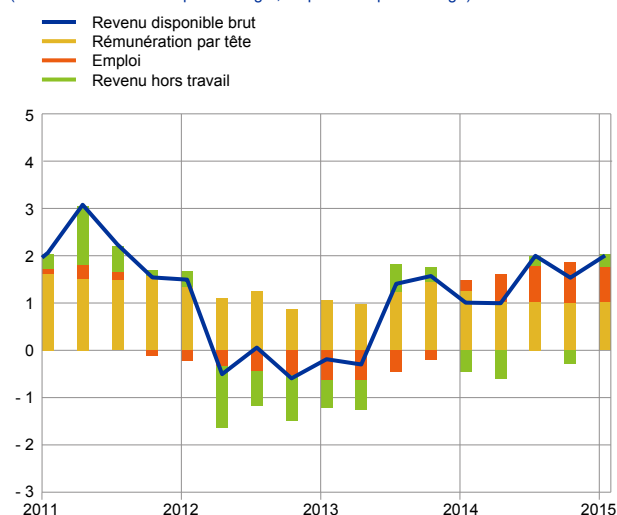
Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Note : Le revenu réel corrigé est calculé en supposant un prix réel de l'énergie constant à partir du premier trimestre 2013 afin d'estimer le revenu réel disponible « contrefactuel » qui aurait prévalu si les prix du pétrole n'avaient pas baissé, comme cela a été observé.

Graphique B

Croissance du revenu disponible brut nominal et contributions

(variations annuelles en pourcentage ; en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Note : Le revenu hors travail correspond à l'excédent d'exploitation, aux revenus de la propriété, aux prestations et cotisations sociales nettes et aux impôts directs (signe inversé).

¹ Tel qu'identifié par le *Centre for Economic Policy Research*.

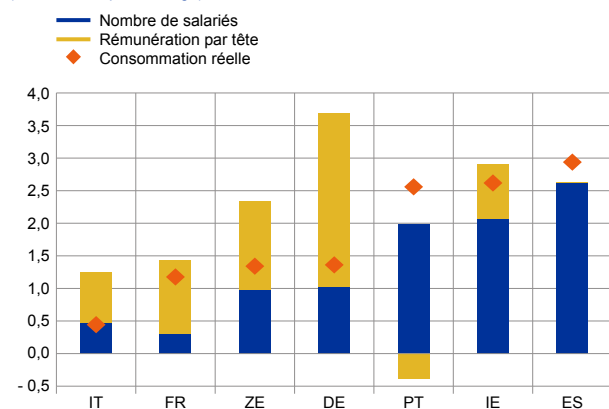
² Les variations du pouvoir d'achat des ménages résultant des fluctuations des prix de l'énergie sont égales au produit de la part de la dépense d'énergie et du pourcentage de variation des prix réels de l'énergie.

³ Même si le prix du pétrole brut en euros a baissé de plus de 40 % depuis le second semestre 2014, la baisse des prix à la consommation de l'énergie a été beaucoup plus faible. Par exemple, les prix des combustibles liquides et des carburants et lubrifiants destinés au transport de personnes n'ont baissé que de 12 % dans la zone euro sur la même période.

Graphique C

Revenu du travail et consommation privée dans une sélection de pays de la zone euro

(variations en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Note : Les chiffres se rapportent aux variations annuelles moyennes en pourcentage entre le deuxième trimestre 2014 et le deuxième trimestre 2015.

La consommation privée a été soutenue par la forte progression du revenu réel disponible depuis début 2013, qui a résulté d'améliorations progressives mais constantes sur le marché du travail. La

croissance de la rémunération par tête s'est accélérée, bien que temporairement, au second semestre 2013.

La contribution négative de la croissance de l'emploi au revenu brut disponible s'est stabilisée début 2013 et s'est améliorée constamment par la suite, devenant positive au premier trimestre 2014 pour la première fois depuis 2011 (cf. graphique B). Conformément à cette évolution, le taux de chômage de la zone euro a cessé d'augmenter en 2013 et a commencé à diminuer en 2014. Le niveau actuel de l'emploi demeure toutefois inférieur de quelque 2 % au pic qu'il avait atteint en 2008 avant la crise, tandis que le chômage demeure élevé, ressortant à 11 % en août dernier.

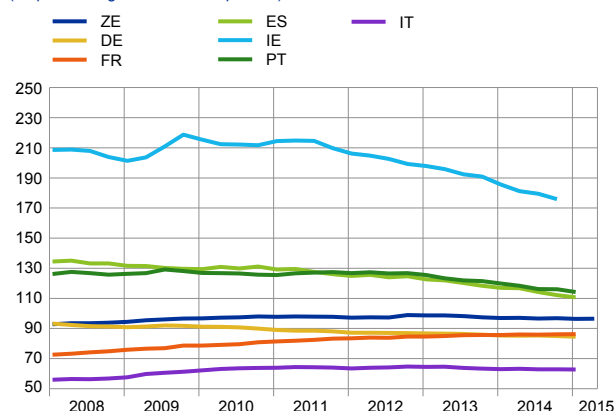
La hausse récente de la consommation a été plus marquée dans les pays qui ont enregistré les améliorations les plus sensibles de la situation sur les marchés du travail. En Espagne, en Irlande et au Portugal, la reprise du marché du

travail, aussi bien en termes d'emploi que de salaires, a été relativement soutenue, entraînant des hausses plus importantes du revenu disponible et de la croissance de la consommation réelle (cf. graphique C). Après des années de désendettement des ménages dans ces pays, l'augmentation du revenu disponible contribue également à renforcer les bilans des ménages (cf. graphique D). En dépit de la progression de la consommation, le ratio d'endettement continue de diminuer (excepté pour la France). Cela laisse penser qu'il existe peut-être à présent un cercle vertueux entre une reprise sur le marché du travail, qui accroît le revenu disponible, et un renforcement de la croissance de la consommation, le niveau d'endettement des ménages continuant de baisser dans le même temps.

Graphique D

Endettement des ménages dans une sélection de pays de la zone euro

(en pourcentage du revenu disponible)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Note : Le ratio d'endettement est calculé comme le ratio de la dette des ménages rapporté à la somme mobile sur quatre trimestres du revenu disponible.

Une comparaison des projections relatives à la consommation entre plusieurs millésimes de projections macroéconomiques établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème pour la zone euro montre que les évolutions récentes de la consommation ont été globalement conformes aux anticipations, une fois prise en compte la baisse des prix du pétrole. En juin 2014, avant

que les fortes baisses des prix du pétrole ne soient observées, les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème tablaient sur une croissance modérée de la consommation, à hauteur de 0,7 % en 2014, suivie par une reprise plus vigoureuse, à hauteur de 1,5 %, en 2015. Depuis lors, la croissance de la consommation s'est accélérée au second semestre 2014 et a continué à se renforcer régulièrement au premier semestre 2015. Ce profil

d'évolution avait déjà été envisagé dans les projections macroéconomiques de mars 2015 établies par les services de la BCE, qui étaient le premier exercice de prévision prenant en compte la baisse plus durable que prévu des prix du pétrole. Cette prévision d'une croissance robuste de la consommation est demeurée inchangée dans les projections macroéconomiques de septembre 2015 des services de la BCE, avec une progression de 1,7 % en 2015 contre un taux de 1,0 % en 2014. Cette prévision a aussi été globalement confirmée par les dernières publications de données relatives à la croissance de la consommation au deuxième trimestre 2015.

Encadré 4

Nouvelles données relatives aux prêts au secteur privé corrigés des cessions et de la titrisation

Le suivi du financement de l'économie par les banques est un élément central de l'analyse monétaire de la BCE. Le crédit bancaire est la principale source d'expansion monétaire dans la zone euro ainsi qu'un canal essentiel de transmission à l'économie réelle des conditions de politique monétaire.

Les séries statistiques relatives aux prêts corrigés des cessions et de la titrisation ont pour objet de fournir une mesure du crédit bancaire ne tenant pas compte des transferts de prêts effectués hors ou vers les bilans des banques. Les bilans bancaires sont la source première des chiffres sur le crédit bancaire publiés par la BCE ¹. Cela signifie que lorsqu'une banque cède une partie de son portefeuille de prêts à un établissement non bancaire et décomptabilise ces prêts de son bilan (au moyen, par exemple, d'opérations de titrisation), les prêts bancaires enregistrent une diminution, alors que le montant de financement dont l'économie réelle bénéficie effectivement demeure inchangé. Afin de fournir une mesure du crédit bancaire qui ne tienne pas compte de ce type d'opération, la BCE publie depuis décembre 2008 une série de prêts corrigés des cessions et de la titrisation.

En septembre 2015, la BCE a publié de nouvelles données relatives aux prêts corrigés des cessions et de la titrisation à partir d'une méthode affinée offrant une vision plus complète de l'ensemble des prêts consentis par les banques à l'économie réelle et une meilleure comparabilité des données entre pays.

L'ancienne méthode corrigeait les opérations de prêt de l'incidence ponctuelle du transfert net des prêts hors (ou vers) les bilans au cours de la période considérée. La nouvelle méthode procède toujours de la sorte, mais prend également en compte les remboursements en cours des prêts qui ne sont plus enregistrés au bilan des banques (prêts décomptabilisés), dans la mesure où les données sont disponibles ². Elle prend en compte également les encours de prêts décomptabilisés

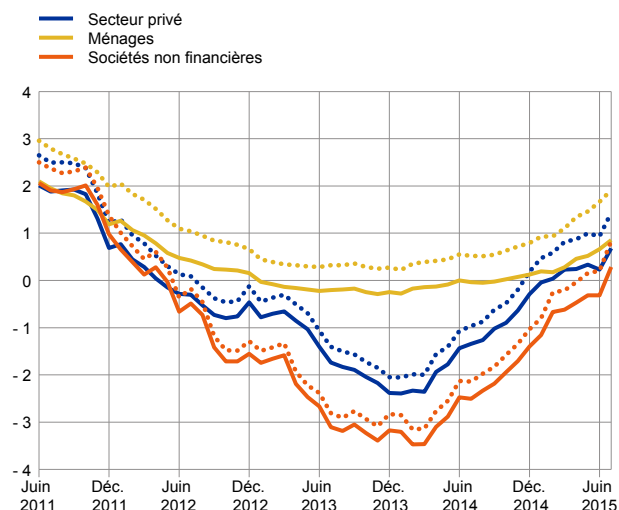
¹ Pour de plus amples détails concernant le calcul des opérations et des taux de croissance des séries relatives aux prêts consentis par les institutions financières monétaires (IFM), cf. les Notes techniques du *Statistics Bulletin* de la BCE (sections 2.1 à 2.6), à l'adresse suivante : <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>

² Conformément au règlement BCE/2013/33 du 24 septembre 2013 concernant le bilan du secteur des institutions financières monétaires, à compter de décembre 2014, les IFM déclarent les données relatives aux prêts décomptabilisés qui ont été titrisés et dont le recouvrement continue d'être assuré par les IFM. En outre, certaines banques centrales nationales fournissent également des données, lorsqu'elles sont disponibles, sur les prêts titrisés dont le recouvrement n'est pas assuré par les IFM et sur les prêts transférés d'une autre manière que par titrisation. Des données rétrospectives comparables ont également été établies en vue d'une plus grande cohérence dans le temps des séries statistiques relatives aux prêts corrigés des cessions et de la titrisation (taux de croissance annuels corrigés pour les prêts au secteur privé à compter de septembre 1998, et pour les prêts aux ménages et aux sociétés non financières à compter de janvier 2010).

Graphique A

Prêts des IFM au secteur privé de la zone euro corrigés des cessions et de la titrisation

(taux de croissance annuels ; données cvs)



Source : BCE.

Note : Les lignes continues représentent la nouvelle méthode et les lignes en pointillés l'ancienne méthode. La dernière observation porte sur juillet 2015.

dans le calcul des taux de croissance corrigés. Par conséquent, dans la mesure où les données relatives aux remboursements de prêts décomptabilisés sont disponibles, la nouvelle méthode offre une vision complète de l'évolution des prêts consentis par les banques de la zone euro, qu'ils soient ou non enregistrés au bilan des banques au moment de la déclaration statistique. Ainsi, la méthode améliore également la comparabilité entre pays des chiffres relatifs aux prêts bancaires, indépendamment des pratiques comptables en matière de transfert de prêts.

Avec la nouvelle méthode de correction, on obtient en général des taux de croissance plus faibles qu'avec l'ancienne méthode, mais les tendances restent globalement inchangées (cf. graphique A).

Cette différence s'explique par des effets de flux et de stocks. Premièrement, la prise en compte des remboursements de prêts décomptabilisés se traduit par des flux de prêts corrigés légèrement moins élevés qu'avec l'ancienne méthode. Deuxièmement, l'inclusion des stocks de prêts décomptabilisés élargit la base à

partir de laquelle les taux de croissance sont calculés, réduisant ainsi les taux de croissance en valeur absolue. En d'autres termes, avec la nouvelle méthode, l'effet de stocks se traduit par des taux de croissance positifs moins élevés et des taux de croissance négatifs moins prononcés qu'avec l'ancienne méthode ³.

Les taux de croissance plus faibles observés avec la nouvelle méthode de correction résultent essentiellement des remboursements de prêts décomptabilisés (effet de flux).

Le stock des prêts décomptabilisés est relativement faible par rapport à l'encours total de prêts (les prêts décomptabilisés consentis au secteur privé de la zone euro représentaient 400 milliards d'euros en juillet 2015, contre un montant total de prêts de 10 800 milliards d'euros aux bilans des IFM). Par conséquent, la prise en compte des stocks de prêts décomptabilisés a généralement une faible incidence (à la hausse ou à la baisse) sur les taux de croissance. En revanche, les remboursements de prêts décomptabilisés ont un impact significatif à la baisse. Les graphiques B et C retracent l'incidence de la nouvelle méthode de correction sur les taux de croissance annuels des prêts aux ménages (cf. graphique B) et des prêts aux sociétés non financières (cf. graphique C) qui est due aux effets de flux et de stocks, ainsi que les quatre principaux pays contributeurs.

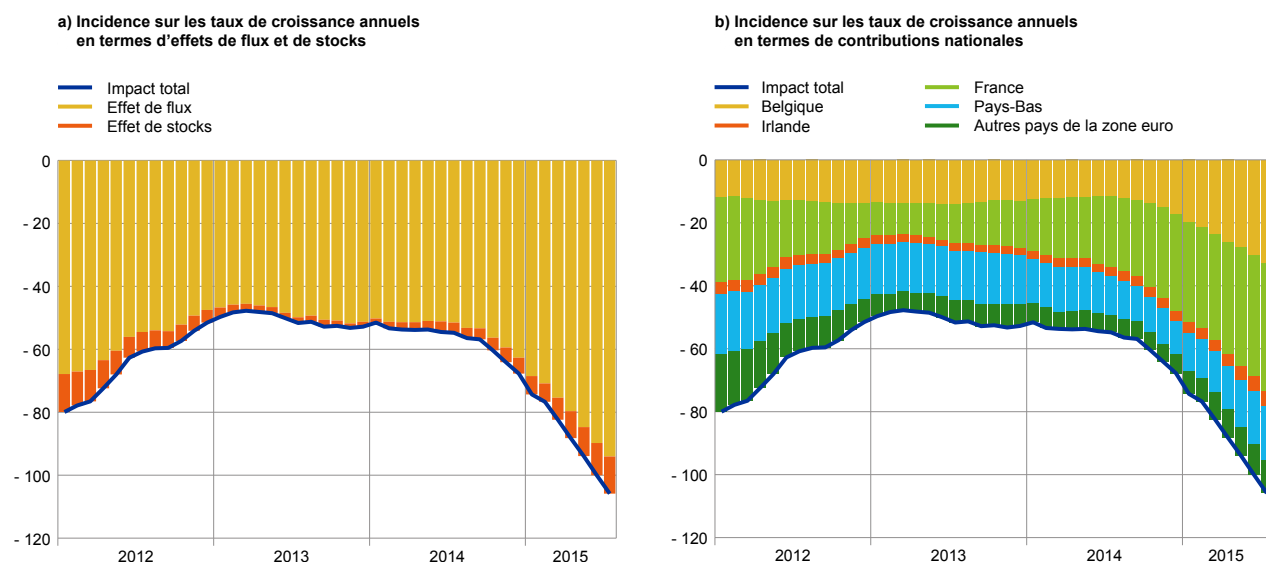
S'agissant des prêts aux ménages, la différence entre les taux de croissance provient des pays dans lesquels la part des prêts décomptabilisés est relativement élevée, ce qui se traduit, dans la nouvelle méthode, par la prise en compte de remboursements de prêts plus importants. Il s'agit

³ Pour de plus amples détails concernant les différences entre la nouvelle et l'ancienne méthode de correction, cf. la note explicative sur le site de la BCE, à l'adresse suivante : http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150921_explanatory_note_adjusted_loans.pdf

Graphique B

Prêts des IFM aux ménages de la zone euro : incidence de la nouvelle méthode de correction sur les taux de croissance annuels

(différences de taux de croissance annuels entre la nouvelle et l'ancienne méthode de correction ; en points de base ; données brutes)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

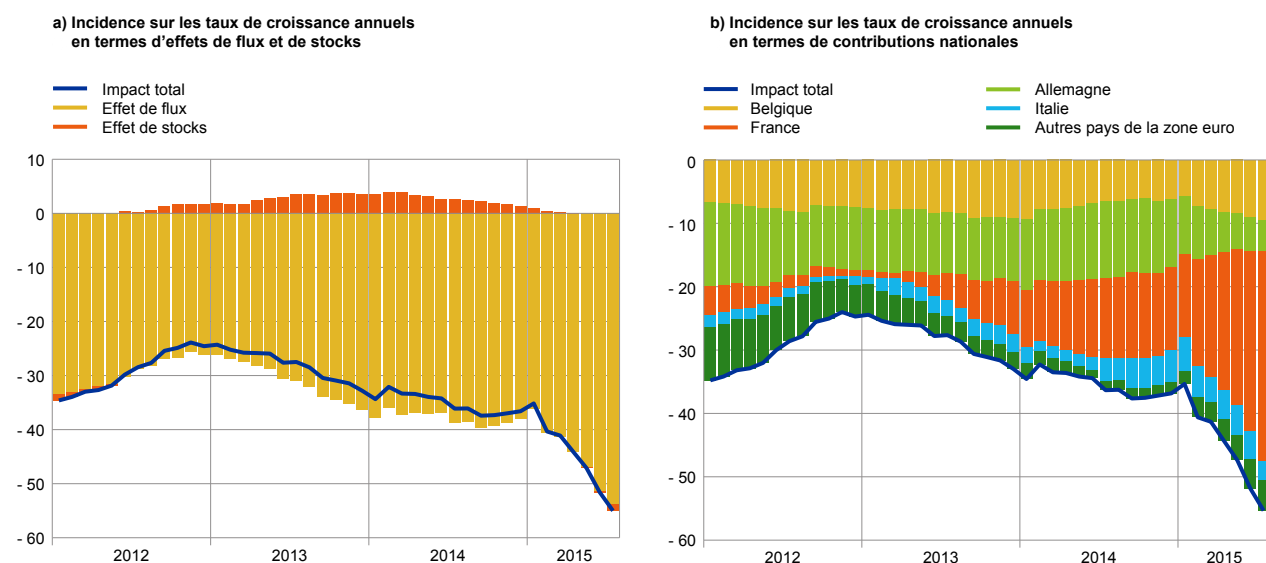
Note : La dernière observation porte sur juillet 2015.

notamment de la Belgique et de la France, qui représentent respectivement 15 % et 25 % des prêts aux ménages décomptabilisés de la zone euro et sont donc les principaux contributeurs nationaux à l'incidence globale de la nouvelle méthode (cf. graphique B). L'Irlande et les Pays-Bas, ainsi que plusieurs autres pays, ont contribué dans une moindre mesure.

Graphique C

Prêts des IFM aux sociétés non financières de la zone euro : incidence de la nouvelle méthode de correction sur les taux de croissance annuels

(différences de taux de croissance annuels entre la nouvelle et l'ancienne méthode de correction ; en points de base ; données brutes)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Note : La dernière observation porte sur juillet 2015.

En ce qui concerne les prêts aux sociétés non financières (SNF), le taux élevé de remboursements des prêts décomptabilisés explique les différences de taux de croissance entre la nouvelle et l'ancienne méthode. Les prêts aux SNF tendent à être de plus courte durée, ce qui se traduit par des remboursements importants par rapport aux encours. En effet, la principale contribution est celle de la France (cf. graphique C), où les remboursements ont récemment augmenté en raison d'une plus forte titrisation de prêts à court terme. La Belgique et l'Allemagne ont elles aussi régulièrement contribué aux taux de croissance annuels moins élevés des prêts aux SNF, alors que les autres pays ont contribué de façon limitée.

Dans l'ensemble, la nouvelle méthode de correction améliore l'analyse des taux de croissance des prêts à l'échelle de la zone euro et au niveau national.

Le récent creusement de l'écart des taux de croissance annuels entre la nouvelle et l'ancienne méthode met également en lumière la pertinence de la méthode de correction pour l'interprétation des tendances de ces séries. La BCE et les banques centrales nationales continuent de mener des travaux portant sur les données historiques afin d'enrichir l'analyse des prêts accordés aux ménages et aux SNF de la zone euro, en données corrigées des cessions et de la titrisation.

Encadré 5

La création d'un comité budgétaire européen

Le 21 octobre 2015, la Commission européenne a adopté sa Communication¹ relative aux mesures à prendre pour compléter l'Union économique et monétaire (UEM), reprenant les propositions de réforme à court terme contenues dans le rapport des cinq présidents². Cette communication présente différentes mesures visant à améliorer le fonctionnement de l'UEM. Si celles-ci méritent en tant que telles d'être discutées, le présent encadré se concentre sur un élément particulier, à savoir la décision de la Commission³ « créant un comité budgétaire européen consultatif indépendant ». Conformément à la feuille de route présentée dans le rapport des cinq présidents, le comité budgétaire européen a été créé le 1^{er} novembre 2015 et devrait être opérationnel d'ici mi-2016.

Les mesures visant à améliorer la gouvernance budgétaire

Une évaluation indépendante de l'application par la Commission européenne et le Conseil des règles du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) devrait contribuer à accroître la transparence et la cohérence de la surveillance budgétaire au plan européen. Les récentes réformes du cadre de gouvernance budgétaire de l'UE, notamment les paquets législatifs *six-pack* et *two-pack*, visaient à garantir une mise en œuvre plus efficace des règles du PSC. Le cadre renforcé est devenu plus complexe, rendant plus difficile pour le public et les représentants élus de tenir la Commission et le Conseil responsables de leurs actes sans que des informations supplémentaires leur soient fournies par un organisme indépendant et bien informé. Dans cette optique, le Conseil des gouverneurs de la BCE a appelé dès 2010 à la création d'une agence budgétaire indépendante au niveau de la zone euro. La nature spécifique de la zone euro justifie également une évaluation indépendante de son orientation de politique budgétaire agrégée, qui devrait être réalisée sur la base des règles du PSC et prendre en compte avec soin la question de la soutenabilité pour les différents pays. Pour qu'un tel organe soit efficace, il doit avoir le droit d'effectuer et de publier ses évaluations en temps réel. Ces évaluations pourraient alors alimenter un débat éclairé concernant les décisions prises par le Conseil et la Commission, tant sur la place publique qu'au Parlement européen.

¹ http://www.ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/single-market-strategy/communication-emu-steps_fr.pdf

² Le rapport intitulé *Compléter l'Union économique et monétaire européenne* est disponible à l'adresse suivante : http://www.ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report_fr.pdf

³ http://www.ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/single-market-strategy/decision-efb_fr.pdf

La plupart des États membres de l'UE ont déjà créé des conseils budgétaires indépendants visant à renforcer les cadres budgétaires nationaux.

Les récentes réformes du cadre de gouvernance budgétaire de l'UE ont étendu le rôle et les missions des institutions publiques indépendantes au niveau des États membres afin de favoriser la discipline budgétaire et de renforcer l'appropriation nationale des règles budgétaires de l'UE ⁴. Si les mandats des conseils budgétaires des États membres de l'UE varient considérablement selon les pays, les conseils sont habituellement chargés de la surveillance du respect des règles budgétaires nationales, y compris du fonctionnement du mécanisme de correction automatique que le Pacte budgétaire avait requis dans le cadre du Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire. Le *two-pack* définit également des normes spécifiques pour l'organisation d'institutions budgétaires indépendantes au plan national. Ces normes incluent non seulement la capacité à communiquer publiquement en temps utile mais aussi, par exemple, une très grande indépendance sur le plan de l'organisation s'appuyant sur un régime statutaire fondé sur la législation, la réglementation ou des dispositions administratives contraignantes ⁵.

Le rapport des cinq présidents publié le 22 juin 2015 recommande la création d'un comité budgétaire européen consultatif visant à compléter les conseils budgétaires nationaux et à améliorer la transparence de la mise en œuvre du PSC.

La principale tâche de ce comité budgétaire européen consiste à « fournir, au niveau européen, une évaluation publique et indépendante des budgets – et de leur exécution – à l'aune des objectifs économiques et des recommandations formulés dans le cadre de la gouvernance budgétaire de l'UE ». Le rapport précise que le comité budgétaire européen « devrait être à même d'émettre des avis dans les cas où il le juge nécessaire, notamment dans le cadre de l'évaluation des programmes de stabilité, de la présentation des projets de plans budgétaires annuels et de l'exécution des budgets nationaux ». Alors que la Commission européenne, conformément à ses prérogatives en vertu des traités de l'UE, devrait pouvoir s'écarter de l'avis du comité budgétaire européen concernant la mise en œuvre des règles budgétaires, il lui faudra néanmoins justifier ces écarts (principe « appliquer ou expliquer »). Il est par conséquent indispensable que le comité budgétaire européen réalise et publie ses analyses en temps réel. En outre, il devrait fournir une évaluation *ex post* de la manière dont le cadre de gouvernance a été mis en œuvre et porter un jugement économique sur l'orientation budgétaire appropriée, tant au plan national qu'à celui de la zone euro, sur la base du PSC. L'avis du comité devrait être intégré dans les décisions prises par la Commission dans le contexte du Semestre européen introduit dans le cadre du règlement *six-pack* afin d'améliorer la coordination des politiques budgétaires et économiques des États membres. Enfin, la nouvelle entité consultative devrait également coordonner et compléter les conseils budgétaires nationaux qui ont été mis en place dans le cadre de la directive de l'UE ⁶.

⁴ Cf. l'encadré intitulé *Conseils budgétaires dans les pays de l'UE* du *Bulletin mensuel* de juin 2014.

⁵ Cf. l'article 2 du règlement (UE) n°473/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 établissant des dispositions communes pour le suivi et l'évaluation des projets de plans budgétaires et pour la correction des déficits excessifs dans les États membres de la zone euro.

⁶ Cf. la directive 2011/85/UE du Conseil du 8 novembre 2011 sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des États membres.

sur les cadres budgétaires. Dans ce contexte, elle devrait respecter les mêmes normes d'indépendance institutionnelle que les conseils budgétaires nationaux.

Composition, rôle et mandat du comité budgétaire européen

Le comité budgétaire européen se composera de cinq experts réputés, soit un président et quatre membres, aux compétences et à l'expérience reconnues en macroéconomie et en matière d'élaboration pratique de la politique budgétaire.

Le président et un des membres seront nommés par la Commission européenne sur proposition de son président, après consultation du vice-président pour l'euro et le dialogue social et du commissaire pour les affaires économiques et financières, la fiscalité et les douanes, tandis que les trois autres membres seront nommés par la Commission sur proposition de son président, après consultation des conseils budgétaires nationaux, de la Banque centrale européenne et du groupe de travail de l'Eurogroupe. Le comité sera assisté d'un secrétariat, composé d'un chef du secrétariat et de membres du personnel spécifiquement affectés à cette tâche, qui dépendra administrativement du Secrétariat général de la Commission européenne mais rendra des comptes uniquement au comité. L'analyste économiste en chef exercera la fonction de chef du secrétariat. Le poste d'analyste économiste en chef, qui joue un rôle de conseiller au sein de la Commission, a été créé fin 2011 en réponse aux demandes d'une surveillance plus indépendante visant à favoriser l'application uniforme des règles.

Le rôle du comité budgétaire européen sera de contribuer, à titre consultatif, à la surveillance budgétaire multilatérale dans la zone euro. Premièrement, il fournira à la Commission européenne une évaluation de la mise en œuvre du cadre budgétaire de l'UE, notamment en ce qui concerne la cohérence horizontale des décisions et la mise en œuvre de la surveillance budgétaire, en cas de risque de manquement particulièrement grave aux règles. Le comité pourra aussi formuler des suggestions sur l'évolution future du cadre budgétaire de l'UE. Deuxièmement, le comité, s'appuyant sur un jugement économique, rendra un avis à la Commission sur l'orientation budgétaire future la plus appropriée pour l'ensemble de la zone euro et au plan national. Troisièmement, il coopèrera avec les conseils budgétaires nationaux, en vue notamment d'échanger sur les meilleures pratiques et de faciliter la compréhension commune.

Le comité budgétaire européen devra disposer de la capacité à se faire entendre publiquement pour fonctionner efficacement. Cela est envisagé dans le rapport des cinq présidents et constituera un aspect essentiel du renforcement de la transparence et de la cohérence de la mise en œuvre des règles du PSC. La décision de la Commission ne prévoit pas explicitement de publication en temps réel des évaluations du comité et ne mentionne pas la possibilité pour celui-ci d'émettre des avis publics. Il en va de même du principe « appliquer ou expliquer » formulé dans le rapport des cinq présidents. La décision de la Commission implique que le comité ne délivrera principalement ses avis et évaluations que directement à la Commission, bien que ne soit pas spécifiée la façon dont ils seront pris en compte dans le processus décisionnel interne. Même si on ne sait pas encore si le comité budgétaire européen communiquera publiquement en temps réel, il est fait référence à la publication d'un rapport annuel.

Il est important que l'organisation du comité budgétaire européen respecte les principes établis dans le contexte de la création d'organismes indépendants (comme les conseils budgétaires) au plan national.

Le rapport des cinq présidents indique que le comité budgétaire européen devrait bénéficier des mêmes normes d'indépendance que les conseils budgétaires nationaux. La décision de la Commission accorde l'indépendance aux cinq membres du comité, bien qu'ils soient tous nommés et rémunérés par la Commission. En outre, la création du comité budgétaire européen sur la base d'une décision de la Commission, au sein de sa structure organisationnelle, ne respecte pas les normes établies pour ses contreparties au plan national.

Globalement, la création du comité budgétaire européen est un pas dans la bonne direction.

Son mandat et son indépendance institutionnelle pourraient être encore clarifiés et consolidés afin de garantir qu'il soit à même de jouer un rôle important dans le renforcement de la transparence et l'amélioration du respect des règles budgétaires. Premièrement, étant donné que la capacité à se faire entendre publiquement est primordiale pour l'efficacité du comité budgétaire européen, il sera important que son droit à publication ne se limite pas à un rapport annuel. En particulier, le comité devrait être à même de réaliser et publier en temps réel des évaluations des décisions de la Commission européenne relatives au PSC. Deuxièmement, il convient à présent de clarifier de quelle façon l'avis du comité sera pris en compte dans le dispositif de surveillance budgétaire au plan européen, par exemple en donnant à sa présidence le droit de présenter des observations au Parlement européen et lors des réunions pertinentes du Conseil/de l'Eurogroupe. Dans ce contexte, la Commission, si elle s'écarte de l'avis du comité sur un sujet spécifique, pourrait s'engager à en donner les raisons. Troisièmement, il sera important de définir clairement le mandat du comité budgétaire européen, notamment en ce qui concerne l'interaction entre son évaluation de l'application du PSC d'une part et son évaluation de l'orientation budgétaire future. Si la première peut reposer sur des fondements méthodologiques bien établis, ce n'est pas le cas de l'évaluation de l'orientation budgétaire la plus appropriée, notamment au plan de la zone euro. Dans ce contexte, il conviendra de garantir que le respect du PSC dans tous les États membres et les risques relatifs à la soutenabilité de la dette constitueront des éléments clés de l'évaluation de l'orientation budgétaire. Enfin, la structure institutionnelle du comité budgétaire européen pourrait être revue au fil du temps, notamment pour extraire le comité des structures institutionnelles de la Commission, afin qu'il puisse opérer en tant qu'institution indépendante dotée de sa propre personnalité juridique.

Articles

La transmission des récentes mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE

Le présent article évalue la transmission, via l'intermédiation bancaire, les prêts bancaires et la monnaie, des mesures non conventionnelles de la BCE annoncées depuis juin 2014. On examinera tout d'abord l'impact du train de mesures d'assouplissement du crédit, en s'attachant aux opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO), puis celui du programme étendu d'achats d'actifs (APP), en mettant l'accent sur le programme d'achat de titres du secteur public (PSPP). Les résultats présentés indiquent que ces mesures ont sensiblement réduit les rendements sur un grand nombre de compartiments du marché financier, leurs effets croissant généralement avec la durée des échéances et le risque. Les deux programmes ont contribué à alléger les coûts de financement des banques, ce qui les a incitées à répercuter l'allègement de ces coûts sur les emprunteurs finaux en accordant davantage de crédits à de meilleures conditions. Globalement, l'amélioration des conditions du crédit dans la zone euro a contribué à transmettre l'assouplissement de la politique monétaire aux ménages et aux entreprises via la chaîne d'intermédiation.

1

Introduction

Depuis le début de la crise financière, la BCE et d'autres grandes banques centrales ont complété leurs cadres de fonctionnement par un ensemble de mesures non conventionnelles de politique monétaire. En temps « normal », la BCE remplit sa mission de maintien de la stabilité des prix en fixant le prix des réserves de banque centrale, pilotant ainsi les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire de manière à refléter l'orientation souhaitée de sa politique monétaire. Ce signal de politique monétaire se propage ensuite à travers le système financier, influençant des conditions de financement plus larges et, en dernier lieu, les évolutions macroéconomiques. Pendant la crise financière, ce cadre de fonctionnement conventionnel s'est révélé insuffisant pour deux raisons principales. Premièrement, les perturbations de certains compartiments des marchés financiers avaient altéré le mécanisme par lequel la politique monétaire est transmise du prix des réserves de banque centrale (qui est contrôlé par la banque centrale) aux conditions de financement plus larges qui affectent les décisions d'investissement et de consommation des entreprises et des ménages. Deuxièmement, la durée et la sévérité de la crise financière mondiale ont épuisé la possibilité de recourir à des mesures de relance monétaire de l'économie par la réduction des taux d'intérêt nominaux à court terme du marché monétaire, ces taux ayant atteint leur plancher effectif.

L'objectif des mesures non conventionnelles introduites par la BCE avant juin 2014 était de remédier à des dysfonctionnements à différents stades du mécanisme de transmission.

Ces mesures allaient de la fourniture flexible de liquidités au système bancaire en fonction de la demande par le biais d'échéances allongées, et en ayant aussi recours à des devises autres que l'euro, à la réalisation d'achats fermes sur les compartiments de marché en proie à des dysfonctionnements ¹. Elles ont en commun de n'avoir pas été destinées à modifier l'orientation de la politique monétaire de la BCE, mais plutôt à assurer sa transmission à l'économie en remédiant aux dysfonctionnements du mécanisme de transmission ².

À compter de juin 2014, un ensemble de mesures nouvelles ont été progressivement introduites dans le cadre d'une politique d'assouplissement du crédit.

L'objectif de ces mesures était d'améliorer la transmission de la politique monétaire, mais aussi d'en renforcer l'orientation accommodante face à la faiblesse persistante des perspectives d'inflation, au ralentissement du rythme de la croissance et à l'atonie de la dynamique de la monnaie et du crédit. Les modalités initiales de mise en œuvre des mesures non conventionnelles (l'apport d'un soutien aux besoins de liquidité des banques) étant devenues moins adaptées avec le début d'une nouvelle phase de désendettement actif de ces institutions, de nouvelles incitations étaient nécessaires pour qu'elles reprennent leurs activités de prêt. En juin 2014, la BCE a annoncé l'introduction des TLTRO. Ces opérations permettent aux banques d'emprunter à taux fixe auprès de l'Eurosystème pour une période allant jusqu'à quatre ans dans le cadre d'un ensemble de huit opérations conduites à intervalles trimestriels à partir de septembre 2014. Il importe de noter que les montants que les banques peuvent emprunter sont liés, s'agissant des deux premières TLTRO, à leurs encours de prêts éligibles (prêts aux sociétés non financières – SNF – et aux ménages de la zone euro, à l'exception des prêts au logement) en date du 30 avril 2014 et, pour les six opérations restantes, à l'évolution de leurs prêts éligibles depuis mai 2014 ³. En outre, dans le contexte d'une réduction plus large des taux directeurs de la BCE, le Conseil des gouverneurs a décidé en juin 2014 d'introduire pour la première fois un taux négatif pour la facilité de dépôt et pour les réserves détenues en sus des réserves obligatoires. Ce taux a encore été réduit en septembre 2014 à – 0,20 %, son niveau actuel. En septembre 2014, la BCE a également annoncé le lancement de deux programmes d'achats d'actifs, le programme d'achat de titres adossés à des actifs (ABSPP) et le troisième programme d'achat d'obligations sécurisées (CBPP3).

¹ Pour une analyse de ces mesures, cf. l'article intitulé *Les mesures prises par la BCE en réponse à la crise financière* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2010. Pour une analyse plus récente, cf. l'article intitulé *Le rôle du bilan de la banque centrale dans la politique monétaire* du *Bulletin économique* n°4, 2015.

² À partir de juillet 2013, la BCE a également introduit une pratique de formulation d'une orientation verbale explicite relative à l'évolution à venir de la politique monétaire (*forward guidance*). Cette pratique, qui vise à apporter une plus grande clarté sur l'orientation de politique monétaire du Conseil des gouverneurs reposant sur son évaluation des perspectives en matière de stabilité des prix, a renforcé l'efficacité de la politique monétaire de la BCE. Pour plus de précisions, cf. l'article intitulé *La forward guidance de la BCE* du *Bulletin mensuel* d'avril 2014.

³ Pour des précisions sur les modalités des TLTRO, cf. l'annexe du communiqué de presse du 3 juillet 2014 (*La BCE annonce le détail des opérations de refinancement à plus long terme ciblées*) intitulée *Modalités des opérations de refinancement à plus long terme ciblées* et disponible à l'adresse suivante : https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Eurosystème_et_international/cp-bce-la-BCE-annonce-le-détail-des-opérations-de-refinancement.pdf

Enfin, en janvier 2015, la BCE a annoncé l'introduction du programme étendu d'achats d'actifs (APP), pour assouplir davantage l'orientation de la politique monétaire. Cette mesure a été jugée nécessaire en raison de la contrainte exercée sur les taux directeurs par leurs planchers (le taux des opérations principales de refinancement de la BCE ayant été fixé à 0,05 % à compter de septembre 2014) et de la détérioration persistante des perspectives d'inflation depuis l'introduction du train de mesures d'assouplissement du crédit. L'APP étendu recouvre les deux programmes d'achats précédents (l'ABSPP et le CBPP3) ainsi que les achats de titres du secteur public. Les achats dans le cadre de ce programme s'élèvent à 60 milliards d'euros par mois. Ils devraient s'étendre jusqu'à fin septembre 2016, voire au-delà. Ils seront en tout cas poursuivis jusqu'à ce qu'on observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à l'objectif de taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme ⁴.

Le présent article examine l'impact sur l'intermédiation bancaire, les prêts bancaires et la monnaie des mesures non conventionnelles introduites par la BCE depuis juin 2014 ⁵. Commenter leur incidence sur les intermédiaires financiers non bancaires ainsi que leurs conséquences *in fine* sur l'activité économique et sur l'inflation n'entre pas dans le cadre de cet article. La section 2 analyse les effets de ces mesures sur les évolutions des bilans et sur les conditions de financement des banques ainsi que sur leur capacité à supporter les risques, afin d'établir comment les mesures affectent la capacité des banques à jouer un rôle d'intermédiaire financier, constituant ainsi un canal efficace pour la transmission du signal de politique monétaire. La section 3 s'attache plus particulièrement à l'effet des mesures sur les résultats du processus d'intermédiation, à savoir les prêts bancaires. La section 4 analyse l'incidence de l'APP sur la monnaie au sens large au regard de l'accroissement exogène du montant de la liquidité de banque centrale imputable à cette mesure. La section 5 présente des éléments de conclusion. Les deux encadrés apportent une vue d'ensemble stylisée des principaux canaux de transmission de ces mesures (cf. encadré 1) et de leur incidence sur différents prix des marchés financiers (cf. encadré 2).

Encadré 1

Les canaux de transmission des mesures non conventionnelles

Alors que les mesures non conventionnelles introduites par la BCE depuis juin 2014 sont de nature assez hétérogène, les grands canaux de transmission par lesquels elles devraient affecter l'économie sont similaires. Toutefois, ces canaux sont utilisés à des degrés divers par les différentes mesures. Une abondante littérature, consacrée principalement aux programmes d'achats d'actifs, a identifié un certain nombre de canaux susceptibles de permettre aux mesures non conventionnelles d'exercer une influence sur l'inflation et la production. En s'appuyant sur cette littérature, le présent encadré examine les trois principaux canaux de transmission, à savoir la transmission directe, le rééquilibrage des portefeuilles et l'émission d'un signal.

⁴ Pour plus de précisions, cf. l'encadré intitulé *Le programme étendu d'achats d'actifs du Conseil des gouverneurs* du *Bulletin économique* n° 1, 2015.

⁵ La date d'arrêté pour les données du présent article était le 25 septembre 2015.

Premièrement, par la transmission directe, les mesures non conventionnelles devraient assouplir les conditions d'emprunt dans le secteur privé non financier en améliorant les conditions de refinancement des banques, encourageant ainsi l'emprunt et la dépense à des fins d'investissement et de consommation. Ce canal est probablement le plus important dans le cas des TLTRO, qui sont conçues pour réduire le coût marginal de financement des banques pour l'activité de prêt ciblée. Les caractéristiques de ciblage des TLTRO incitent les banques à accroître leur offre de catégories spécifiques de prêts nets à l'économie réelle, ce qui permet de s'assurer que l'avantage en termes de coût de financement est transmis au moins en partie aux emprunteurs. En outre, les TLTRO permettant aux banques de remplacer leurs financements de marché par des emprunts auprès de la banque centrale, l'offre d'obligations bancaires dans l'économie peut s'en trouver réduite. La pénurie d'émission d'obligations bancaires devrait se traduire par une baisse des rendements de ces titres, y compris de ceux émis par des intermédiaires ne participant pas aux TLTRO. Les achats d'actifs, en particulier du type de ceux inclus dans le train de mesures d'assouplissement du crédit, peuvent également affecter les conditions du crédit pour le secteur privé. Les achats effectués par la banque centrale font augmenter le prix des titres ciblés (obligations sécurisées et titres adossés à des actifs), ce qui encourage les banques à accroître leur offre de prêts pouvant être titrisés, et tend à faire baisser les taux débiteurs bancaires.

Deuxièmement, par le rééquilibrage des portefeuilles, les rendements d'un grand nombre d'actifs sont réduits. Les achats d'actifs par la banque centrale entraînent une augmentation de la liquidité détenue par les vendeurs de ces actifs. Si la liquidité reçue n'est pas considérée comme un substitut parfait des actifs cédés, l'échange d'actifs peut induire un rééquilibrage des portefeuilles au profit d'autres actifs. Par une succession de tentatives de rééquilibrage des portefeuilles, les prix des actifs augmentent jusqu'à atteindre un nouvel équilibre, ayant pour corollaire une réduction des rendements et des coûts du financement externe. Les fondements théoriques de ce mode de transmission remontent au moins jusqu'aux années soixante ⁶. Le rééquilibrage des portefeuilles peut soutenir l'expansion du crédit bancaire, la compression des rendements sur les titres rendant l'activité de prêt relativement plus intéressante. L'accroissement de l'offre de crédits bancaires en réduit le coût. Le rééquilibrage des portefeuilles pourrait en partie entraîner un accroissement des avoirs extérieurs détenus par les résidents de la zone euro ou un rapatriement de fonds par les non-résidents, exerçant ainsi une pression à la baisse sur le taux de change de l'euro. Des effets de rééquilibrage des portefeuilles peuvent aussi être obtenus par les TLTRO, les montants que les banques peuvent emprunter étant un multiple de leurs prêts éligibles, ce qui leur permet aussi de financer des achats d'actifs tels que des titres émis par les administrations publiques ou par le secteur privé. En outre, le remboursement, plutôt que le renouvellement, des obligations bancaires arrivant à échéance par les banques participant aux TLTRO est susceptible de provoquer un rééquilibrage des portefeuilles de la part des détenteurs de ces titres. L'importance empirique de ce canal a été testée dans des travaux consacrés principalement à l'incidence des mesures d'assouplissement quantitatif sur le marché

⁶ Cf. J. Tobin, *Money, Capital, and Other Stores of Value*, American Economic Review, Papers and Proceedings of the Seventy-Third Annual Meeting of the American Economic Association, vol. 51, n° 2, 1961, p. 26-37 ; M. Friedman, et A. J. Schwartz, *Money and Business Cycles*, Review of Economics and Statistics, vol. 45, n° 1, 1963, p. 32-64 ; K. Brunner et A. H. Meltzer, *Mr Hicks and the 'Monetarists'*, *Economica*, vol. 40, n° 157, 1973, p. 44-59 ; et D. Vayanos et J.-L. Vila, *A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates*, NBER Working Paper Series, n° 15487, 2009.

financier. La plupart des études ont donné des résultats soutenant la pertinence de ce mode de transmission ⁷.

Troisièmement, par l'émission d'un signal, le déploiement des mesures non conventionnelles, notamment celles qui ont un effet significatif sur le bilan de la banque centrale, permet de souligner l'engagement de l'autorité monétaire dans le cadre de son mandat ⁸. Ce signal peut avoir deux effets. Premièrement, il peut susciter une révision à la baisse des anticipations du marché relatives aux taux d'intérêt à court terme futurs. Dans le cas des programmes d'achats d'actifs de la BCE, cela découle de la longue période d'abondance de liquidité liée au profil des échéances des actifs achetés. Dans le cas des TLTRO, l'effet résulte du taux fixe des opérations et de leur durée, qui était de quatre ans pour les premières opérations. Deuxièmement, il peut ancrer ou, le cas échéant, accroître les anticipations d'inflation. En conséquence, les taux réels à long terme diminueront, soutenant ainsi l'investissement et la consommation. Des études antérieures ont conclu que la contribution de l'émission d'un signal est très incertaine. Elle a été jugée faible au Royaume-Uni, modérée dans la zone euro et très incertaine aux États-Unis, où les estimations sont comprises entre 10 % et 50 % de la baisse totale des rendements des bons du Trésor ⁹.

2 L'impact sur l'intermédiation bancaire

Les mesures non conventionnelles de la BCE interagissent de manière complexe et souvent importante avec les processus et les capacités d'intermédiation des banques en exerçant une incidence sur les évolutions de leur bilan, leurs conditions de financement et leur aptitude à supporter les risques. La présente section examine certains des principaux aspects de cette interaction dans le cas des TLTRO et de l'APP afin de déterminer comment ces mesures affectent la capacité des banques à représenter un canal efficace de transmission du signal de politique monétaire.

⁷ Pour des informations relatives à la zone euro, cf. C. Altavilla, G. Carboni et R. Motto, *Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area*, Working Paper Series, BCE, à paraître. Pour le Royaume-Uni, cf. M. Joyce, A. Lasasoa, I. Stevens et M. Tong, *The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom*, International Journal of Central Banking, vol. 7, n° 3, 2011, p. 113-61. Pour les États-Unis, cf. J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache et B. Sack, *The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases*, International Journal of Central Banking, vol. 7, n° 1, 2011, p. 3-43. Cf. également S. D'Amico, W. English, J. D. López-Salido et E. Nelson, *The Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchase Programs: Rationale and Effects*, Economic Journal, vol. 122, 2012, p. 415-46.

⁸ Pour une analyse de l'incidence des mesures sur le bilan de l'Eurosystème, cf. l'article intitulé *Le rôle du bilan de la banque centrale dans la politique monétaire* du *Bulletin économique* n°4, 2015

⁹ Cf. A. Krishnamurthy et A. Vissing-Jorgensen, *The Ins and Outs of LSAPs*, Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2013 ; M. D. Bauer et G. D. Rudebusch, *The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases*, International Journal of Central Banking, vol. 10, n° 3, 2014, p. 233-289 ; et J. H. E. Christensen, et G. D. Rudebusch, *The Response of Interest Rates to US and UK Quantitative Easing*, The Economic Journal, vol. 122, n° 564, 2012, p. F385-F414.

2.1 L'utilisation des TLTRO par les banques

Les TLTRO ont vocation à agir sur les bilans des banques emprunteuses de deux manières principales et complémentaires. Premièrement, les TLTRO sont une incitation à l'accroissement des actifs, en particulier des prêts consentis aux entreprises et aux ménages, conformément à la nature ciblée de cette mesure. Compte tenu du fait que les montants qu'elles peuvent emprunter via les TLTRO sont un multiple de leurs prêts éligibles, les banques peuvent ainsi financer également leur stratégie d'expansion des autres actifs, impliquant des classes d'actifs autres que les prêts éligibles. Deuxièmement, comme elles constituent une source attrayante de financement à long terme, les TLTRO permettent aux banques de remplacer des sources de financement plus coûteuses et d'allonger la durée de leurs engagements pour qu'elle concorde mieux avec celle des prêts ciblés par la mesure.

L'expansion des actifs des banques s'est effectivement produite au cours de la période durant laquelle les TLTRO ont été conduites, même si elle a été concentrée sur les pays actuellement jugés moins vulnérables¹⁰. Il est important d'évaluer l'expansion des actifs qui a pu être encouragée par les TLTRO au regard d'une trajectoire contrefactuelle de l'accroissement des bilans des banques qui se serait manifesté en l'absence de cette mesure. Bien que cette trajectoire soit difficile à appréhender, il convient de rappeler que, lorsque ces opérations ont été lancées, certaines banques de la zone euro, et l'ensemble du système bancaire de plusieurs pays vulnérables, étaient confrontés à la nécessité de réduire leur endettement, ce qui a même donné lieu dans certains cas à des plans de restructuration. Le graphique 1 illustre les évolutions des principales rubriques du bilan des banques ayant emprunté dans le cadre des TLTRO entre fin août 2014 (avant que la première opération ne soit menée) et fin juillet 2015. Il apparaît clairement que les modifications des bilans des banques sont également influencées par un grand nombre d'autres facteurs et de considérations non liés aux TLTRO, qui ne peuvent être représentés sur cette illustration simple. Ces évolutions doivent donc être interprétées avec prudence et rapprochées d'informations complémentaires. Le graphique 1 montre que les emprunteurs bénéficiant des TLTRO ont accru leurs prêts au secteur privé au cours de cette période. Il convient toutefois de noter que ce résultat est entièrement attribuable aux banques des pays actuellement considérés moins vulnérables. Dans les pays vulnérables, en revanche, les crédits consentis au secteur privé par les emprunteurs qui ont bénéficié des TLTRO ont continué de diminuer, reflétant le processus de réduction du levier d'endettement en cours. Dans les pays tant vulnérables que moins vulnérables, les emprunteurs bénéficiant des TLTRO ont acquis des avoirs extérieurs en termes nets, tandis que leur fourniture de crédit aux emprunteurs souverains de la zone euro a été modérée¹¹. Rien n'indique que les emprunteurs bénéficiant des TLTRO aient, globalement, distribué la liquidité obtenue à d'autres banques, les crédits aux institutions financières monétaires (IFM) s'étant contractés. Si le graphique 1 rend compte d'un certain degré de placement

¹⁰ Dans le présent article, le terme « pays vulnérables » désigne l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, l'Italie, Chypre, le Portugal et la Slovaquie, et le terme « pays moins vulnérables » les autres pays de la zone euro.

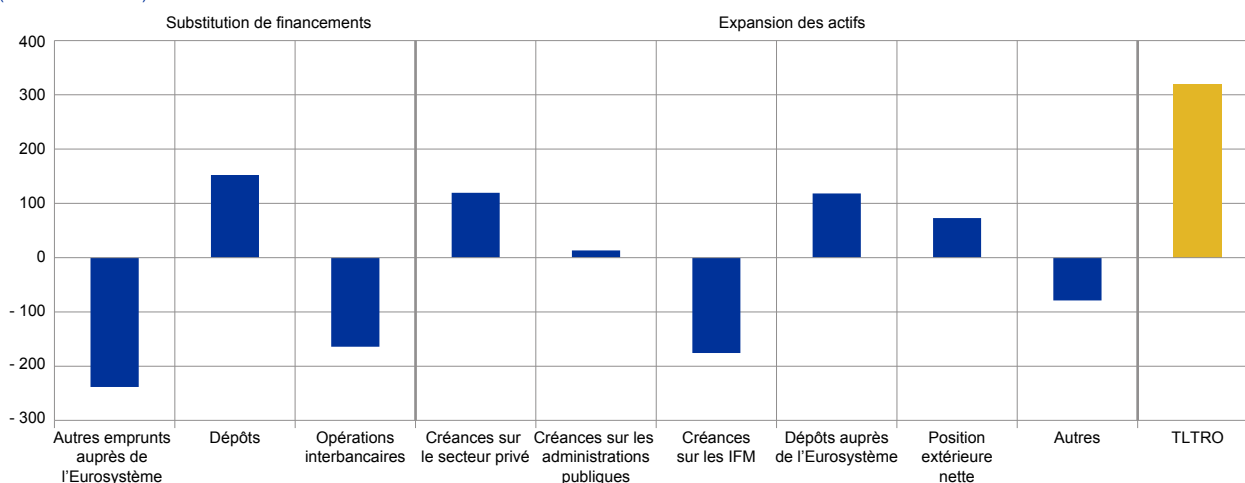
¹¹ L'augmentation de la position extérieure nette reflète principalement l'intermédiation des opérations extérieures des clients des banques et n'est donc pas essentiellement un choix de portefeuille actif des banques. Toutefois, les avoirs extérieurs bruts ont également augmenté durant cette période.

temporaire de fonds sous forme de dépôts auprès de l'Eurosystème par les emprunteurs ayant bénéficié des TLTRO, il convient de rappeler que l'APP étendu a été lancé durant la dernière partie de la période couverte, ce qui s'est traduit par une hausse importante et régulière des réserves de banque centrale dans le système.

Graphique 1

Évolutions des bilans des banques participant aux TLTRO

(en milliards d'euros)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Ces évolutions sont des flux cumulés sur la période comprise entre fin août 2014 et fin juillet 2015. Les données ne concernent que le sous-ensemble des banques participant aux TLTRO dont les données de bilan individuelles sont disponibles. Les « opérations interbancaires » recouvrent les émissions de titres de créance et les emprunts interbancaires.

La substitution de financements qui s'est produite sous l'effet des TLTRO a entraîné un allongement significatif de la durée des financements des banques.

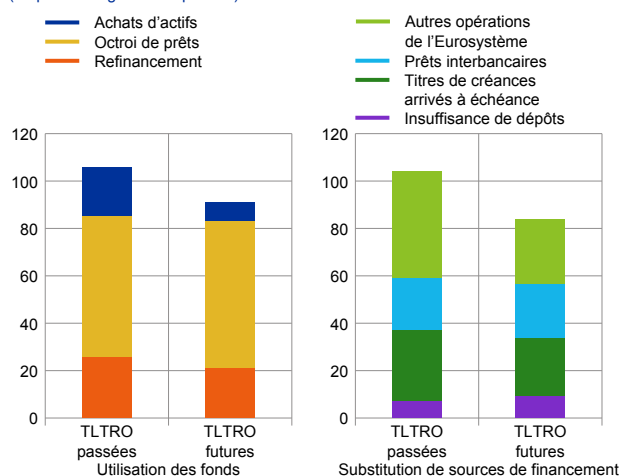
Les banques empruntant dans le cadre des TLTRO ont fortement réduit leur recours aux autres formes d'emprunt auprès de l'Eurosystème (cf. graphique 1). Cela traduit le fait que les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans qui ont été conduites en décembre 2011 et en février 2012 sont arrivées à échéance, respectivement, en janvier et février 2015, tout comme le fait que les banques ont remplacé les emprunts effectués au titre d'autres opérations (opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois et opérations principales de refinancement) par le recours aux TLTRO. Globalement, cela a entraîné un allongement important de l'échéance moyenne pondérée des emprunts des banques de l'Eurosystème, qui est passée de 130 jours avant la réalisation de la première TLTRO à 804 jours après le règlement de la quatrième TLTRO en juin 2015¹². L'allongement de cette durée procure aux banques une certitude en matière de financement sur une plus longue période et leur permet de mieux faire concorder les échéances de leurs engagements et de leurs actifs, notamment celles des prêts octroyés aux ménages et aux entreprises. Les banques empruntant dans le cadre des TLTRO ont également réduit leur recours aux opérations interbancaires, à savoir l'émission de titres de créance et les emprunts interbancaires. Néanmoins, il y a lieu de penser que la diminution du recours à l'émission de titres de créance est, en termes agrégés, moins prononcée pour les participants aux TLTRO que pour les autres banques. Tandis que la réduction des titres de créance, en particulier

¹² Ce calcul repose sur l'hypothèse que toutes les TLTRO seront remboursées à leur échéance finale de septembre 2018 et ne donneront lieu à aucun remboursement anticipé volontaire ou obligatoire.

Graphique 2

Utilisation des fonds obtenus via les TLTRO d'après les réponses à l'enquête de juillet 2015 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro (BLS)

(en pourcentages des réponses)



que le remplacement des financements obtenus par les autres opérations de l'Eurosystème deviendra moins important (cf. le volet de droite du graphique 2), ce qui n'est pas étonnant au vu de l'ampleur actuelle du remplacement des autres opérations de l'Eurosystème par les TLTRO.

des titres non garantis, serait le type de substitution de financements le plus efficace en termes de coûts, la diminution de l'encours de titres de créance est limitée par le taux de réduction graduelle impliqué par la structure de leurs échéances ainsi que par des considérations stratégiques en faveur d'une activité d'émission continue sur le marché. Dans ce contexte, les autres mesures adoptées par la BCE pendant cette période, et notamment le CBPP3, ont soutenu l'activité d'émission continue des banques sur le marché des obligations sécurisées.

Pour l'avenir, les banques ont indiqué qu'elles envisagent de mobiliser une plus grande part des fonds empruntés via les TLTRO afin d'octroyer des prêts. Dans leurs réponses à l'enquête de juillet 2015 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro (*bank lending survey* – BLS), les banques ont indiqué que pour les prochaines TLTRO, elles prévoyaient d'utiliser davantage les fonds obtenus pour octroyer des prêts et moins pour l'acquisition d'autres actifs (cf. le volet gauche du graphique 2). S'agissant des substitutions de financements, les banques estiment

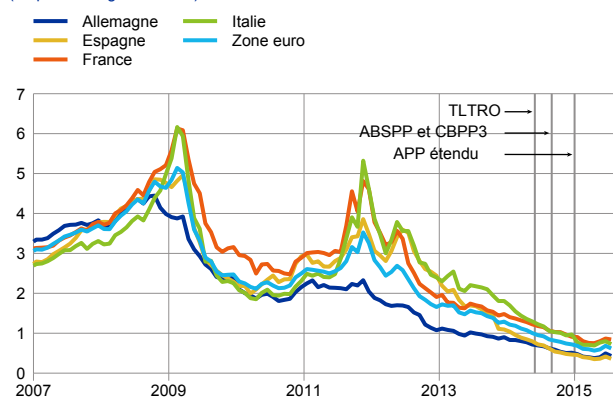
2.2

L'incidence des mesures non conventionnelles de la BCE sur l'accès des banques au financement de marché

Graphique 3

Coût composite des dépôts bancaires et du financement obligataire

(en pourcentages annuels)



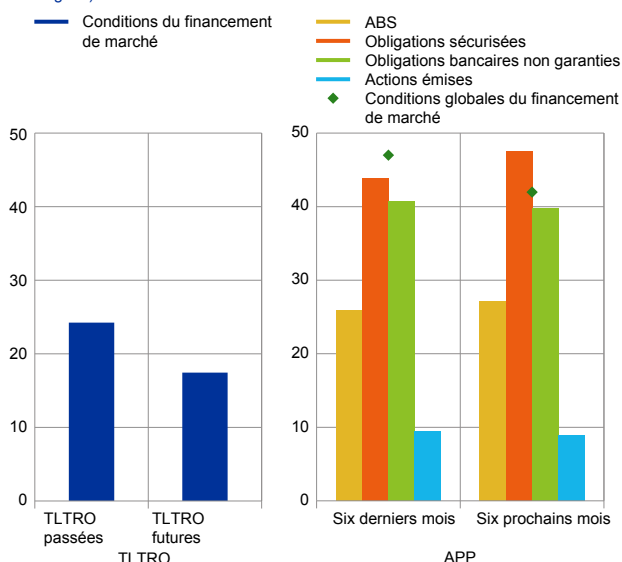
Les mesures non conventionnelles de la BCE ont également amélioré les conditions plus larges de financement de marché pour les banques, indépendamment de leur participation aux opérations d'emprunt de l'Eurosystème.

Le remplacement de sources de financement plus coûteuses et de plus court terme par les TLTRO ne représente qu'une partie de l'effet d'assouplissement des TLTRO sur les conditions de financement des banques et, par là même, sur le coût du financement pour les entreprises et les ménages. Les TLTRO, combinées aux autres mesures conventionnelles et non conventionnelles introduites par la BCE depuis juin 2014, notamment l'APP, ont accéléré une importante réduction des rendements à moyen et

Graphique 4

Amélioration des conditions du financement de marché pour les banques résultant des TLTRO et de l'APP, d'après l'enquête BLS

(en pourcentages des banques interrogées ; en pourcentages nets des banques interrogées)



Source : BCE.

Notes : Les « TLTRO passées » se rapportent à l'ensemble des TLTRO qui ont été effectuées jusqu'en juin 2015 et les « TLTRO futures » aux opérations réalisées depuis cette date. Les valeurs présentées dans la partie gauche du graphique constituent la somme des pourcentages des banques ayant répondu « s'est amélioré ou s'améliorera considérablement » et « s'est amélioré ou s'améliorera légèrement » à la question correspondante de l'enquête BLS de juillet 2015. Les valeurs présentées dans la partie droite du graphique constituent la différence entre la somme des pourcentages pour « a augmenté/s'est amélioré considérablement » et « a augmenté/s'est amélioré légèrement » et la somme des pourcentages pour « a diminué/s'est dégradé légèrement » et « a diminué/s'est dégradé considérablement » ressortant de l'enquête BLS d'avril 2015. Les résultats présentés sont calculés en pourcentage du nombre de banques qui n'ont pas répondu « non pertinent ».

long terme d'un certain nombre d'actifs financiers, comprenant les instruments de financement des banques (cf. l'encadré 2). Par conséquent, le coût composite du financement de marché a sensiblement baissé pour les banques de la zone euro (cf. graphique 3). De plus, la dispersion de ce coût entre les pays a continué de diminuer. Ces améliorations ont entraîné un assouplissement plus large des conditions de financement, qui bénéficie aux banques indépendamment du volume de leur recours aux opérations de prêt de l'Eurosystème. Les réponses des banques à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (enquête BLS) confirment le rôle des mesures non conventionnelles de la BCE comme élément moteur de ces évolutions (cf. graphique 4). Les TLTRO ont contribué à assouplir les conditions d'accès au financement de marché pour un quart environ des banques interrogées dans l'enquête de juillet 2015. Comme prévu, l'incidence favorable de l'APP est plus importante : près de la moitié des banques participant à l'enquête d'avril 2015 ont identifié un effet positif sur les conditions de financement de marché au cours des six mois allant jusqu'en mars¹³. En termes d'instruments spécifiques, l'incidence favorable a été plus importante lorsqu'il s'agissait de financements par des obligations bancaires sécurisées et non garanties.

2.3

La prise en compte des réserves créées par l'APP dans les bilans des banques

Les achats d'actifs par l'Eurosystème dans le contexte de l'APP entraînent également d'importants effets sur les bilans des banques. L'Eurosystème paie les actifs qu'il achète en fournissant des réserves, c'est-à-dire des dépôts auprès de l'Eurosystème. Comme les établissements de crédit sont les entités qui détiennent généralement les comptes de dépôt auprès de la banque centrale¹⁴, les achats sont toujours réglés par leur intermédiaire, indépendamment de l'identité du vendeur final. La prise en compte de ces réserves dans les bilans des banques entraîne des mouvements dans d'autres rubriques des bilans, ce qui devrait déclencher un rééquilibrage des portefeuilles des banques, par l'échange des réserves reçues contre d'autres actifs.

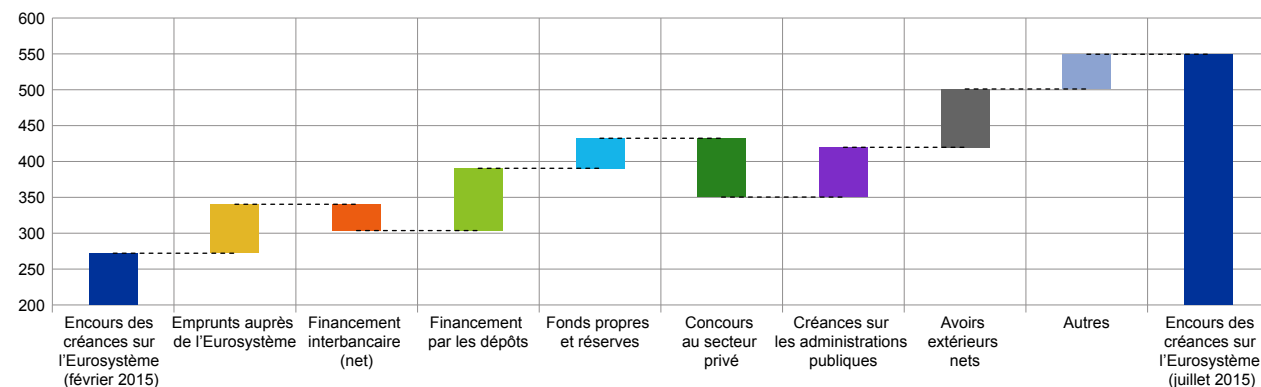
¹³ Il s'agit des derniers résultats disponibles au moment de la rédaction du présent article s'agissant de la question relative à l'APP, qui est incluse chaque semestre dans l'enquête BLS.

¹⁴ Certaines autres entités, telles que les États ou les agences gouvernementales, détiennent également des comptes de dépôt auprès des banques centrales nationales de l'Eurosystème. Cependant, ces entités ne sont pas impliquées dans l'intermédiation des cessions de titres à l'Eurosystème.

Graphique 5

Mouvements au bilan des IFM autres que l'Eurosystème correspondant à la variation des réserves entre fin février et fin juillet 2015

(en milliards d'euros, en données brutes)



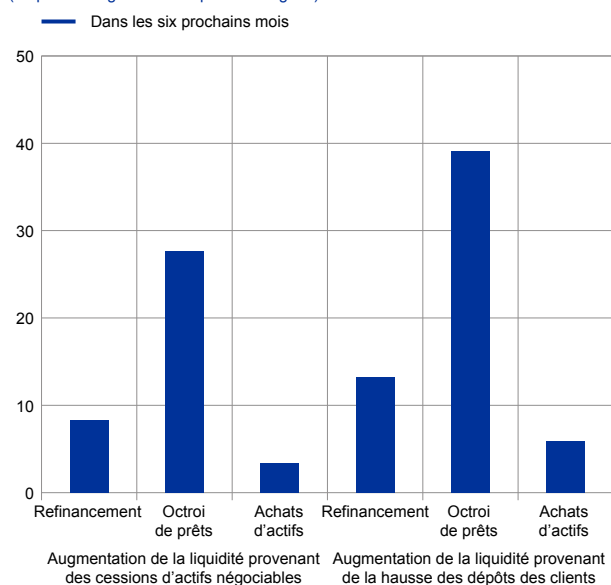
Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les augmentations des positions créditrices nettes diminuent les créances sur l'Eurosystème. Les augmentations des positions débitrices nettes augmentent les créances sur l'Eurosystème. Le « financement interbancaire (net) » fait référence à l'émission de titres de créance, nette des portefeuilles de titres de créance des IFM, et aux emprunts auprès des IFM autres que l'Eurosystème, nets des dépôts auprès des IFM autres que l'Eurosystème.

Graphique 6

Projets d'utilisation de la liquidité supplémentaire découlant de l'APP, d'après l'enquête BLS d'avril 2015

(en pourcentages des banques interrogées)



Source : BCE.

Notes : Les pourcentages sont définis comme la somme des pourcentages des réponses « contribuera considérablement à cet objectif » et « contribuera légèrement à cet objectif » à la question correspondante de l'enquête BLS d'avril 2015. Les résultats présentés sont calculés en pourcentage du nombre de banques qui n'ont pas répondu « non pertinent » et se rapportent aux évaluations des banques pour les six mois à venir.

L'augmentation des réserves qui a suivi l'introduction de l'APP étendu est compensée, au bilan des banques, par des hausses des dépôts et, dans une mesure légèrement moindre, par des ventes d'emprunts publics figurant dans leurs portefeuilles.

La contrepartie la plus importante de la hausse des réserves au cours de la période de mise en œuvre de l'APP étendu est une augmentation des dépôts des résidents de la zone euro (cf. graphique 5), dont une partie représente l'intermédiation par les banques des cessions d'obligations à l'Eurosystème par des non-banques de la zone. Leur intermédiation des cessions réalisées par des non-résidents se reflète dans une baisse des avoirs extérieurs nets, qui est également considérable. Une partie un peu plus faible, mais néanmoins importante, de la hausse des réserves est compensée par une baisse des crédits bancaires aux administrations publiques, qui reflète, au moins partiellement, des cessions de titres provenant des portefeuilles des banques à l'Eurosystème. Le graphique 5 montre qu'il y a eu une expansion des crédits au secteur privé, dont une partie a également contribué à la hausse des dépôts précédemment analysée.

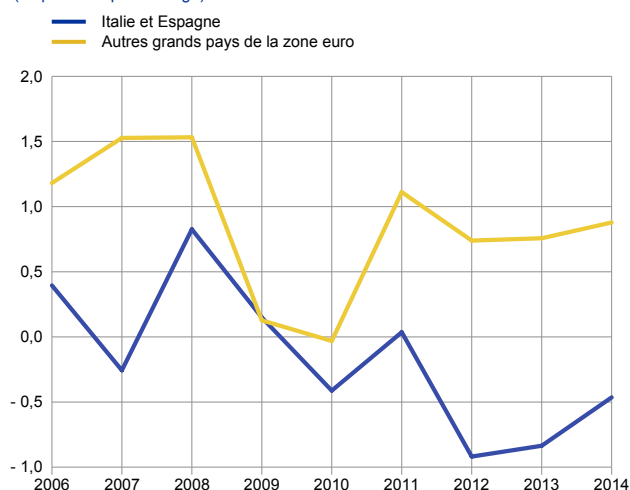
Les utilisations finales de la liquidité engendrée par l'APP sont probablement différentes des utilisations initiales. Le système bancaire pris dans son ensemble ne peut pas réduire le montant total des réserves qu'il détient en effectuant un rééquilibrage des portefeuilles ¹⁵. L'observation des données agrégées ne peut donc

¹⁵ Un montant limité de réabsorption des réserves peut se produire par le remboursement d'emprunts contractés auprès de l'Eurosystème. Par ailleurs, l'acquisition de billets par les banques diminue également le montant agrégé des réserves.

Graphique 7

Différence entre les rendements des prêts corrigés des risques *ex post* et ceux des titres dans une sélection de pays de la zone euro

(en points de pourcentage)



Sources : Bankscope et calculs de la BCE.

Notes : Rendement des prêts corrigé des risques (intérêts reçus des prêts, nets des provisions pour dépréciation et des exigences en fonds propres, par rapport au montant des prêts nets) et montant correspondant pour les titres. Moyennes pondérées pour un panel non compensé de 186 banques. Données annuelles. La rubrique « Autres grands pays de la zone euro » comprend l'Allemagne, la France et les Pays-Bas.

fournir que des aperçus limités de l'utilisation de la liquidité créée par l'APP, puisque la liquidité utilisée par une banque sera compensée par un mouvement au bilan de la banque recevant la liquidité. Toutefois, les résultats d'enquêtes peuvent apporter un éclairage sur les intentions des banques. Un grand nombre des banques interrogées dans l'enquête BLS d'avril 2015 ont répondu qu'elles envisageaient d'utiliser la hausse de la liquidité reçue pour accorder des prêts (cf. graphique 6). Cette réponse doit cependant être nuancée, car l'expansion des crédits est un processus qui demande du temps pour se concrétiser, non seulement en raison de considérations opérationnelles, mais également parce qu'il est peu probable que la réaction de la demande de prêts à l'amélioration des conditions de l'offre soit instantanée. Il est donc vraisemblable que la première étape du rééquilibrage affectera essentiellement le passif des bilans des banques, celles-ci utilisant la liquidité accrue à leur disposition pour rembourser leurs engagements les plus coûteux. Cette phase initiale comportera également sans doute l'acquisition d'actifs liquides, qui peut être réalisée rapidement et moyennant de

faibles coûts de transaction. Cependant, ces deux types de transactions immédiates contribuent à activer les effets de rééquilibrage des portefeuilles et sont donc congruents avec les objectifs souhaités de l'APP.

L'APP devrait améliorer l'attractivité des prêts par rapport aux titres en ce qui concerne les décisions d'allocation des portefeuilles des banques.

Il devrait avoir une incidence sur les décisions de portefeuille des banques en orientant le rendement des actifs, corrigé du risque, en faveur des prêts. Ces dernières années, les rendements (corrigés des risques *ex post*) que les banques, notamment dans les pays vulnérables de la zone euro, ont obtenus pour les placements en titres ont été beaucoup plus élevés que les rendements des investissements en prêts (cf. graphique 7). Cependant, les effets de rééquilibrage des portefeuilles déclenchés par l'APP réduiront les rendements des titres. Ces effets entraîneront également des tensions à la baisse sur les taux des prêts, mais ils seront contrebalancés, pour la rentabilité nette des banques, par la baisse du risque de crédit sur les prêts, liée à l'amélioration des perspectives macroéconomiques. Par conséquent, l'APP devrait dans l'ensemble rendre les prêts plus attractifs que les titres.

2.4

L'impact de l'APP sur la rentabilité et les fonds propres des banques

L'APP a aussi des implications sur la capacité des banques à supporter le risque.

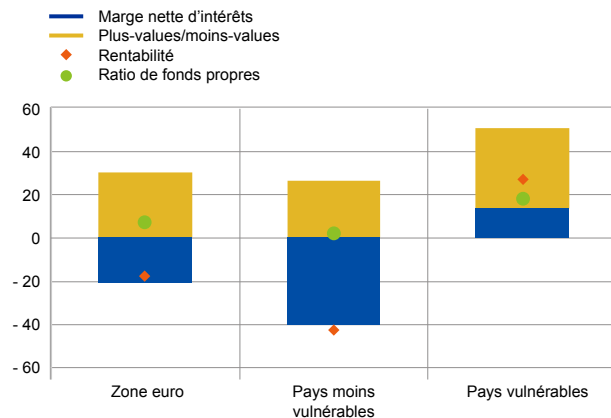
Les fonds propres des banques ont une importance essentielle pour leur capacité à intermédiaire et donc à transmettre l'orientation accommodante

de la politique mise en œuvre par les mesures non conventionnelles de la BCE. L'accumulation des bénéfices est l'une des principales méthodes utilisées par les banques pour augmenter leurs volants de fonds propres et donc accroître leur capacité à prêter et à assumer les risques associés. L'APP a plusieurs effets, en partie contradictoires, sur les fonds propres et la rentabilité des banques. La réduction des rendements à long terme qu'il entraîne dans un environnement où les taux à court terme se situent à leur plancher effectif, ou sont proches de celui-ci, implique un aplatissement de la courbe des rendements. Étant donné le modèle traditionnel d'activité des banques, qui consiste à transformer les échéances (c'est-à-dire à financer l'acquisition d'actifs à long terme par l'émission d'engagements à court terme), cette configuration des rendements peut exercer des tensions à la baisse sur leurs marges d'intermédiation. Dans le même temps, cet effet négatif sur la rentabilité et les fonds propres des banques est compensé par l'effet stimulant de l'APP sur l'activité économique, qui limite, comme mentionné précédemment, le risque de crédit des prêts, réduisant ainsi les coûts de provisionnement associés. En outre, la hausse générale des prix des actifs que l'APP devrait provoquer augmentera les valorisations de ces actifs au bilan des banques, créant ainsi, sous certaines conditions, des plus-values.

Graphique 8

Incidence attendue de l'APP sur la rentabilité et les ratios de fonds propres des banques, d'après l'enquête BLS d'avril 2015

(en pourcentages nets des banques interrogées)



Source : BCE.

Notes : Incidence attendue au cours des six prochains mois. Les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la somme des pourcentages des banques ayant répondu « a augmenté/s'est amélioré considérablement » et « a augmenté/s'est amélioré légèrement » et la somme des pourcentages de banques ayant répondu « a diminué/s'est dégradé légèrement » et « a diminué/s'est dégradé considérablement » à la question correspondante de l'enquête BLS d'avril 2015. Les résultats présentés sont calculés en pourcentage du nombre de banques qui n'ont pas répondu « non pertinent ».

Les résultats de l'enquête BLS font état d'un effet global positif de l'APP sur les fonds propres des banques, mais indiquent une incidence sur la rentabilité variable selon les pays. Comme certains

des effets de l'APP ont des impacts opposés sur la rentabilité et les fonds propres des banques, l'incidence globale n'est pas connue *ex ante*. Selon les résultats de l'enquête BLS d'avril 2015, les banques s'attendent à une légère amélioration globale de leurs ratios de fonds propres liée à l'APP (cf. graphique 8), qui reflète une attente largement répandue de plus-values associées à ce programme. Cependant, comme une partie de ces plus-values ne se traduit pas dans les bénéfices comptables des banques ¹⁶, c'est l'effet négatif de l'APP sur les marges nettes d'intérêts des banques qui domine dans ce cas, aboutissant à un effet global défavorable sur la rentabilité des banques. Tandis que l'impact sur ces marges est négatif pour la zone euro prise dans son ensemble, les réponses au niveau des pays sont plus diversifiées. En particulier, dans les pays vulnérables de la zone euro, où les prêts sont souvent octroyés à taux variables et où les banques sont les plus pénalisées par les coûts liés à la qualité du crédit, celles-ci font état d'un impact positif.

¹⁶ La façon dont les plus-values se reflètent dans les bénéfices comptables dépend de la catégorie comptable du portefeuille dans lequel les actifs concernés sont détenus.

Encadré 2

L'incidence des mesures non conventionnelles sur les marchés financiers

Le présent encadré quantifie les effets des récentes mesures non conventionnelles de la BCE sur les prix des actifs financiers. La principale difficulté de cet exercice réside dans le fait que les annonces par la BCE, tout d'abord des TLTRO en juin 2014, puis du programme étendu d'achats d'actifs (APP) en janvier 2015, avaient été largement anticipées par les marchés financiers, car elles faisaient suite à plusieurs communications officielles de la BCE indiquant la possible mise en œuvre de nouvelles mesures non conventionnelles. En théorie, sur les marchés efficients, les prix prennent en compte, par anticipation, l'incidence d'une mesure de politique monétaire avant sa mise en œuvre effective. Par conséquent, les prix d'actifs devraient réagir aux informations concernant les TLTRO et l'APP avant même l'annonce officielle de ces mesures, dès lors que les intervenants de marché réexaminent la probabilité que ces programmes soient mis en œuvre ainsi que leur taille attendue.

Le présent encadré utilise une méthodologie fondée sur l'étude d'événements remontant aux annonces officielles de la BCE qui, à compter de mai 2014, sont susceptibles d'avoir influé sur les anticipations des marchés concernant les programmes. S'agissant des TLTRO, les événements retenus sont les réunions du Conseil des gouverneurs qui ont eu lieu en mai et en juin 2014¹⁷. Pour l'APP, un ensemble plus large d'événements ont été recensés, selon l'approche d'Altavilla *et al*¹⁸. Pour chaque événement, on observe les changements intervenus sur une durée maximale de deux jours, de manière à prendre en compte une éventuelle lenteur de la réaction des prix des actifs à la nouveauté des programmes. C'est pour cela que cette analyse par régression prend explicitement en compte les données macroéconomiques publiées. Plus particulièrement, les estimations figurant dans les colonnes « étude d'événements contrôlés » (cf. tableau) sont obtenues par régression des variations quotidiennes des rendements d'une sélection de variables muettes et de la part inattendue d'un large éventail de données macroéconomiques publiées. L'analyse porte sur les données macroéconomiques pour la zone euro, les quatre principales économies de la zone et les États-Unis au cours de la période d'échantillonnage, c'est-à-dire de début janvier 2014 à fin mars 2015. La colonne concernant l'« étude d'événements standard » contient des estimations obtenues sans prise en compte des informations macroéconomiques.

Les résultats montrent que les effets conjugués des mesures non conventionnelles mises en œuvre depuis juin 2014 ont fait considérablement baisser les rendements sur un grand nombre de compartiments des marchés financiers. En général, les effets s'accroissent avec la durée et le degré de risque. Par exemple, on estime que l'incidence sera forte pour les emprunts d'État à long terme, avec une diminution de 70 points de base environ des rendements à dix ans dans la zone euro, et de quelque 100 points de base en Italie et en Espagne. Les répercussions sur les rendements des actifs non ciblés sont importantes dans le cas des obligations émises par les sociétés financières et par les sociétés non financières de la zone euro.

¹⁷ L'analyse relie la réunion du Conseil des gouverneurs du 8 mai 2014 aux TLTRO, notamment parce que le président de la BCE a explicitement déclaré durant la conférence de presse que le Conseil des gouverneurs avait l'intention d'agir le mois suivant. Par conséquent, l'annonce officielle des TLTRO en juin 2014 avait déjà été partiellement prise en compte à l'issue de cette conférence de presse.

¹⁸ Cf. le document de travail cité à la note 7.

Tableau

Variation des rendements d'une sélection d'actifs financiers autour des dates d'événements de politique monétaire

	TLTRO		APP	
	Étude d'événements standard	Étude d'événements contrôlés	Étude d'événements standard	Étude d'événements contrôlés
Euribor 3 mois (en points de base)	- 4	- 4	- 5	- 3
Emprunts d'État à 10 ans (en points de base)				
Zone euro	- 22	- 23	- 48	- 47
Allemagne	- 9	- 10	- 23	- 18
France	- 17	- 18	- 36	- 27
Italie	- 31	- 33	- 72	- 60
Espagne	- 29	- 31	- 69	- 65
Obligations émises par les sociétés financières (en points de base)				
AAA	- 14	- 14	- 13	- 7
AA	- 13	- 13	- 15	- 11
A	- 15	- 14	- 18	- 14
BBB	- 23	- 24	- 32	- 27
Obligations émises par les sociétés non financières (en points de base)				
AAA	- 10	- 9	- 26	- 11
AA	- 10	- 10	- 20	- 12
A	- 12	- 12	- 19	- 15
BBB	- 15	- 15	- 19	- 23
Obligations émises par les banques (en points de base)				
Zone euro	- 16	- 16	- 26	- 22
Allemagne	- 12	- 12	- 13	- 8
France	- 13	- 13	- 17	- 11
Italie	- 26	- 26	- 56	- 59
Espagne	- 18	- 18	- 15	- 14
Taux de change (en pourcentage)				
Taux de change USD/EUR	- 1	- 1	- 12	- 12
Taux de change effectif nominal	- 1	- 1	- 8	- 8
Cours boursiers (en pourcentage)				
Indice (large) Dow Jones EuroStoxx	2	3	5	1
Taux des swaps indexés sur l'inflation (en points de base)				
À un an	- 1	1	5	33
À trois ans	2	3	14	27
À cinq ans	2	3	14	24

Source : Reuters, Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : Le rendement de l'emprunt d'État à dix ans pour la zone euro correspond à un indicateur construit par la BCE à l'aide du modèle Nelson-Siegel-Svensson, qui recouvre l'ensemble des émetteurs et des notations. Le taux de change effectif nominal de l'euro utilisé dans l'estimation correspond au taux de change par rapport aux monnaies du groupe de partenaires commerciaux TCE-19 (Australie, Bulgarie, Canada, Chine, Croatie, République tchèque, Danemark, Hong-Kong, Hongrie, Japon, Norvège, Pologne, Roumanie, Singapour, Corée du Sud, Suède, Suisse, Royaume-Uni et États-Unis). Les rendements des obligations émises par les banques appartiennent à la catégorie « investment grade ». Pour les TLTRO, les événements correspondent au 8 mai et au 5 juin 2015. Pour l'APP, l'exercice a été réalisé à partir de 17 dates d'événements. Il s'agit, pour 2014, des 4, 12, 24 et 25 septembre ; 2, 10 et 24 octobre ; 6, 17, 21 et 27 novembre et 4 décembre ; et pour 2015, des 2, 8, 14 et 22 janvier et du 5 mars.

On constate également une atténuation des tensions sur les autres prix des marchés financiers, tels que le taux de change et les cours boursiers. Comme le montre le tableau, les annonces relatives au programme d'achats d'actifs ont entraîné, selon les estimations, une dépréciation de 12 % de l'euro par rapport au dollar. Elles ont également eu une incidence positive sur l'indice du marché boursier de la zone euro, de 3 % dans le cas des TLTRO et de 1 % dans celui de l'APP.

Les résultats indiquent que l'APP a contribué à une hausse des anticipations d'inflation à long terme. Les taux des swaps indexés sur l'inflation pour les échéances comprises entre un et cinq ans mesurent les anticipations du secteur privé pour les différents horizons. La variation estimée de ces taux de swaps résultant de l'APP est de l'ordre de 30 points de base pour l'échéance d'un an et de 20 points de base environ à cinq ans. Pour que le programme d'assouplissement du crédit et le programme d'achats d'actifs stimulent l'économie réelle, la

réaction des anticipations d'inflation est primordiale : lorsque celles-ci diminuent dans les mêmes proportions que les rendements nominaux, les taux d'intérêt réels demeurent inchangés. En outre, la réaction des anticipations d'inflation sert à évaluer la perception qu'ont les marchés financiers de la capacité du programme d'achats d'actifs à lutter contre les risques de déflation.

3 L'incidence sur la distribution du crédit bancaire

Dans une perspective de transmission de la politique monétaire, la capacité d'intermédiation des banques est importante essentiellement parce qu'elle affecte l'offre de prêts bancaires aux entreprises et aux ménages. Par conséquent, cette section s'attache plus spécifiquement à l'effet des récentes mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE sur le résultat final du processus d'intermédiation, c'est-à-dire la disponibilité, les conditions, les taux et les volumes de la distribution du crédit bancaire.

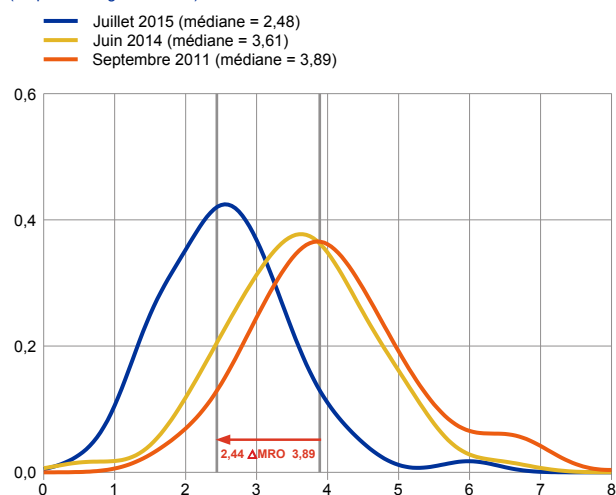
Les données concernant les taux appliqués par les banques aux SNF font état d'une amélioration de la transmission des mesures de politique monétaire.

Selon les données relatives aux taux appliqués par les IFM, les baisses successives du taux des opérations principales de refinancement se sont répercutées sur les taux appliqués aux SNF de façon différente selon les pays (cf. graphiques 9 et 10).

Graphique 9

Taux débiteurs composites pour les SNF : distribution des différentes IFM dans les pays vulnérables

(en pourcentages annuels)



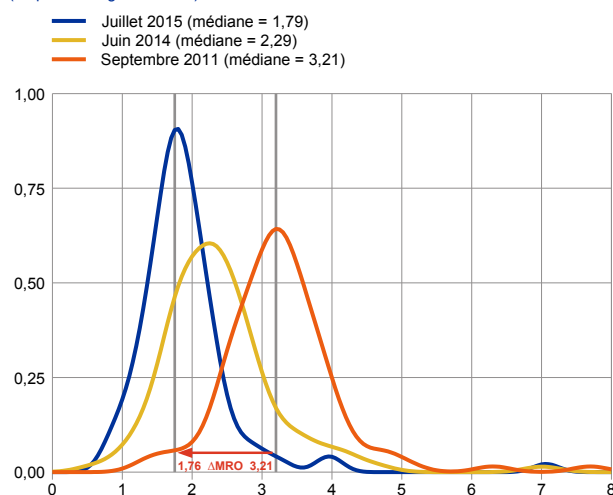
Source: BCE.

Notes : Le graphique illustre l'approximation de la densité de la distribution du taux débiteur tirée d'un échantillon de 55 IFM dans une sélection de pays vulnérables (Irlande, Espagne, Italie et Portugal) au cours de trois périodes différentes (septembre 2011, juin 2014 et juillet 2015). Le graphique montre également que si la réduction du taux des opérations principales de refinancement (MRO) depuis septembre 2011 (à savoir 145 points de base) s'était entièrement répercutée sur le taux débiteur médian de cette période (à savoir 3,89 %), le taux débiteur aurait été de 2,44 % en juillet 2015.

Graphique 10

Taux débiteurs composites pour les SNF : distribution des différentes IFM dans les pays moins vulnérables

(en pourcentages annuels)



Source: BCE.

Notes : Le graphique illustre l'approximation de la densité de la distribution du taux débiteur tirée d'un échantillon de 105 IFM dans une sélection de pays moins vulnérables (Belgique, Allemagne, France, Pays-Bas et Autriche) au cours de trois périodes différentes (septembre 2011, juin 2014 et juillet 2015). Le graphique montre également que si la réduction du taux des opérations principales de refinancement (MRO) depuis septembre 2011 (à savoir 145 points de base) s'était entièrement répercutée sur le taux débiteur médian de cette période (à savoir 3,21 %), le taux débiteur aurait été de 1,76 % en juillet 2015.

Si l'on observe les distributions des taux appliqués aux entreprises par les IFM en septembre 2011 (c'est-à-dire peu de temps avant la première d'une série de baisses du taux des opérations principales de refinancement ayant commencé en novembre 2011) et en juin 2014, il apparaît que la réduction de 125 points de base du taux directeur sur cette période s'est traduite de façon incomplète et inégale dans la baisse du taux débiteur médian : dans le groupe des pays moins vulnérables, il a diminué de 92 points de base, tandis qu'il n'a baissé que de 28 points de base dans le groupe des pays vulnérables. Par conséquent, avant le démarrage du train de mesures d'assouplissement du crédit, et en particulier dans les pays vulnérables, l'essentiel de la réduction des taux directeurs de la BCE n'avait pas été répercuté sur les coûts d'emprunt appliqués aux ménages et aux entreprises. Cependant, au cours de la période qui a suivi l'annonce de ces mesures en juin 2014, la réduction des coûts d'emprunt a été plus importante dans les pays vulnérables (113 points de base) que dans les pays moins vulnérables (50 points de base), ce qui laisse penser qu'à la fois les TLTRO et l'APP ont favorisé les flux de crédit vers le secteur privé et aligné le prix de ces crédits sur l'orientation souhaitée de la politique monétaire.

Il est possible d'utiliser un modèle comptable simplifié de la façon dont les banques valorisent leurs prêts pour analyser les principaux facteurs influençant les taux débiteurs. L'utilisation d'un tel modèle permet de décomposer les taux débiteurs en quatre composantes principales ¹⁹.

Taux débiteur = coût de financement des banques + exigence de fonds propres + marge d'intermédiation + autres facteurs.

Ce modèle simplifié prend comme hypothèse que pour valoriser un prêt, la base utilisée par les banques est un taux de marché de référence qui reflète essentiellement le taux auquel elles peuvent lever des fonds sur le marché monétaire interbancaire. En plus de ce taux, les banques répercutent sur l'emprunteur final un certain nombre d'écarts afin de récupérer les coûts qu'elles subissent pour accorder le prêt, comprenant le coût du financement par les dépôts et par l'endettement de marché (coût de financement des banques). Par ailleurs, les banques doivent récupérer le coût de leurs fonds propres (exigence de fonds propres). Lors de l'octroi d'un nouveau prêt, la pondération réglementaire des risques est positive et la banque doit donc provisionner des fonds propres pour garantir le prêt ²⁰. Les banques perçoivent également une marge pour les services d'intermédiation (marge d'intermédiation), qui rémunère un certain nombre de facteurs liés au niveau de risque de l'emprunteur et entraîne des bénéfices nets provenant de l'activité d'emprunt. Enfin, d'autres facteurs, qui ne sont pas analysés séparément dans cette formule simple (autres facteurs), sont susceptibles d'influencer, parfois de façon considérable, la tarification des produits de détail des banques. Ces facteurs

¹⁹ Les facteurs déterminant les coûts de financement des banques figurent dans la décomposition en termes d'écarts par rapport au taux de marché sans risque des échéances les plus proches. Par exemple, l'écart sur les dépôts est souvent négatif puisque les banques fournissent des services de liquidité aux déposants. Le taux de dépôt est donc très faible et peut même être plus bas que celui du *swap* de taux au jour le jour.

²⁰ Le coût des fonds propres peut être approché en multipliant le rendement excédentaire des fonds propres de la banque par un coefficient de consommation de fonds propres.

comprennent les variations de la demande de prêts, la concurrence au sein du secteur bancaire et les coûts d'opportunité de la distribution de crédits (en tenant compte notamment des incitations à détenir de la dette souveraine) ²¹.

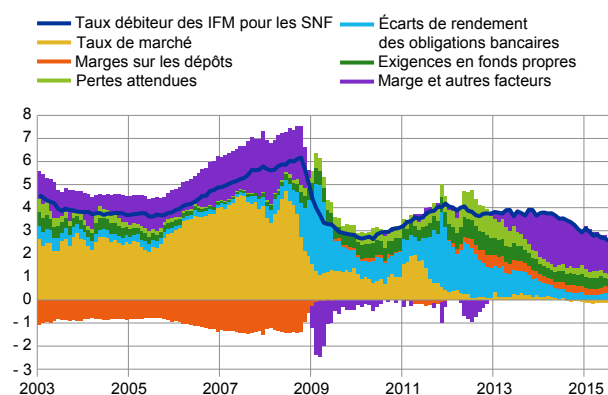
Les taux débiteurs ont présenté une viscosité et une faiblesse exceptionnelles entre 2011 et 2014, notamment dans les pays vulnérables, bien que la politique monétaire ait réussi, après l'annonce des opérations monétaires sur titres en août 2012, à diminuer les coûts de financement et même le coût des fonds propres pour les banques (cf. graphique 11).

Graphique 11

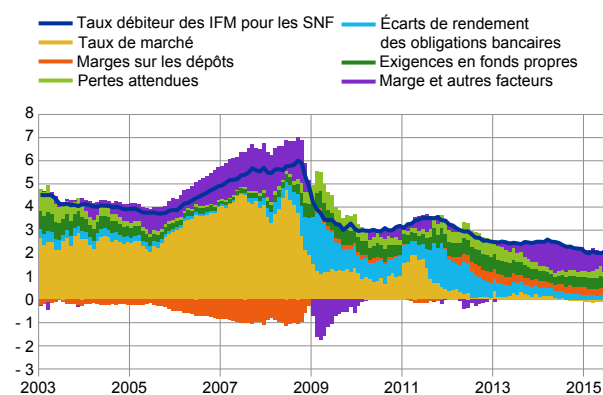
Décomposition du coût composite de l'emprunt pour les SNF dans les pays vulnérables

(en pourcentages annuels)

a) Dans les pays vulnérables



b) Dans les pays moins vulnérables



Sources : BCE, Moody's et Merrill Lynch Global Index.

Notes : Le « taux de marché » est le taux des *swaps* au jour le jour à deux ans. Les « marges sur les dépôts » sont calculées par rapport à une moyenne de dépôts à vue, de dépôts à terme et de dépôts remboursables avec préavis, pondérés des volumes des nouveaux contrats correspondants. Les marges sont calculées par rapport à l'Euribor de l'échéance la plus proche. Les rendements des « écarts de rendements des obligations bancaires » sont tirés du Merrill Lynch Global Index et agrégés sur la base de leurs encours correspondants. Les écarts sont ensuite calculés par rapport au taux de *swap* de l'échéance la plus proche. Les « exigences en fonds propres » correspondent au coût des fonds propres exigés par les règlements de Bâle II. Les « pertes attendues » sont égales à la probabilité de défaut (fréquence attendue de défaut calculée par Moody's) multipliée par la perte attendue en cas de défaut (fixée à 0,45). La rubrique « marge et autres facteurs » est calculée comme le montant résiduel entre les taux débiteurs et l'ensemble des autres composantes.

Les coûts des emprunts sur les marchés de capitaux (écarts de rendement des obligations bancaires) ont été plus élevés dans les pays vulnérables de la zone euro que dans les pays moins vulnérables, en particulier sur la période 2011-2012. Cette différence reflète les coûts d'opportunité plus élevés du placement en titres émis par des banques exerçant leur activité dans des pays vulnérables, où les rendements souverains sont plus élevés. En outre, la détérioration de la solvabilité des emprunteurs souverains due à la crise de la dette souveraine a eu un effet significatif sur le risque de crédit des banques exerçant dans des pays vulnérables, fortement exposées aux obligations souveraines nationales, ce qui a exercé une incidence négative sur leurs coûts de financement ²².

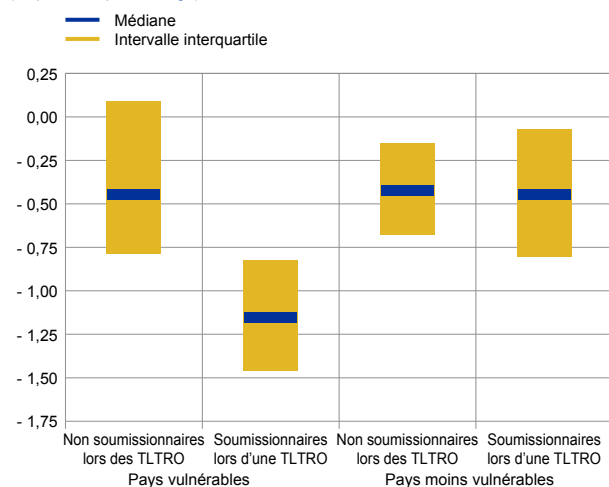
²¹ Il convient de noter que cette formule de tarification simplifiée ne peut pas se traduire directement en mesures séparées des coûts de refinancement des banques, des écarts de risques et des exigences en fonds propres, même si plusieurs approximations sont disponibles pour chacune de ces variables. Par conséquent, cette ventilation est seulement illustrative et n'est pas robuste pour le choix de ces approximations, qui est entouré d'un niveau élevé d'incertitude.

²² Cf. C. Altavilla, M. Pagano et S. Simonelli, *Bank Exposures and Sovereign Stress Transmission*, CSEF Working Paper, n° 410, 2015, et V. Acharya, I. Drechsler et P. Schnabl, *A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk*, Journal of Finance Vol. 69, n° 6, 2014, pp. 2689-2739.

Graphique 12

Modification des taux débiteurs des SNF

(en points de pourcentage)



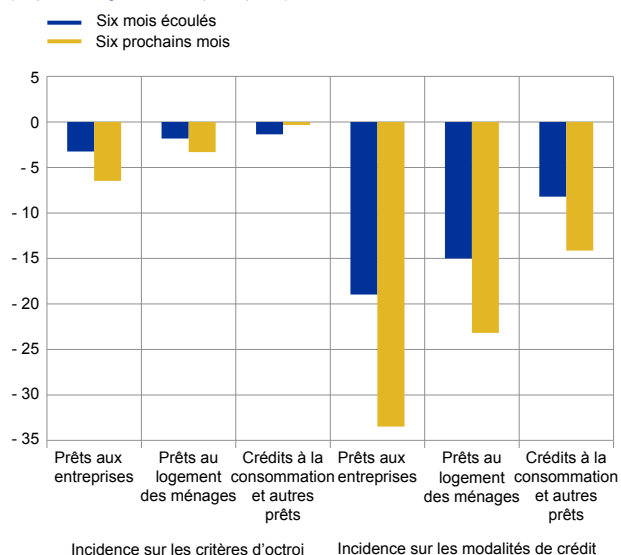
Source : BCE.

Notes : Le graphique couvre la période de juin 2014 à juillet 2015. Dans les pays « vulnérables » le groupe des « non-soumissionnaires lors des TLTRO » comprend dix banques et celui des « soumissionnaires lors d'une TLTRO » comprend 49 banques. Dans les pays « moins vulnérables » le groupe des « non-soumissionnaires » comprend 71 banques et celui des « soumissionnaires » 43 banques.

Graphique 13

Incidence de l'APP étendu sur les conditions de la distribution du crédit bancaire ressortant de l'enquête d'avril 2015

(en pourcentages nets des participants)



Source : BCE.

Notes : Les pourcentages nets se définissent comme l'écart entre la somme des pourcentages nets des banques indiquant « un net durcissement » et « un léger durcissement » à la question correspondante dans l'enquête BLS d'avril 2015 et la somme des pourcentages indiquant « un léger assouplissement » et « un net assouplissement ». Les résultats sont calculés en pourcentage des banques qui ont fait une réponse autre que « non pertinent ». Une valeur positive indique un net durcissement et une valeur négative un net assouplissement.

Sur fond de mesures supplémentaires de politique monétaire et surtout après l'annonce du train de mesures d'assouplissement du crédit, une forte réduction des taux débiteurs a été observée.

Ce recul est dû à différents facteurs, notamment la poursuite de la baisse des taux du marché monétaire, qui sont devenus négatifs. La baisse des taux débiteurs s'explique aussi par le resserrement de la composante résiduelle liée aux « marges et autres facteurs », notamment dans les pays vulnérables. Ces évolutions sont conformes à l'objectif principal des TLTRO, qui est de stimuler la distribution des crédits bancaires, exerçant par là même des pressions à la baisse sur les taux débiteurs afin de susciter une plus grande demande, de développer les opérations et de contribuer à une reprise plus solide. Un climat des affaires plus favorable se traduira au final par une amélioration de la rentabilité des banques.

L'analyse des soumissions des banques lors des TLTRO indique une relation étroite entre la participation à ces opérations et le comportement d'octroi de prêts, notamment dans les pays vulnérables.

Les banques situées dans des pays vulnérables qui ont participé à au moins une des quatre premières TLTRO ont abaissé leurs taux débiteurs plus largement que celles qui n'y ont pas participé (cf. graphique 12). Les volumes de prêts dénotent également de la part de ces banques un comportement plus ouvert. Le comportement en matière d'octroi de prêts des banques situées dans des pays moins vulnérables ne semble pas être fortement lié à la participation aux TLTRO.

Les réponses des banques de la zone euro aux questions spécifiques de l'enquête d'avril 2015 sur la distribution du crédit bancaire donnent des indications sur la capacité potentielle de l'APP à influencer le comportement des banques en matière d'octroi de prêts²³.

En majorité, les banques de la zone euro ont fait état d'une incidence positive de l'APP sur toutes les catégories de prêts, notamment en termes de modalités de crédit et, dans une moindre mesure, de critères d'octroi. Un pourcentage net de quelque 5 % des banques ont fait état d'un possible

²³ Ces résultats ont été collectés lors de l'enquête d'avril 2015 sur la distribution du crédit bancaire, les banques devant fournir une réponse au plus tard le 23 mars. Les réponses peuvent donc être considérées comme représentatives de l'information dont ces banques disposaient alors.

assouplissement des critères d'attribution des crédits aux entreprises et des prêts au logement consentis aux ménages au cours des six prochains mois (cf. graphique 13). L'incidence positive sur les crédits à la consommation et les autres prêts a été jugée plus modérée. Un fort pourcentage de banques ont fait état d'une incidence favorable de l'APP sur les conditions qu'elles appliquent aux prêts aux entreprises (– 19 %), aux prêts au logement (– 15 %), aux crédits à la consommation et aux autres prêts aux ménages (– 8 %). Cette incidence favorable devait s'accroître au fil du temps pour les prêts aux entreprises (– 33 %), les prêts au logement (– 23 %) et les crédits à la consommation et aux autres prêts aux ménages (– 14 %).

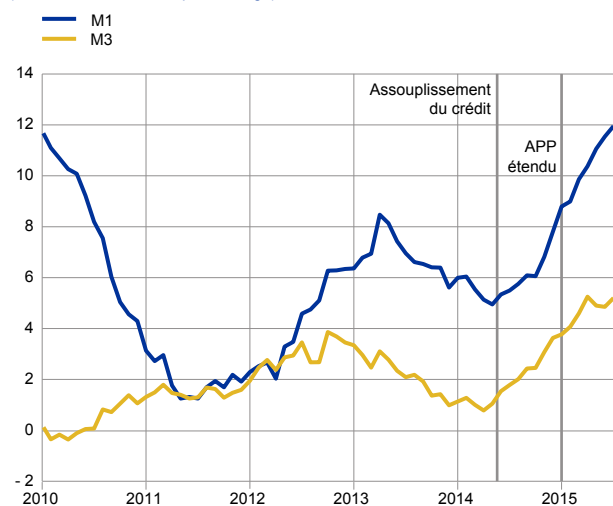
4 L'incidence sur la monnaie

L'APP occupe une place à part dans les mesures non conventionnelles de la BCE au sens où elle s'accompagne d'une hausse exogène du montant de la liquidité monétaire dans l'économie. Les mesures non conventionnelles

Graphique 14

Taux de croissance annuels de M1 et M3

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Les lignes verticales correspondent à l'annonce, respectivement, des TLTRO (marquant le début des mesures d'assouplissement du crédit) et de l'APP.

traitées dans le présent article visent à contribuer à la réalisation par la BCE de sa mission première qui est le maintien de la stabilité des prix à moyen terme, principalement en assouplissant les conditions de financement pour les entreprises et les ménages. Pour partie, la réaction attendue de ces agents économiques à des conditions de financement plus accessibles est qu'ils augmenteront leurs emprunts auprès du système bancaire afin de financer leurs dépenses. Le développement du crédit associé se traduit par une progression de l'agrégat large, le tirage du crédit s'effectuant généralement par un crédit du compte de dépôt de l'emprunteur (et au final de celui du bénéficiaire de la dépense de l'emprunteur). En conclusion, toutes ces mesures non conventionnelles auront en définitive une incidence sur la création de monnaie au sens large. En effet, les mesures de la croissance de l'agrégat large ont été orientées à la hausse au cours de la période durant laquelle la récente vague de mesures non

conventionnelles étaient en vigueur (cf. graphique 14). Dans la plupart des cas, cet effet est indirect et reflète la réaction endogène des banques, des entreprises et des ménages à l'assouplissement des conditions de financement par la banque centrale. L'APP, toutefois, est nettement différent à cet égard. Comme expliqué dans la section 2, lorsque l'Eurosystème acquiert des titres, cela entraîne toujours un accroissement des réserves que les IFM de la zone euro détiennent auprès de l'Eurosystème. Lorsque les vendeurs finaux des titres sont des non-IFM, l'accroissement des réserves de banque centrale trouve sa contrepartie dans une augmentation des dépôts du vendeur auprès de l'établissement de crédit qui a joué le rôle d'intermédiaire lors de la vente. Au regard du caractère exceptionnel de l'APP en la matière, cette section s'intéresse à l'incidence de l'APP sur les agrégats monétaires.

4.1 Délimitation conceptuelle de l'incidence

Les achats réalisés dans le cadre de l'APP sont à l'origine de deux effets distincts sur l'agrégat large (M3) : l'effet direct, mécanique des achats et l'effet indirect résultant de l'utilisation de la liquidité issue de ces achats. En ce qui concerne l'effet direct, l'incidence sur M3 dépend du secteur auquel appartiennent les vendeurs finaux des titres acquis par l'Eurosystème.

Les effets directs de l'APP sur M3 apparaissent lorsque les achats sont réalisés auprès du secteur détenteur de monnaie de la zone euro. En ce qui concerne les vendeurs appartenant au secteur détenteur de monnaie de la zone euro – ménages, SNF, sociétés d'assurance et fonds de pension, autres intermédiaires financiers et administrations publiques à l'exclusion de l'administration centrale de la zone euro – les achats se traduisent, tout d'abord, par une hausse directe de un pour un de M3 ²⁴. Dans le cas de vendeurs ne résidant pas dans la zone euro, les dépôts qu'ils reçoivent ne font pas partie de M3 et il n'y aura donc aucune incidence sur l'agrégat large de la zone euro. Si les vendeurs sont des établissements de crédit ou des fonds d'investissement monétaires de la zone euro (c'est-à-dire qu'ils appartiennent au secteur émetteur de monnaie de la zone), ils recevront soit des réserves soit des dépôts auprès d'une autre IFM, qui feront tous deux l'objet d'une consolidation au sein du secteur des IFM de la zone et n'affecteront pas l'agrégat M3 de la zone euro ²⁵.

Les effets indirects de l'APP sur M3 résultent de rééquilibrages des portefeuilles, auxquels le programme est censé donner lieu. Certaines opérations de rééquilibrage de portefeuilles peuvent se traduire par des transferts de fonds hors du secteur détenteur de monnaie ou au profit d'instruments qui ne sont pas inclus dans M3, « détruisant » ainsi de la monnaie. En revanche, les rééquilibrages de portefeuilles par des entités n'appartenant pas au secteur détenteur de monnaie peuvent conduire à transférer des dépôts vers le secteur détenteur de monnaie, « créant » ainsi de la monnaie. Des exemples typiques de ces effets indirects sur la monnaie sont présentés ci-dessous.

Il y a destruction de monnaie lorsque les détenteurs de monnaie de la zone euro achètent des actifs à des non-résidents. Si des résidents de la zone euro veulent diversifier leurs portefeuilles et recherchent des rendements plus élevés dans un contexte de bas niveau des rendements dans la zone, ils peuvent être amenés à investir sur des actifs détenus hors de la zone. Lors du règlement de ces transactions, les dépôts des détenteurs de monnaie de la zone euro et inclus dans M3 feront place à des dépôts détenus par des non-résidents, détruisant ainsi de la monnaie.

²⁴ Cela suppose que le produit de la vente soit crédité sur un compte de dépôt bancaire à court terme inclus dans M3, ce qui est généralement le cas.

²⁵ À proprement parler, il y a également une autre possibilité, celle que le vendeur soit une administration centrale, qui appartient au secteur neutre du point de vue de la monnaie. Dans ce cas, les ventes n'ont pas d'effet direct sur M3. Compte tenu du fait que l'APP ne peut pas inclure des achats primaires de dette publique, ce cas a peu de chance d'être quantitativement significatif.

L'acquisition par les détenteurs de monnaie de la zone euro d'engagements des IFM de la zone n'entrant pas dans la composition de M3 détruit également de la monnaie.

Les fonds reçus lors du règlement de la cession d'actifs à l'Eurosystème étant de manière quasi certaine extrêmement liquides et donc inclus dans M3, les vendeurs peuvent par la suite décider d'acquérir des actifs de banques non inclus dans M3 (comme des obligations bancaires à long terme ou des actions bancaires) afin de bénéficier de rendements plus élevés en augmentant leur exposition à la duration ou à d'autres types de risques. Si le total des engagements bancaires ne varie pas, la modification de leur composition détruit de la monnaie. Un effet comparable apparaît lorsque les détenteurs de monnaie de la zone euro achètent des actifs détenus par des banques de la zone, comme des obligations d'État ou d'entreprise, ou remboursent leurs prêts aux banques.

Il y a création de monnaie lors de l'acquisition par les IFM de la zone euro ou par des non-résidents d'actifs des détenteurs de monnaie de la zone.

Les détenteurs de monnaie de la zone euro ne sont pas les seuls agents économiques engagés dans des rééquilibrages de portefeuilles. Les non-résidents et les IFM de la zone euro cherchent à ré-optimiser leurs portefeuilles. À cette fin, ils peuvent acquérir des actifs d'autres non-résidents ou d'IFM de la zone euro, auquel cas il n'y aura pas d'effet sur M3 dans la zone. Une partie du processus de rééquilibrage peut, néanmoins, comporter l'acquisition d'actifs de détenteurs de monnaie de la zone euro (notamment car le secteur détenteur de monnaie sera incité à émettre de nouveaux actifs compte tenu du faible niveau des coûts de financement), par exemple sous forme d'obligations d'entreprise ou d'actions²⁶. Au final, les banques devraient également utiliser une partie des réserves dont elles bénéficient pour accroître les prêts aux ménages et aux entreprises de la zone euro. L'ensemble de ces transactions donnent lieu à des dépôts des détenteurs de monnaie de la zone euro, créant ainsi de la monnaie.

4.2 Le contenu informationnel de la progression de M3

La progression de M3 associée à l'APP découle principalement d'un déplacement exogène de la demande de monnaie et fournit donc de nombreuses informations sur les évolutions futures des dépenses et de l'inflation.

Les mouvements de l'agrégat large donnent généralement des indications sur les dépenses actuelles et futures dans l'économie et renferment des signaux importants concernant les évolutions futures de l'inflation. Prenant en compte ce phénomène, la stratégie de politique monétaire de la BCE contient un pilier distinct dédié à l'analyse des évolutions monétaires afin d'identifier les risques pesant sur la stabilité des prix à moyen et long terme. Les mouvements de l'agrégat large qui peuvent s'expliquer par une hausse de la demande d'actifs monétaires ont moins de répercussions sur l'inflation future, l'augmentation de la détention de monnaie reflétant en réalité des choix de portefeuille et ne déclenchant donc

²⁶ Il est à noter que le secteur bancaire de la zone euro dans son ensemble ne peut pas se délester de ses réserves par le biais de transactions de ce type. L'effort de certaines banques, toutefois, pour rétrocéder leurs réserves se traduit par une augmentation des dépôts d'entités autres que des banques. Ainsi, pour le secteur dans son ensemble, une nouvelle optimisation des portefeuilles se produit au travers d'un accroissement de la taille du bilan et d'une modification progressive de sa structure.

pas de rééquilibrage des portefeuilles ou d'accroissement des dépenses. Dans le cas de l'APP, toutefois, l'essentiel de l'augmentation de M3 associée reflète un accroissement endogène des dépôts bancaires organisé par la banque centrale.

L'APP entraînant une réduction des rendements, une partie de l'accroissement de l'agrégat large qu'il génère sera absorbée par la hausse de la demande liée à la détention de monnaie à des fins d'investissement, mais une partie importante restera productive d'un point de vue macroéconomique et donnera des indications sur les évolutions futures des dépenses et de l'inflation.

Lors de l'évaluation des répercussions que la progression de M3 due à l'APP suscite sur les évolutions futures de l'inflation, il convient de garder à l'esprit que l'APP a pour vocation première de réduire les rendements sur les autres actifs. Ce faisant, il réduit les coûts d'opportunité de la détention de monnaie, ce qui accroît la demande des agents dans l'économie en vue de détenir de la monnaie. Dans un environnement où les rendements sont déjà bas, une nouvelle baisse pourrait entraîner une augmentation disproportionnée de la propension des agents à détenir de la monnaie. En effet, afin d'investir sur des actifs non monétaires, plus sophistiqués, les épargnants subissent des coûts fixes liés à l'acquisition d'informations et à la maîtrise de la gestion de ces investissements. L'obstacle que ces coûts représentent est trop important lorsque la rémunération supplémentaire à retirer est faible. En conclusion, une partie de la monnaie injectée de manière exogène dans l'économie par la banque centrale *via* l'APP trouvera sa contrepartie dans une hausse de la demande d'instruments monétaires par les agents qui en bénéficieront, supprimant ainsi pour partie les processus de réinvestissement et de dépenses qui auraient des répercussions macroéconomiques. Autrement dit, dans le contexte qui caractérise actuellement les rendements, la progression de M3 réglée par l'APP devrait avoir des incidences macroéconomiques plus faibles qu'une hausse comparable dans un environnement de taux d'intérêt plus traditionnel. Toutefois, l'incidence globale est encore manifestement importante, surtout si l'on tient compte du fait que la propension à dépenser des augmentations « à caractère exceptionnel » des encaisses monétaires devrait être plus élevée dans le contexte qui caractérise actuellement les rendements.

5 Conclusions

Le présent article a analysé l'incidence sur la monnaie et le crédit des mesures non conventionnelles les plus récentes annoncées par la BCE. Les données empiriques laissent penser que ces politiques ont réussi à améliorer les conditions du crédit dans la zone euro et soutenu la reprise en cours de l'activité de prêt.

Les TLTRO et l'APP ont sensiblement réduit les rendements dans un grand nombre de compartiments du marché financier. Le financement de long terme des banques apporté par les TLTRO et l'acquisition de titres à long terme des secteurs public et privé dans le cadre de l'APP ont produit des effets sur une gamme de prix d'actifs qui augmentent généralement avec la durée des échéances et le risque.

La réduction des rendements des obligations bancaires, qui correspond à un financement de marché moins coûteux pour les banques, a allégé leurs coûts de financement, en permettant aux banques d'adopter une attitude plus ouverte à l'égard du crédit. En pratique, l'élimination de l'illiquidité et de *spreads* anormalement élevés ainsi que des majorations sur les marchés du crédit en dysfonctionnement a incité les banques et d'autres prêteurs à répercuter l'allègement des coûts de financement aux emprunteurs finaux sous forme d'accroissement des flux de crédit et d'amélioration des conditions de financement.

Globalement, les mesures non conventionnelles ont permis de faire avancer l'assouplissement souhaité de la politique monétaire le long de la chaîne d'intermédiation afin qu'elle atteigne les emprunteurs finaux à savoir les ménages et les entreprises. Ce processus contribue à la reprise de l'octroi du crédit et de l'activité économique, qui devrait générer un ajustement durable du rythme de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Les implications budgétaires à court terme des réformes structurelles

La crise économique et la crise de la dette souveraine ont révélé d'importantes failles dans la résilience économique de plusieurs pays de la zone euro, faisant ressortir la forte nécessité de réformes structurelles. Malgré les bénéfices à long terme de ces réformes, leur mise en œuvre avant la crise a été sous-optimale. Les principales résistances à l'adoption et à la mise en œuvre de réformes structurelles s'expliquent généralement par les intérêts particuliers des groupes sociaux susceptibles d'être affectés. Par ailleurs, les éventuels coûts économiques et budgétaires à court terme de ces réformes sont également parfois évoqués pour expliquer leur report, suggérant un arbitrage à court terme entre assainissement budgétaire et réformes. La communication de la Commission européenne (Utiliser au mieux la flexibilité offerte par les règles existantes du Pacte de stabilité et de croissance – PSC ¹) poursuit cette logique et prévoit de tenir compte des coûts budgétaires directs à court terme des réformes, en permettant aux États membres de l'Union européenne (UE) qui mettent en œuvre des réformes structurelles de différer l'ajustement budgétaire par rapport aux exigences de référence du PSC. Le présent article étudie les effets à court terme des réformes structurelles, étant donné la place importante qu'ils peuvent prendre dans l'application du PSC. Leur quantification est entourée d'incertitude et dépend d'un grand nombre d'hypothèses. Cela étant, seul un petit nombre de réformes structurelles semble avoir des effets budgétaires directs à court terme, les réformes des systèmes de retraite en constituant l'exemple le plus marquant. Ce constat tend à indiquer que la clause des réformes structurelles doit être appliquée avec prudence. Il importe notamment que les hypothèses sous-tendant l'activation de cette clause soient exposées de façon claire et transparente, assurant également une application homogène au fil du temps et entre les pays.

1 Introduction

La crise économique et la crise de la dette souveraine ont rendu plus urgente la réalisation de réformes structurelles dans plusieurs pays de la zone euro.

L'importance des déséquilibres budgétaires, la faiblesse de la compétitivité externe, l'endettement du secteur financier et des ménages et la faiblesse de la productivité ont pesé négativement sur la capacité de la zone euro à s'ajuster au ralentissement économique causé par la crise financière. La crise a révélé la nature profondément ancrée des déséquilibres budgétaires et, dans certains pays, a masqué des inefficiences plus fondamentales du secteur public. La faible résilience de plusieurs économies de la zone euro est également imputable, dans une certaine mesure, à l'insuffisance des efforts de réforme au cours de la période précédant la crise ².

¹ Communication COM (2015) 12 du 13 janvier 2015 de la Commission au Parlement européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social européen, au Comité des régions et à la Banque européenne d'investissement « Utiliser au mieux la flexibilité offerte par les règles existantes du Pacte de stabilité et de croissance ».

² Cf. N. Leiner-Killinger, V. Lopéz Pérez, R. Stiegert et G. Vitale, *Structural reforms in EMU and the role of monetary policy: a survey of the literature*, Occasional Paper Series, n° 66, BCE, juillet 2007. Cette étude souligne l'insuffisance des progrès réalisés dans la mise en œuvre des réformes entre le début de l'Union économique et monétaire et l'année 2007.

Les facteurs tant économiques que politiques sont souvent cités comme des freins à l'adoption et à la mise en œuvre de réformes structurelles.

Les principales résistances à la mise en œuvre de réformes structurelles s'expliquent généralement par les intérêts particuliers des groupes sociaux susceptibles d'être affectés. Les éventuels coûts transitoires (économiques et budgétaires) de ces réformes sont parfois également considérés comme des facteurs engendrant une résistance politique. Cette situation est aggravée par le fait que les gouvernements disposent d'horizons temporels généralement trop courts pour bénéficier, sur le plan politique, des avantages à long terme des réformes et ne veulent donc sans doute pas en supporter les éventuels coûts à court terme.

La Communication de la Commission européenne « Utiliser au mieux la flexibilité offerte par les règles existantes du PSC » a accordé davantage d'importance aux éventuels coûts budgétaires à court terme des réformes structurelles.

Introduite pour la première fois en 2005, la clause des réformes structurelles du PSC n'a jusqu'à présent été invoquée par certains États membres que pour les réformes « systémiques » des retraites. Afin d'encourager l'adoption et la mise en œuvre de réformes structurelles, la Communication a accordé davantage d'importance à la clause qui permet aux États membres mettant en œuvre des réformes structurelles de différer l'ajustement budgétaire par rapport à la référence prescrite par le PSC, compensant ainsi les éventuels coûts économiques et budgétaires à court terme des réformes.

Puisque seul un petit nombre de réformes structurelles est susceptible d'entraîner des coûts budgétaires à court terme, la flexibilité accordée par le PSC doit être utilisée avec prudence afin d'éviter tout abus.

Le présent article analyse les canaux par lesquels ces réformes affectent l'économie et les finances publiques et examine les principaux problèmes liés à l'évaluation de leurs effets. Les réformes structurelles recouvrent des mesures qui accroissent l'efficacité et la compétitivité de l'économie, avec des effets bénéfiques sur la soutenabilité budgétaire à long terme. Les réformes des marchés du travail et des biens et services, ainsi que les réformes systémiques des retraites qui favorisent la soutenabilité budgétaire à long terme, constituent des exemples classiques de réformes structurelles. Les réformes structurelles dans le domaine budgétaire entraînent généralement des avantages à court et à long terme, les coûts budgétaires à court terme se limitant à quelques exemples (cf. l'encadré 1). Le présent article démontre que, à l'exception notable des réformes des systèmes de retraite, les réformes structurelles n'entraînent généralement aucun coût budgétaire à court terme important. Lorsque ces coûts existent, leur quantification est souvent incertaine et en grande partie subjective. Cette conclusion est conforme à celles d'études précédentes démontrant que les coûts budgétaires à court terme éventuellement induits par certaines réformes sont relativement faibles et ne sont pas toujours statistiquement significatifs³. Ces résultats suggèrent que la clause des réformes structurelles du PSC doit être appliquée de façon rigoureuse. Il est important notamment que les hypothèses sous-tendant l'activation de cette clause soient exposées de façon claire et transparente, assurant également une application

³ Cf. S. Deroose et A. Turrini, *The Short-Term Budgetary Implications of Structural Reforms: Evidence from a Panel of EU Countries*, CEPR Discussion Paper, n° 5217, 2005.

homogène au fil du temps et entre les pays. Cependant, les débats devraient généralement s'attacher à encourager plus efficacement l'adoption et la mise en œuvre des réformes structurelles. La section 2 résume les dispositions relatives aux réformes structurelles dans le cadre du PSC, y compris la récente Communication de la Commission européenne. La section 3 fournit une description qualitative des principaux canaux par lesquels ces réformes peuvent affecter les finances publiques à court terme, soit directement soit indirectement par leur incidence sur les agrégats macroéconomiques. La section 4 analyse les difficultés à quantifier ces effets de façon précise et fiable pour une utilisation dans le contexte du cadre de surveillance budgétaire de l'UE. La section 5 présente des éléments de conclusion.

2 Les réformes structurelles dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance

La réforme du PSC en date de 2005 visait à améliorer sa nature axée sur la croissance et à mieux tenir compte des circonstances économiques spécifiques aux pays⁴. La clause des réformes structurelles introduite en 2005 au titre du volet préventif du PSC accorde une attention particulière à la mise en œuvre de ces réformes dans l'application du dispositif. En particulier, les États membres peuvent s'écarter temporairement de leur objectif budgétaire à moyen terme (OMT) ou de la trajectoire d'ajustement vers celui-ci lorsqu'ils mettent en œuvre des « réformes structurelles majeures qui ont des effets budgétaires positifs directs à long terme, y compris en renforçant la croissance durable potentielle, et qui ont donc une incidence vérifiable sur la soutenabilité à long terme des finances publiques » (Article 5 du règlement (CE) n° 1466/97)⁵. L'objectif est d'éviter que la mise en œuvre de réformes structurelles entraînant d'importants coûts budgétaires à court terme mais de substantiels effets bénéfiques à long terme pour la soutenabilité budgétaire ne soit freinée par le risque de violer le dispositif. À l'exception des réformes systémiques des retraites (cf. ci-après), le règlement n'établit aucun lien direct entre l'ampleur des coûts à court terme des réformes et l'écart autorisé par rapport à l'OMT.

Les réformes des systèmes de retraite ont fait l'objet d'une attention particulière dans les dispositions du PSC régissant les réformes structurelles.

Les réformes des systèmes de retraite introduisent un système à piliers multiples comportant un pilier privé intégralement financé par capitalisation. Ces réformes ont un impact négatif direct et immédiat sur le déficit des administrations publiques, car une partie des cotisations de sécurité sociale du pilier public des retraites est orientée vers un fonds de pension privé intégralement financé par capitalisation, classé en dehors du secteur des administrations publiques. Au fil du temps, les effets budgétaires positifs se concrétiseront, puisqu'une partie des pensions et des autres prestations sociales sera payée, suite à la réforme, par le régime de retraite financé par capitalisation, entraînant une réduction correspondante des dépenses

⁴ Cf. , par exemple, R. Morris, H. Ongena et L. Schuknecht, *The reform and implementation of the Stability and Growth Pact, Occasional Paper Series*, n° 47, BCE, juin 2006.

⁵ Règlement (CE) n° 1466/97 du Conseil du 7 juillet 1997 relatif au renforcement de la surveillance des positions budgétaires ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques.

publiques liées aux retraites. L'écart autorisé par rapport à l'OMT reflète uniquement le coût net direct de la réforme, mais doit rester temporaire, et une marge de sécurité appropriée par rapport à la valeur de référence de 3 % du PIB pour le déficit doit être préservée. La réforme de 2005 a également introduit des modifications au volet correctif du PSC puisqu'elle a prévu qu'il fallait dûment prendre en compte la mise en œuvre des réformes des systèmes de retraite lors de l'évaluation du respect des critères de déficit et de dette et lors des étapes suivantes de la procédure de déficit excessif (PDE) (Article 2 du règlement (CE) n° 1467/97)⁶. Plus spécifiquement, lors de la mise en place et de l'abrogation des PDE basées sur le critère de déficit, l'évaluation correspondante des chiffres du déficit tient compte des coûts nets des réformes systémiques des retraites, qui doivent être vérifiés par Eurostat. Il s'agit donc d'une autorisation de s'écarter de la valeur de référence pour le déficit tant que le dépassement s'explique entièrement par les coûts de la réforme et que le déficit demeure proche de la valeur de référence⁷.

La clause des réformes structurelles ne s'est appliquée que dans quelques cas, et seulement en faisant référence aux réformes systémiques des retraites.

Dans le cadre du volet correctif, la PDE pour la Lituanie a été abrogée en 2013 en tenant compte du coût net de la réforme systémique des retraites de 2012, qui expliquait le dépassement en 2012 du déficit public de 0,2 % du PIB par rapport à la valeur de référence de 3 % établie par le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. De la même façon, sur la base de données validées pour 2014, la PDE pour la Pologne a été abrogée début 2015, soit une année avant l'échéance fixée dans la recommandation du Conseil de 2013⁸, le dépassement résiduel du déficit public par rapport à la valeur de référence établie dans le Traité s'expliquant par le coût net d'une précédente réforme des retraites. Dans le cadre du volet préventif, la Lettonie a bénéficié en 2013 de la clause de réforme des retraites et a été autorisée à s'écarter de son OMT pendant trois ans.

En janvier 2015, la Communication de la Commission européenne intitulée *Utiliser au mieux la flexibilité offerte par les règles existantes du PSC* a élargi la portée de la clause des réformes structurelles.

Afin de promouvoir davantage les efforts de réforme des États membres au sein du cadre existant, les pays soumis au volet préventif sont autorisés à s'écarter temporairement de l'OMT ou de la trajectoire d'ajustement vers celui-ci à hauteur de 0,5 % maximum du PIB, indépendamment du coût réel de la réforme, lorsqu'ils mettent en œuvre un ensemble plus large de réformes structurelles majeures ou de programmes de réformes, à condition de préserver une marge de sécurité par rapport à la valeur de référence pour le déficit. La Communication de la Commission européenne confirme également que la mise en œuvre de réformes structurelles sera considérée comme un facteur pertinent au

⁶ Règlement (CE) du Conseil n° 1467/97 du 7 juillet 1997 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs.

⁷ Les modalités permettant de tenir compte du coût net des réformes systémiques des retraites dans le contexte de la PDE ont été révisées en 2011. Tandis que la réforme du PSC de 2005 envisageait une diminution progressive de l'autorisation sur un délai de cinq ans, la réforme du PSC de 2011 a supprimé cette contrainte de temps, mais a introduit la condition d'un ratio de dette publique inférieur à 60 % du PIB.

⁸ Cf. également la recommandation de recommandation du Conseil en vue de mettre un terme à la situation de déficit public excessif en Pologne COM(2013) 393 final, qui fixe à 2015 le délai pour corriger la PDE.

titre de la PDE. En l'absence d'un cadre méthodologique solide permettant d'estimer les effets budgétaires des réformes structurelles, la Commission européenne évalue l'éligibilité à la clause des réformes structurelles sur la base d'un plan de réformes dédié, soumis au printemps par l'État membre dans le contexte de l'actualisation annuelle des programmes de stabilité et de convergence. Ce programme doit comporter des informations détaillées et vérifiables, ainsi qu'une échéance crédible pour l'adoption et la mise en place de la (des) réforme(s) envisagée(s). Cependant, contrairement au code de conduite du PSC ⁹, la Communication de la Commission prévoit que les programmes de réforme *ex ante* (par opposition aux réformes mises en œuvre) peuvent également être pris en compte pour autoriser l'écart temporaire par rapport à l'OMT ou à la trajectoire d'ajustement vers celui-ci ¹⁰.

Un certain nombre de pays bénéficient de la flexibilité accrue dans le cadre du PSC. En mars 2015, l'engagement de mettre en œuvre des réformes structurelles a été considéré comme un facteur pertinent pour prolonger de deux ans (au lieu d'un an comme c'est la règle) le délai imparti à la France au titre de la PDE ¹¹. Dans le même temps, afin de décider de l'ouverture ou non d'une procédure de déficit excessif basée sur le critère de la dette pour l'Italie et la Belgique, conformément à l'article 126(3) du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, les rapports de la Commission européenne ont considéré que la mise en œuvre de réformes structurelles constituait un des facteurs pertinents justifiant la décision de ne pas ouvrir une PDE. Par ailleurs, dans le cadre du volet préventif, l'Italie a été autorisée pour 2016 à s'écarter de la trajectoire d'ajustement vers l'OMT à hauteur de 0,4 % du PIB, en raison du programme de réformes structurelles présenté par les autorités de ce pays, qui comprenait une évaluation quantitative des coûts budgétaires à court terme de ces réformes s'élevant à 0,2 % du PIB ¹².

Il convient d'utiliser cette flexibilité avec précaution afin de préserver la soutenabilité budgétaire et l'application crédible des dispositions du PSC.

La possibilité d'appliquer les dispositions relatives à la flexibilité non seulement aux réformes effectivement mises en œuvre, mais également aux programmes de réformes *ex ante*, risque d'être contre-productive. En effet, un suivi continu de la mise en œuvre des réformes (cf. également la section 4) et une action rapide en l'absence de progrès ¹³ sont nécessaires pour s'assurer de la réalisation effective des programmes *ex ante*, faute de quoi les pays risquent d'être tentés de reporter ou

⁹ Spécifications relatives à la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance et orientations relatives au contenu et au format des programmes de stabilité et de convergence, Commission européenne, disponibles à l'adresse suivante : http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/coc/code_of_conduct_en.pdf

¹⁰ Cf. l'encadré intitulé *La flexibilité dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance*, *Bulletin économique*, Numéro 1, BCE, février 2015.

¹¹ La Commission européenne avait déjà fait référence dès 2013 à la nécessité de mettre en œuvre des réformes structurelles, notamment dans le contexte de la Procédure de déséquilibres macroéconomiques, lors de la prolongation de deux ans des délais fixés par la PDE impartis à la France, à la Slovaquie et à l'Espagne.

¹² Cf. la mise à jour 2015 du programme de stabilité de l'Italie (http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2015/sp2015_italy_it.pdf)

¹³ La Communication de la Commission européenne (*op.cit.* note de bas de page 1) précise que « Au cas où un État membre ne mettrait pas en œuvre les réformes convenues, l'écart temporaire par rapport à l'OMT ou par rapport à la trajectoire d'ajustement qui doit permettre de l'atteindre ne sera plus considéré comme justifié. »

même de renoncer à leurs programmes une fois la flexibilité budgétaire accordée. La possibilité de reporter l'ajustement vers l'OMT, sans aucune compensation pour l'écart initial, retarderait encore la réalisation de l'OMT et contribuerait à en faire une « cible mouvante » plutôt qu'un point d'ancrage pour la planification budgétaire ¹⁴. Enfin, et c'est à quoi s'attache essentiellement cet article, une application appropriée des dispositions des réformes structurelles nécessite une évaluation claire et transparente des coûts budgétaires à court terme de ces réformes. Il s'agit d'un point important, puisque l'application de ces dispositions a récemment été élargie à un vaste ensemble de réformes. Jusqu'à présent, aucune méthodologie commune n'a été développée et seule une approche qualitative a été utilisée pour évaluer l'incidence des réformes structurelles.

3 Les effets des réformes structurelles : analyse des principaux canaux

Les réformes structurelles ont des effets positifs à long terme sur la croissance de la production, sur l'emploi et sur la viabilité des finances publiques. Ces effets bénéfiques ont été largement démontrés dans la littérature et constituent le fondement des recommandations spécifiques que la Commission européenne et l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) adressent régulièrement à leurs pays membres. Par exemple, les réformes

visant à libéraliser les marchés de biens et de services et à améliorer le climat des affaires favorisent l'emploi et l'investissement et donc, *in fine*, l'augmentation de la productivité globale des facteurs, tout en contribuant indirectement à la soutenabilité budgétaire à long terme. Une plus grande flexibilité du marché du travail réduit le chômage structurel, notamment en renforçant la mobilité de la main-d'œuvre à l'intérieur des pays et entre eux ¹⁵. Les réformes des systèmes de retraite ayant pour objet de diversifier les sources de revenu au titre de la retraite et d'alléger la charge pesant sur les finances publiques contribuent à la viabilité à long terme des finances publiques des sociétés vieillissantes.

Les implications budgétaires à court terme des réformes structurelles n'ont pas été analysées de manière aussi approfondie ¹⁶, mais prennent toute leur importance avec la mise en œuvre des dispositions du Pacte de stabilité et de croissance relatives aux réformes structurelles. Les réformes structurelles peuvent agir sur l'économie *via* de multiples canaux. S'agissant des finances publiques, les effets des réformes structurelles peuvent être soit directs (sous la forme, par exemple, d'une augmentation des dépenses en liaison avec des politiques actives du marché du travail) soit indirects *via* des changements induits dans les

¹⁴ Cf. l'encadré intitulé *L'efficacité de l'objectif budgétaire à moyen terme comme point d'ancrage des politiques budgétaires*, *Bulletin économique*, Numéro 4, BCE, juin 2015.

¹⁵ Pour une analyse détaillée des canaux *via* lesquels les réformes des marchés du travail et des marchés de biens et de services influent sur l'économie, cf. l'article intitulé *Les progrès en matière de réformes structurelles dans la zone euro et leurs éventuels effets*, du *Bulletin économique*, numéro 2, BCE, Francfort-sur-le-Main, mars 2015.

¹⁶ Cf. également A. Caldera Sanchez, A. de Serres et N. Yashiro, *Reforming in a Difficult Macro Context: What Should be the Priority?*, document de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE, 2015, à paraître.

conditions macroéconomiques sous-jacentes (diminution des recettes, par exemple, reflétant une contraction temporaire des salaires nominaux). La présente section fournit une analyse qualitative des principaux canaux par lesquels les réformes structurelles examinées dans cet article exercent une influence à court terme sur les finances publiques et sur l'économie. Pour chaque sous-section, un tableau synthétise les principales mesures envisageables ainsi que leurs implications budgétaires, aussi bien directes qu'indirectes, à court terme. L'évaluation est purement qualitative et repose sur l'hypothèse que, lorsqu'un instrument subit une modification, tous les autres demeurent inchangés.

3.1 Les réformes des marchés des biens et services et du travail

Les différentes réformes du marché du travail peuvent varier du point de vue de leurs effets budgétaires directs à court terme, bien que dans de nombreux cas, les effets nets soient difficiles à identifier avec précision.

Les réformes du marché du travail sont largement motivées par la nécessité de stimuler l'emploi, la consommation privée et la croissance, entraînant ainsi un accroissement des recettes publiques et une réduction des dépenses liées au chômage. Certaines mesures, comme l'augmentation des dépenses destinées à financer des politiques actives du marché du travail ou des réformes susceptibles d'aboutir temporairement à une hausse du chômage, peuvent être à l'origine d'une détérioration de courte durée du solde budgétaire. Ces coûts sont contrebalancés par l'effet positif, sur l'emploi et sur la productivité du travail, des politiques actives du marché du travail, ce qui contribue également à la hausse des recettes publiques à moyen et long terme.

Les réformes des mécanismes de détermination des salaires n'ont pas d'effets très nets à court terme sur le solde budgétaire.

Les réformes visant à décentraliser le dispositif de négociation salariale ou à réduire le salaire minimum ont généralement des effets modérateurs sur les salaires, qui sont susceptibles de diminuer les recettes issues de la fiscalité du travail. Dans le même temps, comme les réductions du salaire minimum touchent également les salariés du secteur public, elles correspondent à une baisse des dépenses de l'État en tant qu'employeur, de sorte que l'effet net de ce type de mesure sur le solde budgétaire n'est pas clair *a priori*. On peut attendre des effets analogues d'un assouplissement de la législation sur la protection de l'emploi. Ce dernier risque, en outre, d'accroître temporairement le chômage en raison de l'assouplissement des règles en matière de licenciement en période de récession, et donc de la détérioration du pouvoir d'achat des ménages. Néanmoins, l'assouplissement de la législation sur la protection de l'emploi et la plus grande décentralisation des dispositifs de négociation salariale sont susceptibles de favoriser l'ajustement du marché du travail et la création de nouveaux postes.

La réforme des indemnités de chômage a des effets directs positifs à court terme sur les finances publiques, tandis que les effets indirects dépendent de l'évolution de l'emploi. Par exemple, les mesures destinées à réduire la générosité des prestations ont des effets positifs, car elles entraînent une diminution des dépenses publiques liées au chômage. En outre, en abaissant le salaire de réserve,

la réduction des indemnités de chômage est susceptible d'accroître la propension des chômeurs à trouver un emploi. De même, les mesures destinées à réduire la couverture des indemnités de chômage entraînent une diminution des dépenses publiques. Si le processus de recherche et d'appariement est efficient, les emplois vacants seront pourvus plus rapidement, ce qui favorisera l'emploi, la consommation et l'augmentation des recettes publiques nettes. À cet égard, l'encadré 2 évalue les réformes du marché du travail allemand et leurs effets.

Les réformes des marchés de biens et de services ont pour effet d'accroître l'investissement et ont, dans certains cas, une incidence positive sur le solde budgétaire.

Les réformes visant à améliorer l'accès au financement permettent une allocation efficiente des ressources tout en préservant la stabilité financière. Par conséquent, elles n'ont pas nécessairement d'impact budgétaire direct à court terme, mais sont de nature à accélérer la croissance et à accroître les recettes publiques à plus long terme. Les réformes destinées à renforcer l'efficacité et la productivité des entreprises (par exemple les réformes qui ont vocation à améliorer le climat des affaires) et à réduire les obstacles réglementaires à la concurrence n'ont généralement pas d'effet budgétaire direct. Si la réduction des obstacles réglementaires à la concurrence favorise la réallocation des ressources et risque de contraindre certaines entreprises moins productives à mettre la clé sous la porte, entraînant une diminution de l'emploi, elle favorise néanmoins la création de nouvelles entreprises plus compétitives. À moyen et long terme, toutes ces mesures stimulent l'investissement et améliorent la productivité globale des facteurs et la croissance, d'où une augmentation des recettes publiques. Les réformes ayant pour objet de réduire les contraintes administratives bénéficient immédiatement au secteur privé et peuvent par conséquent avoir des effets budgétaires positifs.

Tableau 1

Effets budgétaires à court terme des réformes des marchés du travail et des biens et services

Principaux types de réformes	Effet direct sur les finances publiques	Effet indirect sur les finances publiques <i>via</i> l'impact sur :		
		Emploi	Investissement	Consommation
RÉFORME DU MARCHÉ DU TRAVAIL				
Décentraliser les dispositifs de négociation collective des salaires et réduire les salaires minimums	?	?		?
Assouplir la législation relative à la protection de l'emploi	?	?		?
Réformer l'indemnisation du chômage (par exemple réduire la générosité, réduire la couverture des allocations, renforcer la conditionnalité)	+	?		?
Accroître les dépenses consacrées à des politiques actives du marché du travail	-	+		+
RÉFORME DU MARCHÉ DES BIENS ET SERVICES				
Introduire des réformes pour améliorer l'efficacité et la productivité (y compris R&D)			+	
Réduire les obstacles réglementaires à la concurrence		?	+	?
Alléger la charge administrative (secteur public)	+		+	
Développer l'accès au financement			+	

Notes : Le tableau 1 illustre les effets directs et/ou indirects à court terme des réformes structurelles sur le solde budgétaire d'après les conclusions de la littérature. Les effets budgétaires indirects agissent via l'incidence des réformes sur les principaux agrégats macroéconomiques. Le signe "+" indique un effet à court terme positif sur le solde budgétaire, qu'il soit direct (deuxième colonne) ou indirect (trois dernières colonnes). Le signe "-" indique des effets négatifs. Le signe "?" indique que ces effets ont une signification incertaine. Les cellules restent vides lorsque la réforme n'est pas supposée avoir d'effet à court terme sur la variable correspondante.

3.2 Les réformes des régimes de retraite et des systèmes de santé

Les réformes des retraites, à l'exception des réformes systémiques introduisant un pilier privé, peuvent permettre des économies budgétaires à court terme et certaines peuvent favoriser l'emploi. Les réformes destinées

à réduire les pressions budgétaires à long terme dues au vieillissement de la population figurent depuis dix ans en tête du programme de réformes de plusieurs pays de l'UE ¹⁷. Dans la mesure où certaines réformes prévoient une réduction des paiements futurs au titre de la retraite pour les travailleurs entrant sur le marché du travail, cela implique un arbitrage délicat entre des considérations de soutenabilité budgétaire et l'adéquation du niveau des retraites, en particulier pour les travailleurs faiblement rémunérés. C'est pour cette raison que la plupart des pays tendent à préserver les travailleurs les plus faiblement rémunérés des réductions de prestations ¹⁸. S'agissant plus particulièrement des réformes destinées à accroître la viabilité à long terme des finances publiques et l'accessibilité financière des prestations de retraite, le tableau 2 résume les principales mesures et présente une évaluation qualitative de leurs effets à court terme.

Le relèvement de l'âge effectif de départ à la retraite et la suppression des possibilités de retraite anticipée ont des effets positifs sur l'emploi et réduisent les dépenses au titre de la retraite. Ce type de réforme accroît le taux d'activité des plus âgés ¹⁹. Toutefois, si ces réformes sont introduites progressivement (clauses d'antériorité), comme c'est généralement le cas, les effets budgétaires positifs en termes de réduction du nombre de bénéficiaires de prestations de retraite ne se matérialisent qu'à moyen et long terme. De même, l'incidence à court terme sur la consommation et sur l'investissement sera négligeable. Les mesures destinées à rendre les prestations de retraite moins généreuses (par exemple, la suppression ou la réduction des mécanismes d'indexation et/ou la modification du salaire de référence utilisé pour le calcul des prestations) ont des effets budgétaires positifs plus immédiats. Afin de contrebalancer les effets de l'allongement de l'espérance de vie sur les dépenses de retraite, il est également envisagé de relier les cotisations ou l'âge de départ en retraite à un indice fondé sur l'espérance de vie. Dans ces cas, les effets négatifs sur la consommation se matérialiseraient uniquement dans la mesure où les agents anticipent une modification du revenu qu'ils perçoivent sur l'ensemble de leur vie.

¹⁷ Tous les trois ans, la Commission européenne, en coopération avec le groupe de travail sur le vieillissement de la population du Comité de politique économique, publie un rapport sur le vieillissement qui contient des projections à long terme de l'impact budgétaire du vieillissement de la population pour 28 États membres de l'UE et la Norvège. Le rapport sur le vieillissement pour la période comprise entre 2013 et 2060 a été publié en 2015. Pour une analyse approfondie des facteurs déterminant les révisions dont les dépenses de retraite ont fait l'objet depuis le Rapport 2012 sur le vieillissement, cf. l'encadré intitulé *Rapport 2015 sur le vieillissement : combien coûtera le vieillissement de la population en Europe ?*, du *Bulletin économique*, numéro 4, BCE, Francfort-sur-le-main, avril 2015.

¹⁸ Les réformes des régimes de retraite poursuivent également d'autres objectifs (comme, par exemple, une couverture satisfaisante des travailleurs via les dispositifs aussi bien à participation obligatoire qu'à participation volontaire et des prestations de retraite appropriées), qui ne sont pas abordés dans le présent article.

¹⁹ On affirme souvent que les plans de départ en retraite anticipée créent des possibilités d'emploi pour les jeunes chômeurs. Toutefois, selon A. Jouten, M. Lefèvre, S. Perelman et P. Pestieau *The Effects of Early Retirement on Youth Unemployment: The Case of Belgium, Working Paper Series*, n° 08/30, FMI, février 2008, les données empiriques font état, au mieux, d'un lien très ténu entre la retraite anticipée et l'activité des jeunes et des travailleurs âgés de 25 à 54 ans. Dans le cas de la Belgique, les auteurs observent une relation négative entre le chômage des jeunes et la retraite anticipée. Ils montrent que le taux d'activité des jeunes est tout aussi sensible que celui des travailleurs plus âgés aux cycles d'activité.

Tableau 2

Incidence budgétaire à court terme des réformes des régimes de retraite et des systèmes de santé

Principaux types de réformes	Effet direct sur les finances publiques	Effet indirect sur les finances publiques via l'impact sur :		
		Emploi	Investissement	Consommation
Accroître les incitations à travailler				
Relever l'âge de départ à la retraite et/ou décourager la retraite anticipée	+	+		
Harmoniser l'âge de départ à la retraite des hommes et des femmes	+	+		
Accroître la soutenabilité financière				
Indexer les cotisations ou l'âge de la retraite sur l'espérance de vie	+			-
Relever les cotisations privées aux régimes de retraite par capitalisation	+			-
Réduire les prestations de retraite (par exemple limiter l'indexation des retraites, réduire le taux de remplacement)	+			-
Augmenter la diversification des sources de revenu				
Introduire un deuxième pilier des régimes de retraite (réforme systémique)	-			
Remplacer les régimes à prestations définies par des cotisations définies	+			
Améliorer la qualité et l'efficacité des services de santé				
Plafonner les dépenses de santé (par exemple, médicaments, salaires)	+			
Mettre en œuvre des réformes de la gouvernance (processus de décision, gestion, passation des marchés)	+			
Offrir des services plus efficaces (utilisation des médicaments sur une base coût/efficacité, amélioration de l'efficacité des hôpitaux, mécanisme de partage des coûts)	+			

Notes : Le tableau 2 illustre les effets directs et/ou indirects à court terme des réformes structurelles sur le solde budgétaire d'après les conclusions de la littérature. Les effets budgétaires indirects agissent *via* l'incidence des réformes sur les principaux agrégats macroéconomiques. Le signe "+" indique un effet à court terme positif sur le solde budgétaire, qu'il soit direct (deuxième colonne) ou indirect (trois dernières colonnes). Le signe "-" indique des effets négatifs. Le signe "?" indique que ces effets ont une signification incertaine. Les cellules restent vides lorsque la réforme n'est pas supposée avoir d'effet à court terme sur la variable correspondante.

Le remplacement des régimes à prestations définies par des régimes à cotisations définies a été au cœur de plusieurs réformes ces toutes dernières années.

Dans un système à cotisations définies, les prestations futures au titre de la retraite sont liées au montant des cotisations versées par un individu et aux rendements des placements effectués avec ces cotisations. Cela renforce la viabilité à long terme du système de retraite, tandis que les effets budgétaires positifs à court terme dépendent de la vitesse à laquelle la réforme est progressivement introduite. En outre, de nombreux pays de l'OCDE ont mis en place un second pilier privé, fondé sur des versements obligatoires ou volontaires (il s'agit des réformes systémiques menées dans le cadre de la clause de réformes structurelles du Pacte de stabilité et de croissance), afin de diversifier la source des prestations de retraite et d'alléger la pression sur les finances publiques. Il en résulte une diminution des recettes publiques non seulement à court terme, une partie des cotisations étant redirigée vers le second pilier, mais aussi vraisemblablement à moyen et long terme, en raison de l'existence dans de nombreux pays d'une fiscalité favorable de l'épargne retraite constituée *via* les régimes de retraite privés (possibilité, par exemple, de déduire partiellement ou en totalité les cotisations et les rendements des placements, et taux d'imposition plus faible pour les retraités).

Les réformes des systèmes de santé peuvent contribuer de manière décisive à la réduction des coûts à long terme liés au vieillissement et ont généralement des effets budgétaires positifs à court terme. Le rapport conjoint CPE-CE 2010 sur les systèmes de santé ²⁰ a conclu que les responsables de la politique économique devaient intensifier leurs efforts afin de garantir la réalisation

²⁰ Commission européenne et Comité de politique économique (groupe de travail « Vieillesse », *Joint Report on Health Systems, European Commission Occasional Papers*, n° 74, décembre 2010.

des objectifs budgétaires et la maîtrise des coûts liés au vieillissement ²¹. Les réformes des systèmes de santé consistent essentiellement en des contrôles de type macroéconomique (application, par exemple, de plafonds sur les dépenses courantes et sur les dépenses d'investissement, contrôle des salaires et accords avec les sociétés pharmaceutiques pour contenir les dépenses) et en des réformes de la gouvernance (processus de décision plus efficaces et amélioration du rapport coût/efficacité des systèmes de passation des marchés). Les réformes au niveau microéconomique sont très importantes également, notamment l'introduction de mécanismes de partage des coûts compatibles avec les incitations, de pratiques en matière d'approvisionnement fondées sur le rapport coût/efficacité et d'utilisation des médicaments (notamment en encourageant l'utilisation des médicaments génériques), ainsi qu'une intensification des thérapies préventives. Toutes ces mesures peuvent produire d'importants bénéfices à court terme du point de vue budgétaire, lorsqu'elles sont planifiées et appliquées de manière appropriée.

Encadré 1

Le traitement des réformes budgétaires structurelles

L'absence de définition précise des réformes structurelles dans la législation de l'Union européenne a conduit certains observateurs à soutenir que les réformes budgétaires structurelles devraient également relever de la clause de réformes structurelles du Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Dans un premier temps, le présent encadré explique que les réformes budgétaires structurelles devraient être distinguées des mesures discrétionnaires ayant une incidence sur le solde budgétaire. Il rappelle ensuite pourquoi ces réformes peuvent exercer des effets très positifs sur la croissance et la performance budgétaire à long terme. Pour la plupart des réformes de ce type, les effets sont également favorables à court terme. Au total, il ne semble donc pas justifié d'inclure les réformes budgétaires structurelles dans la clause de réformes structurelles du PSC.

Il convient de distinguer les réformes budgétaires structurelles des mesures discrétionnaires de politique budgétaire utilisées comme outil contracyclique ou pour atteindre d'autres objectifs à court terme des autorités. Les réformes budgétaires structurelles visent avant tout à améliorer le fonctionnement de l'État et à limiter son champ d'action aux fonctions présentant un fondement économique clair. À ce titre, elles doivent être distinctes des mesures budgétaires relatives au niveau des recettes et des dépenses de l'État et plutôt consister en des mesures globales dans les domaines de la fiscalité et de la gestion des finances publiques. Par conséquent, les réductions d'impôts adoptées sans mesures compensatoires ou les mesures concernant les dépenses ne s'accompagnant pas d'efforts plus larges pour rationaliser les dépenses publiques ne constituent pas des réformes structurelles.

Si elles sont correctement conçues et mises en œuvre, la plupart des réformes budgétaires structurelles sont à même de produire des résultats positifs à court et à long terme.

En général, les réformes budgétaires structurelles n'exercent pas d'incidence défavorable sur

²¹ Les dépenses de santé représentent une part croissante des dépenses publiques dans l'UE (15 % environ des dépenses totales de l'UE en 2012, contre 14 % environ en 2003). Pour de plus amples détails concernant les déterminants et la distribution des dépenses de santé, cf. le *Rapport 2015 sur le vieillissement*, *op. cit.*, note de bas de page 17.

le budget. Elles ne devraient donc pas être intégrées dans la clause de réformes structurelles du PSC. Elles peuvent toutefois dans certains cas générer des coûts budgétaires à court terme, normalement contrebalancés par les économies budgétaires sur le moyen ou long terme. Dans ces cas, et conformément au règlement et au code de conduite, la mise en œuvre de la clause de réformes structurelles doit être limitée aux réformes majeures qui améliorent de façon clairement quantifiable la soutenabilité budgétaire à long terme²². Cet encadré explique ci-après en quoi les réformes budgétaires structurelles sont importantes pour la croissance et devraient plutôt améliorer la performance budgétaire à long terme.

Un transfert, neutre du point de vue des recettes, de la charge fiscale vers une imposition créant moins de distorsions constitue un bon exemple de réformes structurelles visant à rendre le système fiscal plus propice à la croissance²³. L'imposition directe du revenu est source de distorsions car elle décourage l'investissement en réduisant le rendement après impôt (dans le cas de l'impôt sur les sociétés) et réduit l'offre et la demande de travail (pesant ainsi sur le niveau de la production à long terme) en créant un « coin fiscal » entre les rémunérations versées par les entreprises et le salaire net (pour la fiscalité du travail)²⁴. De plus, une hausse des cotisations sociales à la charge de l'employeur, obtenue en augmentant les coûts du travail pour les entreprises, entraînerait une baisse de la demande de travail. En revanche, les taxes sur la consommation et la fiscalité de l'immobilier sont plus neutres vis-à-vis des décisions économiques des agents. Les taxes sur la consommation sont neutres vis-à-vis des décisions individuelles en matière d'épargne car elles n'en influencent pas le taux de rendement²⁵, bien qu'elles soient susceptibles d'exercer des effets distributifs négatifs (par exemple, sur les ménages à faible revenu, notamment si les taux réduits s'appliquant à certains produits sont supprimés) qui dissuadent les pouvoirs publics de les adopter. Une fiscalité stable sur l'immobilier soutient le développement foncier et les formes d'utilisation du sol et contribue à limiter les flambées du marché de l'immobilier résidentiel et la volatilité à court terme des prix orientés à la hausse²⁶. L'évaluation de l'impôt devrait être liée à la valeur de marché de la propriété, bien qu'elle soit souvent inférieure aux valeurs de marché et que l'évolution vers une évaluation entièrement fondée sur le marché représente un défi au plan politique. L'Eurogroupe soutient les efforts des États membres pour alléger la fiscalité du travail d'une façon neutre du point de vue budgétaire. En particulier, compte tenu de la marge de manœuvre budgétaire limitée dans de nombreux pays, les allègements de la charge fiscale pesant sur le travail devraient

²² Selon l'article 5.1 du règlement n°1466/97, les réformes structurelles peuvent être justifiées si elles « ont des effets budgétaires positifs directs à long terme, y compris en renforçant la croissance durable potentielle, et par conséquent une incidence vérifiable sur la soutenabilité à long terme des finances publiques ».

²³ Ces recommandations ont régulièrement figuré dans les recommandations spécifiques par pays adressées aux États membres de l'UE dans le cadre du Semestre européen depuis 2011. Onze pays ont reçu une recommandation spécifique en 2011 et seulement neuf en 2015.

²⁴ Une hausse de la fiscalité du travail affecte l'offre de travail via un effet revenu (l'offre de travail augmente généralement avec la baisse du revenu disponible qui entraîne une réduction de la demande de loisirs) et un effet de substitution (c'est-à-dire une diminution de l'offre de travail liée à une baisse du rendement des heures travaillées), l'effet net ne se dessinant pas de façon claire *a priori*. Les données empiriques suggèrent que l'élasticité de l'offre de travail est faible pour la main-d'œuvre masculine, alors qu'elle est positive et élevée pour la main-d'œuvre féminine.

²⁵ Les impôts sur la consommation excluent l'épargne courante de l'assiette d'imposition. De fait, la valeur présente d'une taxe sur la consommation est la même que le ménage consomme maintenant ou plus tard. En revanche, un impôt sur le revenu (sans déductions pour l'épargne nouvelle) pèse plus lourdement sur les épargnants, car l'épargne est incluse dans l'assiette fiscale. Cf. C. A. Garner, *Consumption Taxes: Macroeconomic Effects and Policy Issues*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2004.

²⁶ Cf. C. Crowe, G. Dell'Ariccia, D. Igan, et P. Rabanal, *How to Deal with Real Estate Booms: Lessons from Country Experiences*, Working Paper Series, n°11/91, FMI, avril 2011.

s'accompagner soit d'une réduction compensatoire des dépenses publiques (non productives), soit d'une compensation des réductions de la fiscalité du travail par des mesures fiscales dans des domaines moins préjudiciables à la croissance en vue de respecter les objectifs budgétaires du PSC ²⁷. L'allègement de la charge fiscale pesant sur le revenu du travail compensé par une hausse de la fiscalité indirecte, notamment la TVA ou les impôts fonciers, a été préconisé comme outil permettant de regagner de la compétitivité au niveau national en l'absence de possibilité de dévaluation du taux de change nominal (c'est-à-dire au sein d'une union monétaire). Cette politique est également connue sous le nom de dévaluation budgétaire ²⁸. Les réformes des structures fiscales peuvent également impliquer des modifications de la structure des tranches d'imposition visant à réduire les distorsions associées aux changements de taux et/ou à les rendre plus progressives.

Les réformes améliorant l'efficacité de l'administration fiscale génèrent une hausse des revenus et, en favorisant le respect des obligations fiscales, soutiennent la fonction de redistribution du système. L'indépendance de l'administration fiscale vis-à-vis de toute ingérence politique (en ce qui concerne, par exemple, l'organisation interne et la définition de normes de performance) et la création d'un conseil de supervision renforcent l'application transparente des règles fiscales et améliorent la responsabilité de l'administration. Des procédures d'identification et d'enregistrement des contribuables plus simples *via*, par exemple, l'émission d'un numéro unique d'identification du contribuable, peut favoriser le classement correct des déclarations de revenu et améliorer la collecte de l'impôt et les activités d'évaluation ²⁹. Les activités d'audit et de contrôle fiscal sont au cœur de la lutte contre l'évasion fiscale et de la collecte des arriérés d'imposition et doivent être soutenues par le recours aux nouvelles technologies de la communication.

Améliorer la qualité des institutions et des cadres budgétaires contribue à la mise en œuvre efficace des politiques budgétaires avec des effets positifs sur les finances publiques. L'adoption de cadres budgétaires à moyen terme, en allongeant l'horizon temporel de programmation budgétaire, contribue à surmonter les biais à court terme et soutient la formulation et la mise en œuvre de mesures, notamment si elles s'étendent sur plusieurs années. Une surveillance et un contrôle en temps opportun de l'utilisation des ressources sont cruciaux pour la définition des principaux objectifs de politique publique.

²⁷ En septembre 2014, l'Eurogroupe a défini des principes communs pour l'élaboration de réformes visant à réduire la charge fiscale pesant sur le travail. Outre le principe de neutralité budgétaire, les autres principes sont les suivants : 1) les réformes devront être ciblées selon les spécificités de chaque pays, la composition du coin fiscal et les groupes affectés ; 2) l'incidence de la réduction de la charge fiscale pesant sur le travail peut être significativement améliorée lorsqu'elle est accompagnée d'une réforme plus globale du marché du travail ; 3) les réformes de la fiscalité du travail comprenant des impôts compensatoires ou des mesures axées sur les dépenses sont susceptibles d'affecter la distribution du revenu. Il est par conséquent important de garantir un large soutien sociétal et politique, qui peut notamment être apporté par le partage de l'analyse de l'incidence exercée par ces réformes, la consultation des parties prenantes concernées, ainsi que la mise en œuvre progressive de ces réformes.

²⁸ Pour une analyse de l'utilisation de la dévaluation budgétaire comme outil permettant de regagner de la compétitivité, cf. l'encadré intitulé *La dévaluation budgétaire, un outil d'ajustement économique* du *Bulletin mensuel* de décembre 2011.

²⁹ Certaines administrations fiscales emploient des systèmes d'enregistrement émettant des numéros uniques d'identification du contribuable ou utilisent un numéro d'identification administratif individuel ou professionnel généralement commun à l'ensemble des organismes publics. Cf. S. Araki et I. Claus, *A comparative analysis of tax administration in Asia and the Pacific*, Asian Development Bank, 2014.

Des réformes de la gestion des finances publiques sont nécessaires pour corriger ou éviter les déséquilibres budgétaires. Elles recouvrent tous les niveaux de l'État et incluent la formulation, l'approbation et l'exécution du budget, mais également la gestion de la dette publique, des entités hors budget ainsi que des engagements implicites (par exemple, les garanties publiques et les partenariats public-privé). Ces réformes sont cruciales pour maintenir une situation budgétaire soutenable, garantir l'allocation effective des ressources et la fourniture efficace des biens et services publics. Compte tenu du degré de changement institutionnel qu'elles impliquent souvent, les effets positifs de ces réformes en termes d'efficacité peuvent mettre du temps à se matérialiser.

Seul un petit nombre de réformes de la gestion des finances publiques est susceptible d'entraîner des coûts budgétaires à court terme. Les réformes rationalisant la structure de l'administration publique peuvent entraîner des coûts à court terme lorsqu'elles se traduisent par le paiement de prestations redondantes. Les réformes rationalisant l'utilisation de bâtiments peuvent conduire au paiement de frais de résiliation de contrats de location pour des bâtiments inutilisés. Toutefois, ces coûts sont éphémères et d'ampleur limitée par rapport aux bénéfices obtenus à long terme en matière d'amélioration de la productivité du secteur public. Par conséquent, provisionner le montant de ces coûts dans le processus budgétaire normal doit être réalisable et leur traitement ne nécessite pas un écart spécifique par rapport au cadre du PSC.

4 Les difficultés posées par la mesure de l'incidence des réformes structurelles

Il est important de mesurer l'incidence quantitative des mesures structurelles mises en œuvre, surtout compte tenu de son importance pour l'application des dispositions du PSC. Comme indiqué dans la section 2, les effets à court terme des réformes structurelles mises en œuvre par les gouvernements sont pris en compte dans l'application des dispositions du PSC.

Toutefois, la quantification de l'incidence des réformes structurelles mises en œuvre est entourée d'une grande incertitude. Il est nécessaire d'évaluer l'efficacité de la mise en œuvre d'une réforme ou d'un train de réformes et cela dépend non seulement de l'adoption de la législation en question, mais également de l'adoption des règles d'application, qui sont parfois nombreuses.

De plus, afin de quantifier l'incidence des réformes paramétriques, il est nécessaire de disposer d'une grande quantité d'informations. Pour certaines réformes, telles que les réformes des retraites ou des réformes spécifiques du marché du travail (par exemple, des modifications des indemnités de chômage ou des politiques actives du marché du travail), il est possible d'identifier des coûts et des avantages directs et mesurables. Toutefois, dans la mesure où il faut pour cela une grande quantité de données et d'autres informations, dont seuls les gouvernements disposent en général, il est nécessaire de s'appuyer sur des estimations officielles, qui sont difficiles à vérifier. La difficulté que pose la vérification externe des estimations des gouvernements crée un important problème d'incitation,

les estimations pouvant être biaisées pour présenter des perspectives budgétaires plus favorables. Cela est particulièrement important si ces estimations viennent à jouer un rôle important dans le cadre de surveillance budgétaire de l'UE.

Pour les réformes non paramétriques, la quantification repose souvent dans une large mesure sur un jugement, accroissant ainsi le risque d'une évaluation biaisée. Pour les réformes des marchés des biens et services, qui recouvrent principalement des modifications des lois et des règlements, les coûts et les bénéfices sont plus difficiles à quantifier dans la mesure où ils ne peuvent être observés directement. Par conséquent, une forte dose de jugement est nécessaire pour traduire les différentes mesures sous forme d'effets sur des variables observables et il n'est tout simplement pas possible de réaliser une évaluation équilibrée³⁰.

L'évaluation des réformes structurelles mises en œuvre s'appuyant sur les modèles d'équilibre général doit être considérée avec prudence. Les réformes structurelles peuvent influencer l'économie via plusieurs canaux simultanément, avec des effets secondaires ou compensateurs, y compris des effets de second tour. Les modèles d'équilibre général (par exemple les modèles d'équilibre général stochastiques dynamiques (DSGE)) peuvent prendre en compte les caractéristiques spécifiques aux pays et permettre de simuler l'incidence des réformes sur différentes variables macroéconomiques au travers de divers scénarios. Toutefois, l'exercice de simulation est complexe, dans la mesure où il est nécessaire de connaître le degré de mise en œuvre des réformes et de quantifier leurs effets lorsque cela est possible, comme indiqué ci-avant. L'évaluation peut être encore compliquée par la difficulté à traduire les mesures de réforme effectives en paramètres pour les modèles, soit parce que les informations nécessaires ne sont pas disponibles, soit parce que les politiques existantes sont intégrées dans des paramètres de modèles qui ne prennent pas intégralement en compte leur variété et leur complexité. En conséquence, l'évaluation des réformes mises en œuvre est partielle ou repose sur une part importante de jugement s'agissant, par exemple, de la rapidité et du statut de la mise en œuvre des réformes et de la crédibilité de l'annonce.

Par conséquent, il n'est pas surprenant que la plupart des études existantes analysent l'incidence de mesures structurelles hypothétiques. Cacciatore et al. (2012)³¹ utilisent un modèle DSGE pour simuler les effets des réformes des marchés du travail et des marchés des biens et services quand les paramètres de politique économique sont abaissés au niveau d'un groupe de pays de référence. Ils concluent qu'à long terme le PIB et la consommation augmentent et le chômage diminue. Ces effets se font sentir au bout de deux ans et certaines réformes (par exemple celles portant sur la protection de l'emploi) entraînent au départ une augmentation du chômage. Dans des domaines de réforme plus larges (notamment la concurrence et la régulation des marchés, la structure fiscale et la « générosité » de l'indemnisation

³⁰ Le Code de conduite du PSC exige des pays de l'UE qu'ils déclarent explicitement dans leurs Programmes de stabilité et de convergence les effets des réformes structurelles récemment mises en œuvre si ceux-ci sont intégrés dans les projections avec les hypothèses sous-jacentes et/ou le modèle, y compris les variables et les paramètres. Toutefois, cela n'est pas fait systématiquement par tous les pays et, généralement, seuls les effets à long terme sont déclarés.

³¹ M. Cacciatore, R. Duval et G. Fiori, *Short-Term Gain or Pain? A DSGE Model-Based Analysis of the Short-Term Effects of Structural Reforms in Labour and Product Markets*, OECD Economics Department Working Papers, n° 948, 2012, OECD Publishing.

du chômage), Varga et in't Veld (2014) ³² examinent les effets à moyen et long terme d'une réduction de moitié de l'écart vis-à-vis des trois pays de l'UE affichant les meilleures performances. Ils montrent que le PIB de l'UE augmente de 3 % après cinq ans et de 6 % après dix ans. Gomes et al. (2011) ³³ utilisent un modèle DSGE de grande taille pour évaluer l'incidence d'une réduction arbitraire des majorations des prix et des salaires (de 5, 10 et 15 points de pourcentage) en Allemagne et au Portugal et mettent en évidence des effets positifs à long terme sur le PIB et certains effets négatifs à court terme liés à un report de la consommation dans l'attente de prix plus bas à l'avenir. Toutefois, cela ne signifie pas nécessairement que les bénéfices des réformes dans un pays se concrétiseront également dans d'autres pays. Des réformes similaires peuvent avoir des effets très différents en fonction de leur interaction avec d'autres caractéristiques institutionnelles de l'économie et le contexte national plus généralement. L'encadré 2 décrit l'utilisation des modèles DSGE pour l'évaluation des réformes, en prenant comme exemple les réformes Hartz en Allemagne.

Les études empiriques ont également leurs limites pour prendre en compte l'impact à court terme des réformes mises en œuvre.

Il peut s'avérer difficile d'isoler l'impact des réformes sur les indicateurs quantitatifs, car ces derniers peuvent évoluer en raison de facteurs autres que l'action discrétionnaire des autorités (par exemple, les dépenses liées à des politiques actives du marché du travail) ou bien parce qu'il faut du temps pour que les effets de telles réformes se fassent sentir. Pour un large éventail de domaines de réforme et d'indicateurs (tels que les réformes du marché du travail, la régulation des marchés des biens et services et la fiscalité), Bouis et al. (2012) ³⁴ identifient des chocs de réforme majeurs lorsque la modification de l'indicateur pour une année donnée dépasse 2 écarts-types. Ils concluent que, conformément aux éléments ressortant des modèles DSGE, les bénéfices des réformes mettent du temps à se concrétiser. Toutefois, ils constatent qu'aucun type de réforme ne semble en moyenne impliquer des pertes économiques importantes à court terme et que certaines procurent des bénéfices à court terme (par exemple, des réductions des taux de remplacement des allocations chômage ou de la durée d'indemnisation).

Les effets à court terme des réformes structurelles peuvent être déterminés par leur interaction avec la situation macroéconomique et d'autres pans de la politique économique.

Bouis et al. (2012) concluent que les effets positifs à court terme de certaines réformes sont plus marqués quand la conjoncture économique est favorable et plus faible durant les périodes difficiles. Par exemple, les réformes réduisant le taux de remplacement des indemnités de chômage entraînent des pertes d'emploi si elles sont mises en œuvre quand le marché du travail est déjà déprimé et que la demande de travail est faible. De même, les effets des réformes des marchés des biens et services sont plus doux si le marché du travail est déjà flexible et si le processus d'appariement est plus efficace, permettant aux travailleurs licenciés de trouver plus facilement un nouvel emploi (Cacciatori et al., 2012).

³² J. Varga et J. in 't Veld, *The potential growth impact of structural reforms in the EU: A benchmarking exercise*, *Economic Papers* n° 541, décembre 2014.

³³ S. Gomes, P. Jacquinot, M. Mohr et M. Pisani, *Structural reforms and macroeconomic performance in the euro area countries: a model-based assessment*, *Working Paper Series*, BCE, n° 1323, mai 2011.

³⁴ R. Bouis et al., *The Short-Term Effects of Structural Reforms: An Empirical Analysis*, *OECD Economics Department Working Papers*, n° 949, 2012, OECD Publishing.

Encadré 2

Mesure des coûts et avantages des réformes du marché du travail en Allemagne au début des années 2000

Entre 2003 et 2005 l'Allemagne a adopté des réformes de fond du marché travail

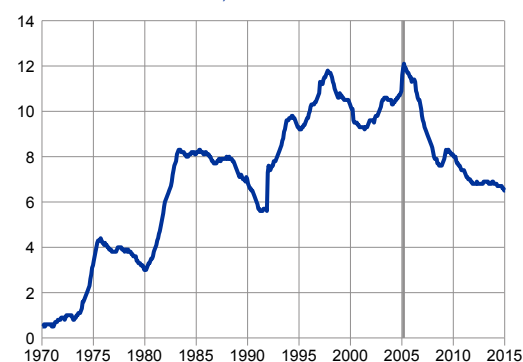
généralement connues sous le nom des « réformes Hartz ». Ces réformes ont été instaurées en réponse au chômage (de longue durée) comparativement élevé et à la faible croissance du PIB qui ont persisté pendant plusieurs années et étaient imputables à une structure du marché du travail relativement peu flexible et rigide (cf. graphiques A et B).

Les réformes Hartz visaient à améliorer les performances du marché du travail. Le principal objectif était d'améliorer l'efficacité de l'appariement sur le marché du travail (Hartz I) ; de promouvoir l'auto-entrepreneuriat et d'instaurer des dispositions plus souples pour les emplois

Graphique A

Taux de chômage

(en pourcentage de la population active, données corrigées des variations saisonnières mensuelles)



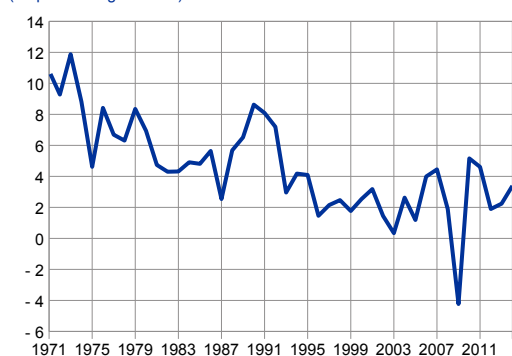
Sources : Deutsche Bundesbank/Haver Analytics.

Note : La ligne verticale représente l'année d'adoption de la réforme Hartz IV.

Graphique B

Taux de croissance du PIB en volume

(en pourcentage annuel)



Source : AMECO.

à bas salaires, à temps partiel (Hartz II) ; de restructurer l'Office fédéral du travail toujours en vue d'inciter les chômeurs à répondre aux offres des entreprises (Hartz III) et d'accroître les incitations à travailler en réduisant les allocations chômage (Hartz IV). La réforme Hartz IV impliquait une refonte totale du système d'indemnisation du chômage et a considérablement réduit le niveau des allocations versées aux chômeurs de longue durée. À compter de janvier 2005 les prestations de chômage et d'aide sociale sous condition de ressources ont été fusionnées pour former les allocations chômage II, tandis qu'à compter de 2006, la durée de l'indemnisation du chômage (dont la nouvelle appellation est allocations chômage I) a été ramenée de 36 à 12 mois (18 mois pour les travailleurs âgés de 55 ans et plus) ³⁵.

Les réformes Hartz entraînaient des coûts économiques à court terme limités.

Suite à la réforme Hartz IV, le taux de chômage a d'abord atteint un pic. Il s'agissait dans une large mesure d'un effet statistique lié à la modification de la mesure officielle du chômage qui a fait suite à la réforme. Par la suite,

³⁵ Avant la réforme, l'allocation chômage était comprise entre 60 % et 67 % du dernier salaire net perçu (selon le nombre d'enfants à charge) pour une durée maximale de trois ans (en fonction de l'âge et du nombre d'années de cotisations versées). Ensuite, une allocation chômage sous condition de ressources comprise entre 53 % et 57 % du salaire net précédent était versée pendant une durée illimitée. Une assistance sociale sous condition de ressources, s'élevant à 45 % environ du salaire net moyen, complétait le filet de protection sociale, et était accordée aux personnes ne bénéficiant pas d'autres prestations sociales (par exemple, les personnes inaptes au travail). En 2008, la durée maximale des allocations chômage I a été prolongée pour s'établir à vingt-quatre mois pour les travailleurs âgés de 58 ans et plus.

le chômage a commencé à diminuer courant 2005, notamment sous l'effet du redressement de la croissance économique (cf. graphiques A et B). Par conséquent, les dépenses publiques au titre des allocations chômage ont d'abord augmenté, pour amorcer ensuite une baisse. Entre 2005 et 2014 les dépenses liées au chômage sont revenues de 4 % du PIB à 2,5 % du PIB ³⁶.

L'incidence positive des réformes Hartz sur le chômage de longue durée et la croissance est incontestée dans la littérature. Parmi les études évaluant les incidences à long terme des réformes Hartz, un consensus est apparu pour reconnaître que ces réformes ont contribué à faire significativement baisser le chômage de longue durée (principalement *via* une modération salariale) et à doper le rythme de croissance du PIB de l'Allemagne ³⁷. Certaines études concluent que, lors de la Grande Récession, ces réformes ont contribué, avec les politiques de chômage partiel, à atténuer les pertes d'emplois, comme en atteste le fait que, même si l'Allemagne a subi une contraction du PIB plus forte que les États-Unis, les pertes d'emplois ont été plus limitées ³⁸. Enfin, d'autres attribuent à ces réformes le renforcement de la compétitivité de l'Allemagne au plan international ³⁹.

Les simulations fondées sur des modèles des réformes Hartz permettent de comprendre les principaux canaux par lesquels leurs effets se transmettent. Les réformes Hartz font l'objet d'une simulation à l'aide de FiMod ⁴⁰, un nouveau modèle keynésien dynamique et stochastique d'équilibre général (DGSE). Le modèle intègre une structure complexe de marché du travail qui opère une distinction entre les chômeurs bénéficiant de l'indemnisation du chômage et ceux bénéficiant de l'aide aux chômeurs (allocations chômage I et II, respectivement). Les décisions des ménages de participer au marché du travail sont déterminées de manière endogène et les salaires sont fixés sur la base d'un processus de négociation entre salariés et entreprises. Le modèle intègre également un secteur public sophistiqué avec différents types de recettes et de dépenses publiques et des rétroactions avec le secteur privé. Les simulations des répercussions des réformes du marché du travail retenues dans le présent encadré font l'hypothèse d'une efficience du processus de recherche d'emploi (efficience de l'appariement) et d'une réduction aussi bien du niveau que de la durée d'indemnisation du chômage.

Les simulations du modèle présentées dans le présent encadré appellent quelques réserves. Le modèle n'intègre pas l'augmentation du taux de chômage qui a été enregistrée après la réforme Hartz IV, car il ne peut pas rendre compte de l'évolution de la méthode de classification officielle des chômeurs qui a fait suite à la réforme. Dans le modèle, les décisions de licenciement sont exogènes. Ainsi, les effets positifs sur l'emploi de salaires plus faibles

³⁶ Cf. Deutsche Bundesbank, *The Evolution of Labour Market-Related Expenditure in Germany*, *Monthly Report*, 2015, avril, pp.13-33.

³⁷ Cf. T. Krebs et M. Scheffel, *Macroeconomic Evaluation of Labor Market Reforms in Germany*, *IMF Economic Review*, Vol. 61(4), 2013, pp. 664-701 ; M. Krause et H. Uhlig, *Transitions in German Labor Market: Structure and Crisis*, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 59, 2012, pp. 64-79.

³⁸ M. Burda et J. Hunt, *What Explains the German Labor Market Miracle in the Great Recession?*, *Brooking Papers on Economic Activity*, Spring, 2011, pp. 273-319 et C. Dustman, B. Fitzenberger, U. Schönberg et A. Spitz-Oener, *From Sick Man of Europe to Economic Superstar: Germany's Resurgent Economy*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 28, 2014, pp. 167-188.

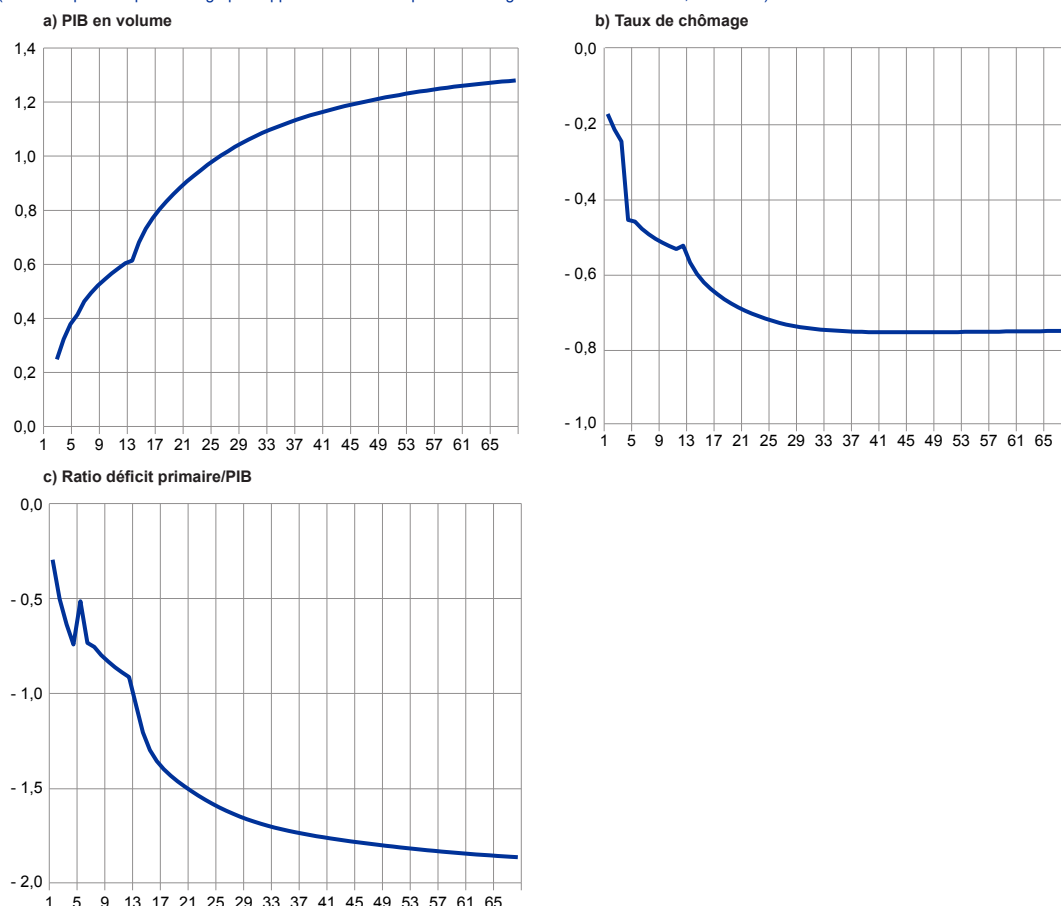
³⁹ R. Kollman, M. Ratto, W. Roeger, J. in't Veld et L. Vogel, *What Drives the German Current Account? And How Does It Affect Other EU Member States?*, *Economic Policy*, Vol. 30, 2015, pp. 47-93.

⁴⁰ FiMod est un modèle à deux régions constituant une union monétaire. Pour la simulation qui nous intéresse, il est calibré sur l'Allemagne et le reste de l'Union monétaire européenne. Pour une description complète du modèle de base, cf. N. Stähler et C. Thomas, *FiMod – A DSGE Model for Fiscal Policy Simulations*, *Economic Modelling*, Vol. 29, 2012, pp. 239-261.

Graphique C

Incidence des réformes Hartz sur une sélection d'agrégats macroéconomiques en Allemagne

(écarts en point de pourcentage par rapport au niveau d'équilibre de long terme avant la réforme ; trimestres)



apparaissent immédiatement et ne tiennent pas compte de la possibilité que, en réponse à un salaire d'équilibre plus bas, les entreprises réagissent dans un premier temps en licenciant la main-d'œuvre comparativement plus chère pour ensuite embaucher de nouveaux salariés (moins coûteux).

L'amélioration de l'efficience de l'appariement sur le marché du travail a stimulé l'emploi.

Suite à la restructuration de l'Office fédéral du travail, les chômeurs ont été dans l'obligation de se faire enregistrer auprès de l'Office et un tuteur « personnel » leur a été assigné afin de les aider dans leur processus de recherche d'emploi. Cela a entraîné une amélioration de l'efficience de l'appariement qui, selon Krebs et Scheffel (2013), aurait augmenté de 10 % dans les simulations du modèle. La progression de l'emploi a provoqué une hausse des salaires et traitements bruts, ce qui a fait progresser la demande de consommation privée et d'investissement. La diminution des coûts de recrutement a également permis aux entreprises de réduire leurs prix *via* le canal des coûts marginaux, ce qui a favorisé la compétitivité au plan international et permis une augmentation des exportations (cf. graphique C).

La fusion de l'aide aux chômeurs et de l'aide sociale a encore fait reculer les coûts unitaires de main-d'œuvre des entreprises en réduisant le salaire de réserve des travailleurs. La réduction de l'aide consentie aux chômeurs par suite de la fusion de l'aide aux

chômeurs et de l'aide sociale a entraîné une diminution du salaire de réserve des travailleurs et les a incités à accepter des salaires plus bas. Cette baisse a permis aux entreprises de poursuivre la diminution de leurs prix et d'embaucher. La réduction de la durée des allocations chômage a produit des effets comparables.

Globalement, les réformes Hartz n'ont pas entraîné de coûts économiques et budgétaires à court terme importants. Les simulations du modèle reprises dans le présent encadré montrent que des réformes du marché du travail qui font baisser les salaires de réserve et rendent le marché du travail plus flexible sont appelées à produire des effets positifs sur l'emploi. Ces résultats sont corroborés par d'autres études (Cacciatore et al., 2012) ⁴¹ qui concluent que les réformes du marché du travail visant à réduire le salaire (de réserve) des travailleurs ont tendance à générer des coûts relativement faibles en termes de résultat macroéconomique agrégé.

5 Conclusion

Les effets budgétaires à court terme des réformes structurelles ont récemment pris de l'importance dans la mise en œuvre du PSC. La clause de réformes structurelles introduite par la réforme du PSC en 2005 a permis d'accorder un délai pour l'ajustement budgétaire si un État membre a mis en œuvre une réforme structurelle majeure avec des effets budgétaires positifs directs à long terme, notamment un renforcement de la croissance potentielle soutenable. Toutefois, cette clause a peu stimulé la dynamique de réforme. La récente Communication de la Commission européenne prônant d'utiliser au mieux la flexibilité offerte par les règles existantes du PSC tente de relancer la clause de réformes structurelles, en partie en assouplissant les exigences pour son application.

La clause de réformes structurelles du PSC doit toutefois être appliquée avec prudence. Les réformes structurelles peuvent affecter l'économie, et les finances publiques en particulier, via de nombreux canaux. Comme cela a été montré dans cet article, les réformes ayant des coûts directs à court terme sont celles portant sur les systèmes de retraite. Dans d'autres cas, l'incidence nette est difficile à mettre en évidence (par exemple, pour les réformes des marchés du travail et des biens et services), dans la mesure où elle dépend également de la manière dont les réformes sont regroupées dans la pratique. De plus, il existe de nombreux exemples où les effets à court terme des réformes structurelles sont en fait positifs. Par conséquent, il est important que les hypothèses qui sous-tendent l'activation d'une telle clause soient énoncées de manière claire et transparente.

Même si une quantification des coûts des réformes est nécessaire pour les intégrer dans le PSC, celle-ci doit généralement s'appuyer sur des hypothèses reposant sur le jugement. Les simulations des effets des réformes réalisées à partir de modèles sont en général entourées d'une grande incertitude. L'absence de méthodologie commune au niveau de l'UE pour évaluer les effets des réformes

⁴¹ *Op. cit.* note de bas de page n°31

structurelles plaide en faveur d'une application prudente des dispositions du PSC relatives aux réformes structurelles.

Il convient de rechercher d'autres moyens de favoriser l'adoption et la mise en œuvre des réformes structurelles dans la zone euro. Le Rapport des cinq présidents ⁴² publié en juin 2015 constitue un point de référence utile à cet égard. Le Rapport identifie les étapes vers une véritable Union économique et souligne, entre autres, la nécessité de parvenir à une convergence durable dans la zone euro, ce qui exige d'insuffler un nouvel élan pour favoriser les réformes structurelles dans les États membres. Il incite à franchir de nouvelles étapes vers une meilleure coordination et une meilleure surveillance des politiques qui concernent la compétitivité. Il recommande la création, par chaque pays membre de la zone euro d'un organisme national indépendant, ou « autorité de la compétitivité », qui serait chargé de suivre les réalisations et les politiques qui influencent la compétitivité d'un pays. Le rapport prévoit une possibilité de renforcer la Procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques, non seulement en tant qu'outil pour détecter les déséquilibres mais également pour encourager la mise en œuvre des réformes structurelles *via* le Semestre européen ⁴³. L'importance d'une approche fondée sur les institutions pour la gouvernance des réformes structurelles dans la zone euro a également été réaffirmée par le président de la BCE dans son appel à « passer des règles aux institutions » ⁴⁴. Une institution européenne pourrait apporter son aide de deux manières : premièrement, en rendant plus facile de s'entendre sur les objectifs des réformes structurelles en s'alignant sur les meilleures pratiques; et, deuxièmement, en facilitant la mise en œuvre de ces réformes en recourant au droit européen pour contourner les intérêts particuliers.

⁴² Cf. *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, disponible à l'adresse suivante : http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report_en.pdf

⁴³ Cf. également A. Banerji, B. Barkbu, J. John, T. Kinda, S. Saksonovs, H. Schoelermann et T. Wu, *Building a Better Union: Incentivising Structural Reforms in the Euro Area*, Working Paper Series, n° 15/201, FMI, septembre 2015.

⁴⁴ Cf. le discours du président de la BCE lors de la conférence SZ Finance Day, Francfort sur le Main, 16 mars 2015, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150316.en.html>

Statistiques européennes : la coopération entre le Système européen de banques centrales et le Système statistique européen

Le Système européen de banques centrales (SEBC) et le partenariat que constitue le Système statistique européen (SSE) coopèrent étroitement dans le domaine des statistiques européennes, notamment économiques et financières. Bien qu'ils soient régis par des cadres juridiques distincts qui reflètent leurs structures de gouvernance respectives, le SEBC et le partenariat du SSE observent les mêmes principes statistiques et mettent en œuvre des procédures détaillées de garantie de qualité des statistiques, apportant ainsi une contribution à l'analyse de la politique économique et au processus décisionnel européen et fournissant au grand public une source d'information fiable et rapidement disponible. À eux deux, le SEBC et le partenariat du SSE occupent une place de premier plan dans les projets statistiques à l'échelle mondiale, tels que la norme spéciale de diffusion des données Plus (NSDD Plus) du Fonds monétaire international (FMI) et l'initiative dite Data Gaps du G20 sur les lacunes en matière de données.

1 Introduction

Les statistiques économiques et financières européennes sont à la pointe des évolutions statistiques dans le monde. La renommée des statistiques européennes tient dans une large mesure au cadre juridique robuste qui sous-tend la collaboration entre les systèmes statistiques nationaux et européens. La production des statistiques européennes repose sur deux piliers distincts qui fonctionnent en étroite coopération. L'un d'eux est le SEBC, système composé de la BCE et des banques centrales nationales (BCN) des États membres de l'UE. L'autre pilier est le SSE, partenariat entre la Commission européenne (Eurostat), les instituts nationaux de statistique (INS) et les autres autorités nationales produisant des statistiques à l'échelle nationale.

La coopération étroite et le partage des idées et des approches entre la fonction statistique du SEBC et le SSE sont le fondement d'un élargissement continu des statistiques économiques et financières disponibles à l'échelle européenne. Le présent article est structuré comme suit : La section 2 décrit le cadre juridique des deux piliers des statistiques européennes. La section 3 explique la séparation institutionnelle entre le SEBC et le SSE. La section 4 décrit la coopération étroite entre les deux piliers. La section 5 apporte des éléments de conclusion.

Le SEBC et le SSE, les deux piliers des statistiques européennes

La production des statistiques européennes s'organise autour de deux piliers distincts, le SEBC et le partenariat du SSE, régis par des cadres juridiques et des structures de gouvernance distincts. Le SEBC est un système à part entière inscrit dans le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) ¹. Il se compose de la BCE et des BCN, et a pour organe de décision suprême le Conseil des gouverneurs de la BCE.

D'après ses statuts ², afin d'assurer les missions du SEBC, la BCE, assistée par les BCN, collecte les informations statistiques nécessaires, soit auprès des autorités nationales compétentes, soit directement auprès des agents économiques, y compris pour les besoins de la politique monétaire et de la stabilité financière. Les données collectées peuvent également être utilisées à des fins de supervision bancaire. Le Conseil de l'Union européenne a défini les personnes physiques et morales soumises aux obligations de déclaration de la BCE, les principes statistiques applicables, le régime de confidentialité et les dispositions adéquates d'exécution ³. Le Conseil des gouverneurs de la BCE détermine les statistiques qui seront effectivement collectées, établies et diffusées par le SEBC. Elles figurent dans le programme de travail statistique du SEBC, qui est approuvé par le Conseil des gouverneurs de la BCE et enrichi des commentaires du Conseil général. Il s'agit dans une large mesure de statistiques financières mais également économiques, telles que les statistiques monétaires et bancaires (notamment sur les taux d'intérêt), les statistiques relatives aux billets, aux paiements et aux systèmes de paiement, à la stabilité financière, à la balance des paiements et à la position extérieure ⁴.

La BCE collecte les données statistiques, assistée par les BCN et avec le soutien du Comité des statistiques du SEBC ⁵. Elle produit ensuite les statistiques, met en œuvre des procédures de garantie de qualité et diffuse les données conformément aux principes statistiques d'impartialité, d'objectivité, d'indépendance professionnelle, de rapport coût-efficacité, de secret statistique, de limitation de la charge de déclaration et de fiabilité ⁶. Ces principes statistiques sont définis dans l'engagement public du SEBC concernant la fonction statistique ⁷.

¹ Cf. l'article 282, paragraphe 1 du TFUE.

² Cf. l'article 5 du Protocole n° 4 des statuts du SEBC et de la BCE.

³ Règlement (CE) n° 2533/98 du Conseil du 23 novembre 1998 concernant la collecte d'informations statistiques par la Banque centrale européenne (JO L 318, 27.11.1998), modifié par le règlement (CE) n° 951/2009 du Conseil du 9 octobre 2009 (JO L 269, 14.10.2009) et le règlement (UE) n° 2015/373 du Conseil du 5 mars 2015 modifiant le règlement (CE) n° 2533/98 concernant la collecte d'informations statistiques par la Banque centrale européenne (JO L 64, 7.3.2015).

⁴ Cf., par exemple, l'article 2, paragraphe 1 du règlement du Conseil (CE) n° 2533/98.

⁵ Article 9, paragraphe 1 de la décision de la BCE du 19 février 2004 portant adoption du règlement intérieur de la BCE (BCE/2004/2) (JO L 80, 18.3.2004).

⁶ Les principes statistiques du SEBC sont évoqués à l'article 3a du règlement du Conseil (CE) n° 2533/98.

⁷ Cf. <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/pcstats.fr.html>

Outre les statistiques européennes produites par le SEBC, de nombreuses autres statistiques européennes sont nécessaires pour contribuer à l'élaboration des différentes politiques de l'Union européenne. Il s'agit notamment des statistiques économiques, telles que l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) ou le produit intérieur brut (PIB) et ses composantes, ainsi que des statistiques relatives à la population et aux conditions sociales, aux régions, à l'industrie, au commerce et aux services, aux transports, à l'agriculture et à la pêche, ainsi qu'à l'environnement et à l'énergie. Ces statistiques sont produites par le SSE, un partenariat issu du droit dérivé ⁸.

Selon les dispositions du Traité ⁹, le Parlement européen et le Conseil de l'Union européenne, statuant conformément à la procédure législative ordinaire, arrêtent des actes juridiques, à l'intention des États membres, définissant les statistiques qui devront être produites par le partenariat du SSE. Le SSE met également en œuvre une procédure de garantie de qualité pour ses statistiques conformément aux dispositions du Traité ¹⁰, c'est-à-dire dans le respect des principes d'indépendance scientifique, d'impartialité, d'objectivité, de fiabilité, d'efficacité au regard du coût et de confidentialité des informations statistiques. Ces principes sont exposés plus en détail du point de vue opérationnel dans le Code de bonnes pratiques de la statistique européenne ¹¹.

3 La séparation institutionnelle entre le SEBC et le SSE

Les statuts du SEBC et les dispositions du Traité garantissent l'indépendance du SEBC dans la production de ses statistiques ¹². C'est ce qu'ont récemment rappelé le Parlement européen et le Conseil de l'Union européenne ¹³.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE, en tant qu'organe de décision du SEBC, est seul responsable de la coordination des activités statistiques de la BCE et des BCN en leur qualité de membres du SEBC. En d'autres termes, la BCE et les BCN ne font pas partie du partenariat du SSE lorsqu'elles collectent des informations statistiques et produisent des statistiques européennes pour la BCE. En outre, bien que les membres du SEBC ne participent pas à la production de statistiques européennes par le SSE, les données produites par les BCN peuvent être utilisées, directement ou indirectement, par les INS, par d'autres autorités nationales et par la Commission européenne (Eurostat) pour la production

⁸ Règlement (CE) n° 223/2009 du Parlement européen et du Conseil relatif aux statistiques européennes et abrogeant le règlement (CE, Euratom) n° 1101/2008 relatif à la transmission à l'Office statistique des Communautés européennes d'informations statistiques couvertes par le secret, le règlement (CE) n° 322/97 du Conseil relatif à la statistique communautaire et la décision 89/382/CEE, Euratom du Conseil instituant un comité du programme statistique des Communautés européennes (JO L 87, 31.3.2009) modifié par le règlement (UE) n° 2015/759 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril 2015, modifiant le règlement (CE) n° 223/2009 relatif aux statistiques européennes (JO L 123, 19.5.2015).

⁹ Cf. l'article 338, paragraphe 1 du TFUE.

¹⁰ Cf. l'article 338, paragraphe 2 du TFUE.

¹¹ Cf. <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5921941/KS-32-11-955-FR.PDF/f1dfd441-391c-4c15-94f2-b34a43697f55>

¹² Cf. les articles 130 et 338 du TFUE.

¹³ Cf. le considérant 24 du règlement (UE) n° 2015/759.

de statistiques européennes par le SSE. De la même manière, les INS peuvent contribuer aux statistiques du SEBC même s'ils ne font pas partie du SEBC ¹⁴.

La BCE salue le récent règlement du Parlement européen et du Conseil de l'Union européenne renforçant le rôle d'Eurostat et des INS dans la coordination des activités des autres autorités nationales produisant des statistiques ¹⁵. Cela contribuera au renforcement de la fiabilité des statistiques européennes produites par le SSE.

4 Une coopération étroite entre le SEBC et le SSE

Les membres du SEBC et du partenariat du SSE doivent coopérer étroitement afin d'exploiter au maximum les synergies, de minimiser la charge déclarative et de garantir la production d'un ensemble complet et cohérent de statistiques européennes ¹⁶. Pour faciliter cette coopération, les cadres de qualité du SEBC et du SSE ont été étroitement alignés. L'engagement public du SEBC concernant la fonction statistique et le Code de bonnes pratiques du SSE définissent des principes statistiques quasiment identiques pour l'élaboration, la production et la diffusion de statistiques européennes.

Cet alignement des cadres de qualité a pour objet de garantir l'application des mêmes normes de qualité aux deux séries de statistiques européennes.

Le SEBC peut avoir entièrement confiance dans la qualité des statistiques produites par le SSE, telles que l'IPCH ou le PIB et ses composantes. De même, le Parlement européen et le Conseil de l'Union européenne peuvent avoir entièrement confiance dans la fiabilité des statistiques européennes produites par le SEBC, telles que les statistiques monétaires et financières ou de balance des paiements.

Le SEBC coopère également de façon étroite avec le SSE pour la définition de nouvelles exigences statistiques ou l'amélioration des statistiques existantes.

En effet, dans le cadre des analyses coût-bénéfice ¹⁷ menées par le SEBC pour le développement de nouvelles statistiques, la BCE consulte la Commission européenne au sujet des priorités de ses utilisateurs. En outre, la BCE consulte la Commission sur ses projets de règlement afin d'éviter des demandes de données en contradiction avec celles de la Commission ¹⁸. De la même manière, la BCE doit être consultée au sujet de tout projet d'acte de l'Union, y compris les actes délégués et les actes d'exécution, dans les domaines relevant de sa compétence ¹⁹.

Les deux systèmes statistiques coopèrent aussi de façon étroite par le biais du Comité des statistiques monétaires, financières et de balance des paiements

¹⁴ Cf. le considérant 9 du règlement (CE) n° 223/2009.

¹⁵ Cf. l'article 1, paragraphes 1 et 3 du règlement (UE) n° 2015/759.

¹⁶ Article 9 du règlement (CE) n° 223/2009 et article 2, paragraphe a du règlement (CE) n° 2533/98.

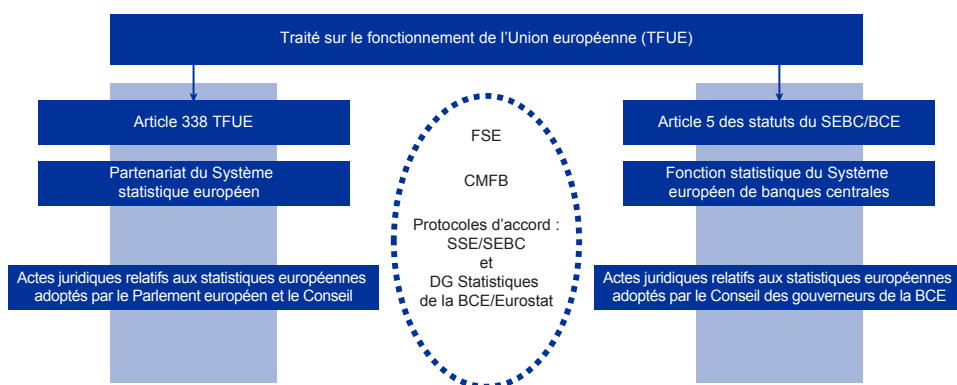
¹⁷ Cf. le paragraphe 2.3 *The merits and costs procedure, Quality assurance procedures within the ECB statistical function*, BCE, avril 2008, disponible à l'adresse suivante <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstatisticsqualityassuranceprocedure200804en.pdf?d80c2b00b4b02f1672f239eb4a783af1>

¹⁸ Article 5, paragraphe 2 du règlement (CE) n° 2533/98.

¹⁹ Article 127, paragraphe 4 et article 282, paragraphe 5 du TFUE.

Graphique

Les deux piliers des statistiques économiques et financières européennes



(CMFB)²⁰ et également du Forum statistique européen (cf. graphique).

Le CMFB, qui se compose de hauts représentants des BCN, des INS, de la BCE et de la Commission européenne (Eurostat), a été mis en place par le Conseil de l'Union européenne en 1991 et constitue une plate-forme contribuant à la coopération opérationnelle entre les deux piliers statistiques, en particulier dans les domaines statistiques dans lesquels ils partagent des responsabilités, tels que la production des statistiques de comptes nationaux et de balance des paiements.

Le CMFB formule des avis auprès de la Commission européenne (Eurostat) et de la BCE sur des questions statistiques relevant de sa compétence²¹. Ces avis du CMFB contribuent à garantir la crédibilité, la cohérence et la comparabilité d'un État membre à l'autre des statistiques produites par le SEBC et par le SSE. Cela s'applique tout particulièrement aux avis qui recouvrent différentes statistiques européennes produites par le SEBC et par le SSE. Par exemple, la classification statistique des unités dans les comptes financiers produits par le SEBC et dans les comptes non financiers produits par le SSE doit être identique afin de faciliter leur intégration, tous les trimestres, dans un ensemble complet de comptes sectoriels. Ces comptes sectoriels servent de base pour la production de communiqués de presse coordonnés entre la BCE et Eurostat, ce qui constitue un exemple unique de coopération étroite entre la fonction statistique des banques centrales et les offices statistiques que l'on rencontre rarement dans d'autres parties du monde.

De plus, le CMFB formule également des avis auprès de la Commission européenne (Eurostat) dans le cadre de la procédure concernant les déficits excessifs et ce, pour des cas complexes ou présentant un intérêt général

²⁰ Le CMFB a été mis en place par décision du Conseil en 1991. La décision initiale du Conseil 91/115/CEE a été remplacée le 13 novembre 2006 par la décision du Conseil 2006/856/CE (JO L 332, 30.11.2006).

²¹ Le CMFB exerce son rôle consultatif auprès de la Commission européenne (Eurostat) et de la BCE conformément à l'article 4 de la décision du Conseil 2006/856/CE. « Le comité peut émettre, de sa propre initiative, des avis sur toute question relative aux statistiques présentant un intérêt commun pour la Commission et les autorités statistiques nationales, d'une part, et la Banque centrale européenne (BCE) et les banques centrales nationales, d'autre part. Dans l'accomplissement de ses tâches, le comité communique son avis à toutes les parties intéressées. »

de l'avis de la Commission ou de l'État membre concerné ²². Dans ces cas, la Commission européenne (Eurostat) ne prend une décision qu'après consultation du CMFB, et publie sa décision, accompagnée de l'avis du CMFB.

Afin d'améliorer la coopération entre les deux piliers au niveau stratégique, le Forum statistique européen (FSE) a été mis en place en 2013 avec la signature d'un protocole d'accord entre le SSE et le SEBC ²³. Le FSE conseille les deux piliers sur le contenu et la cohérence des programmes de travail statistiques, formule des propositions pour améliorer la coordination des programmes et identifie les défis que les statistiques européennes devront relever dans le futur ainsi que les domaines dans lesquels la coopération entre le SSE et le SEBC doit être prioritaire. Pour définir les modalités de cette coopération étroite entre les deux piliers statistiques européens, Eurostat et la Direction générale Statistiques de la BCE ont signé un protocole d'accord en 2003 ²⁴ faisant suite à un protocole d'accord antérieur entre l'Institut monétaire européen et Eurostat. L'objectif était d'éviter les doubles emplois dans les travaux statistiques, d'empêcher des demandes de données contradictoires de la part de la BCE et de la Commission européenne (Eurostat), et de promouvoir l'élaboration de statistiques de haute qualité et cohérentes à l'intention des autorités publiques et du grand public.

Cette coopération étroite est également fondamentale pour maintenir les statistiques européennes à la pointe des évolutions statistiques dans le monde.

Le SEBC et le SSE ont joué un rôle influent dans l'actualisation des principales normes statistiques internationales ²⁵, et ont également veillé à ce qu'elles soient mises en œuvre dans l'ensemble des statistiques européennes. Cela s'est traduit, l'année dernière, par un développement significatif du contenu et du degré de détail des statistiques économiques et financières européennes, et contribuera à l'amélioration progressive de leur qualité au cours des prochaines années. De même, la BCE et la Commission européenne (Eurostat) ont activement contribué aux travaux de l'*Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics*, qui a pris la tête de la réponse de la communauté statistique à la demande des ministres des Finances et des gouverneurs de banque centrale du G20 de combler les lacunes en matière d'informations constatées durant la crise (initiative dite *Data Gaps*) ²⁶. Parallèlement, le FMI a élaboré la norme NSDD Plus, une nouvelle initiative qui complète la norme existante par des exigences plus strictes ²⁷.

²² Le CMFB exerce son rôle consultatif auprès de la Commission européenne (Eurostat) sur les questions concernant la procédure de déficit excessif conformément à l'article 10, paragraphe 2 du règlement 479/2009 du Conseil de l'Union européenne.

²³ Cf. le protocole d'accord du 24 avril 2013 sur la coopération entre les membres du Système statistique européen et les membres du Système européen de banques centrales.

²⁴ Cf. http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_mou_with_eurostat1.pdf

²⁵ Par exemple, le *Système de comptabilité nationale 2008* adopté par la Commission de statistique des Nations unies et le *Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure (MBP6)* du Fonds monétaire international.

²⁶ La deuxième phase de l'initiative *Data Gaps* du G20, décrite dans le sixième rapport d'étape sur la mise en œuvre de cette initiative (*Sixth Progress Report on the Implementation of the G20 Data Gaps Initiative*), préparée par les services du FMI et le secrétariat du FSB, avec la contribution de l'*Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics* (IAG), a été adoptée par les ministres des Finances et les gouverneurs de banque centrale du G20, les 4 et 5 septembre 2015, Cf. le communiqué <https://g20.org/wp-content/uploads/2015/09/September-FMBCBG-Communique.pdf>

²⁷ La NSDD a été mise en place par le FMI afin de guider les membres qui ont, ou cherchent à avoir accès aux marchés internationaux de capitaux pour la fourniture de données économiques et financières au grand public.

La gouvernance forte conférée par le TFUE au SEBC en tant que système lui a permis d'apporter d'importantes contributions aux statistiques européennes.

Ses principales caractéristiques sont : (a) une indépendance totale dans la production de statistiques européennes, (b) la capacité à légiférer dans le cadre déterminé par le Conseil de l'Union européenne, et (c) le rôle central du Conseil des gouverneurs de la BCE dans les décisions concernant le programme statistique du SEBC.

Le SSE est un partenariat issu du droit dérivé. Les statistiques produites par le SSE sont établies à partir d'actes juridiques statistiques adoptés par le Parlement européen et le Conseil de l'Union européenne. Le renforcement du rôle d'Eurostat et des INS dans la coordination des activités statistiques d'autres autorités nationales, à l'exception des BCN, contribuera à une plus grande fiabilité des statistiques européennes produites par le SSE. Tout en produisant et publiant leurs propres statistiques, et en mettant en œuvre des procédures de garantie de qualité à cet égard, le SEBC et le SSE coopèrent étroitement par le biais du CMFB et du FSE afin d'empêcher les demandes de données contradictoires, de minimiser la charge déclarative et de veiller à la cohérence entre les différents domaines statistiques.

Cette coopération étroite entre le SEBC et le SSE est au cœur du rôle primordial que jouent les statistiques européennes dans les initiatives statistiques internationales, telles que l'initiative *Data Gaps* du G20 et l'initiative NSDD Plus du FMI, et garantit la comparabilité entre les principaux indicateurs économiques et financiers pour l'Union européenne et ceux des autres grandes économies.

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

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

1) Données trimestrielles cvs; données annuelles brutes.

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

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

	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs)									Importations de marchandises ¹⁾		
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat ²⁾					
	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	3,5	3,5
2014 T4	53,3	55,6	56,3	50,9	51,4	51,5	52,4	53,6	50,4	1,5	1,8	1,4
2015 T1	53,9	56,9	57,3	50,4	51,5	53,3	52,8	54,3	50,3	-2,6	1,7	-5,0
T2	53,4	55,9	57,2	51,3	51,1	53,9	50,9	54,2	49,3	-0,5	-1,3	0,0
T3	53,1	55,4	55,1	51,9	49,0	53,9	50,3	54,0	48,6	.	.	.
2015 Avril	54,1	57,0	58,4	50,7	51,3	53,9	51,0	55,1	49,1	-1,8	0,9	-3,3
Mai	53,4	56,0	55,8	51,6	51,2	53,6	51,2	54,0	48,7	-1,7	-0,3	-2,6
Juin	52,7	54,6	57,4	51,5	50,6	54,2	50,5	53,4	50,0	-0,5	-1,3	0,0
Juillet	53,4	55,7	56,7	51,5	50,2	53,9	50,9	54,2	49,1	0,0	-1,5	0,9
Août	53,5	55,7	55,2	52,9	48,8	54,3	50,0	54,6	48,8	.	.	.
Septembre	52,4	55,0	53,3	51,2	48,0	53,6	50,0	53,2	48,0	.	.	.

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 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
Septembre	-0,14	-0,11	-0,04	0,04	0,15	0,33	0,08

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 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
Septembre	-0,36	-0,27	-0,24	0,04	0,70	0,97	1,73	1,24	-0,22	-0,17	0,73	1,76

Source : BCE.

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

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

2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs											
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	239,7	2 411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1 379,4	9 102,6
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4
2015 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
Septembre	330,9	3 165,5	649,6	250,9	566,4	267,2	178,5	469,7	339,5	250,8	362,6	817,4	1 944,4	17 944,2

Source : BCE.

2 Évolutions financières

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

		Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement					Indicateur composite du coût d'emprunt
		À vue	Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux		TAEG ³⁾		Par période de fixation initiale du taux				TAEG ³⁾	
				≤ 2 ans	> 2 ans			Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an			> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans			
															1		
2014	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	0,15	0,74	0,67	1,14	6,83	17,08	5,10	6,20	6,50	2,61	2,05	2,25	2,21	2,36	2,56	2,22
	Août ^(p)	0,14	0,67	0,67	1,00	6,83	17,03	5,29	6,30	6,62	2,60	2,11	2,28	2,30	2,35	2,60	2,26

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAEG).

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

		Dépôts			Crédits renou- 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	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	2,34	2,78	2,50	1,72	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	1,66	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	1,51	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	1,61	2,11	2,02	2,36
	Avril	0,19	0,30	0,89	3,34	3,46	3,58	2,95	2,18	2,64	2,26	1,61	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	1,59	1,91	2,04	2,26
	Juillet	0,17	0,32	0,86	3,19	3,27	3,60	2,87	2,07	2,36	2,20	1,50	1,73	2,04	2,19
	Août ^(p)	0,17	0,24	0,92	3,16	3,24	3,57	2,91	2,07	2,32	2,22	1,39	1,53	2,03	2,16

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	1 311	545	119	—	59	538	50	410	219	33	—	39	93	25
2015 Mars	1 415	604	132	—	71	543	66	373	162	45	—	35	89	42
Avril	1 408	600	132	—	80	533	62	350	158	38	—	38	82	35
Mai	1 393	591	132	—	80	532	59	326	140	36	—	36	80	33
Juin	1 325	560	118	—	75	517	56	298	126	30	—	34	77	32
Juillet	1 328	560	113	—	81	520	54	340	145	34	—	39	91	31
Août	1 329	558	117	—	79	515	59	296	139	27	—	22	79	29
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	15 134	4 048	3 164	—	993	6 286	643	221	66	43	—	16	85	10
2015 Mars	15 366	4 026	3 263	—	1 033	6 399	644	282	81	62	—	17	112	10
Avril	15 292	4 000	3 229	—	1 033	6 389	641	225	70	38	—	21	87	10
Mai	15 372	3 982	3 252	—	1 036	6 462	640	189	50	44	—	6	85	4
Juin	15 357	3 938	3 268	—	1 031	6 485	634	207	69	33	—	13	87	5
Juillet	15 319	3 917	3 289	—	1 040	6 437	636	224	79	42	—	10	83	10
Août	15 265	3 895	3 249	—	1 040	6 444	637	113	42	20	—	4	44	4

Source : BCE.

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

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

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

		Titres de créance						Actions cotées				
		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières	
				Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale					Autres administrations publiques
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours												
2012		16 631,5	5 395,8	3 312,1	.	917,0	6 316,2	690,4	4 600,5	404,7	617,9	3 577,9
2013		16 355,9	4 881,7	3 208,7	.	987,9	6 597,8	679,8	5 649,1	569,1	751,0	4 329,0
2014		16 444,6	4 593,2	3 282,6	.	1 052,0	6 823,7	693,0	5 961,7	591,1	790,2	4 580,4
2015	Mars	16 781,2	4 630,4	3 394,9	.	1 104,2	6 941,6	710,1	7 067,5	688,8	935,6	5 443,1
	Avril	16 700,0	4 600,2	3 361,2	.	1 113,0	6 921,8	703,6	6 971,2	683,9	909,2	5 378,1
	Mai	16 765,5	4 572,2	3 383,9	.	1 115,7	6 994,0	699,7	6 994,1	675,5	902,4	5 416,3
	Juin	16 682,2	4 498,3	3 386,1	.	1 105,9	7 001,4	690,5	6 813,1	664,3	880,5	5 268,3
	Juillet	16 646,6	4 476,6	3 401,9	.	1 121,2	6 956,9	690,0	7 113,7	695,0	914,7	5 504,0
	Août	16 594,0	4 452,7	3 366,7	.	1 118,7	6 959,8	696,1	6 575,9	630,6	849,8	5 095,5
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		-0,6	-7,7	0,3	.	4,9	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2015	Mars	-0,1	-7,0	2,6	.	5,3	2,6	1,8	1,5	6,8	1,4	0,8
	Avril	-0,2	-6,7	2,3	.	6,7	2,1	1,9	1,5	6,8	1,1	0,8
	Mai	-0,7	-7,1	0,7	.	5,8	2,1	1,4	1,3	5,8	1,2	0,7
	Juin	-1,0	-7,6	1,3	.	4,6	1,6	-0,8	1,0	4,1	0,6	0,7
	Juillet	-1,2	-7,4	0,5	.	4,4	1,5	-0,6	1,0	3,3	0,3	0,9
	Août	-0,9	-7,2	0,5	.	4,5	1,8	-0,2	1,0	3,3	0,5	0,8

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	88,2	100,3	95,8	107,0	92,5
2013	101,2	98,2	96,7	91,4	102,9	98,9	111,9	95,6
2014	101,8	97,9	96,7	91,6	103,3	100,4	114,7	96,1
2014 T4	99,0	94,9	94,3	89,2	100,5	97,7	112,3	93,5
2015 T1	93,0	89,2	89,4	84,0	94,0	92,2	106,4	88,3
T2	91,2	87,5	88,2	82,4	92,1	90,1	104,4	86,3
T3	92,7	88,7	89,8	.	.	.	107,6	88,6
2015 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	88,2	—	—	—	105,1	86,7
Août	93,0	89,0	90,2	—	—	—	108,1	89,0
Septembre	93,8	89,6	91,2	—	—	—	109,6	90,2
variation en pourcentage par rapport au mois précédent								
2015 Septembre	0,8	0,7	1,0	—	—	—	1,5	1,3
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente								
2015 Septembre	-6,1	-6,5	-4,1	—	—	—	-2,3	-4,0

Source : BCE.

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

2) Les séries déflatées des CUMIM sont disponibles uniquement pour le groupe TCE-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 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
T3	7,008	7,578	27,075	7,462	312,095	135,863	4,188	0,717	4,4290	9,429	1,072	1,112
2015 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
Septembre	7,146	7,589	27,089	7,461	313,145	134,851	4,218	0,731	4,4236	9,392	1,091	1,122
variation en pourcentage par rapport au mois précédent												
2015 Septembre	1,2	0,4	0,2	0,0	0,5	-1,7	0,5	2,4	0,0	-1,3	1,3	0,7
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente												
2015 Septembre	-9,8	-0,5	-1,8	0,2	0,0	-2,6	0,7	-7,6	0,3	2,2	-9,6	-13,0

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

		Total ¹⁾			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute
		Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)													
2014	T3	19 133,3	20 292,0	-1 158,8	7 740,1	5 925,7	6 234,5	9 565,8	-54,8	4 616,4	4 800,5	597,0	11 849,1
	T4	19 871,7	20 989,4	-1 117,7	8 249,4	6 410,5	6 467,3	9 823,6	-43,1	4 585,7	4 755,3	612,3	12 038,7
2015	T1	21 840,3	22 833,9	-993,6	8 952,8	6 623,5	7 225,1	11 054,9	-69,3	5 041,3	5 155,5	690,4	12 995,0
	T2	21 378,9	22 271,8	-892,9	8 804,9	6 673,7	7 102,3	10 627,9	-22,3	4 835,5	4 970,2	658,5	12 649,4
encours en pourcentage du PIB													
2015	T2	208,4	217,1	-8,7	85,8	65,1	69,2	103,6	-0,2	47,1	48,5	6,4	123,3
Flux													
2014	T3	210,9	103,1	107,8	75,4	66,3	98,0	-16,4	17,8	21,1	53,2	-1,4	-
	T4	82,0	22,0	60,0	67,8	78,7	103,5	12,3	10,0	-102,1	-69,0	2,9	-
2015	T1	548,9	511,4	37,6	195,7	88,2	137,1	250,7	22,6	187,8	172,5	5,7	-
	T2	33,0	8,7	24,3	84,5	125,0	122,9	-3,3	3,8	-175,7	-112,9	-2,5	-
2015	Mars	143,8	34,6	109,3	111,3	19,9	50,1	69,4	8,4	-26,2	-54,7	0,3	-
	Avril	101,3	157,1	-55,8	17,2	32,1	26,2	1,9	5,1	56,7	123,2	-3,9	-
	Mai	1,6	-19,1	20,7	39,5	45,3	64,4	19,2	2,9	-103,4	-83,6	-1,8	-
	Juin	-69,9	-129,2	59,4	27,9	47,7	32,3	-24,4	-4,3	-129,0	-152,5	3,2	-
	Juillet	58,1	12,3	45,8	23,0	-7,2	-3,2	-66,1	10,5	34,8	85,6	-7,0	-
	Août	-6,1	-10,1	3,9	-0,3	-3,2	9,2	-20,6	-7,2	-9,2	13,7	1,4	-
flux cumulés sur 12 mois													
2015	Août	789,2	535,8	253,5	399,8	301,5	427,8	145,1	53,2	-90,1	89,2	-1,5	-
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2015	Août	7,7	5,2	2,5	3,9	2,9	4,2	1,4	0,5	-0,9	0,9	0,0	-

Source: BCE.

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

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	PIB											
	Total	Demande intérieure							Solde extérieur			
		Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks	Total	Expor- tations	Impor- tations	
					Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellec- tuelle					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2012	9 849,1	9 581,8	5 540,2	2 066,8	1 984,8	1 033,5	585,0	361,5	-10,0	267,4	4 294,4	4 027,0
2013	9 952,8	9 610,6	5 566,2	2 096,3	1 943,1	1 004,1	571,6	362,3	5,0	342,2	4 369,8	4 027,7
2014	10 126,9	9 738,9	5 643,0	2 130,5	1 976,6	1 007,1	592,5	371,7	-11,1	388,0	4 511,3	4 123,3
2014 T3	2 537,6	2 439,2	1 413,8	534,9	496,0	251,7	149,3	93,7	-5,5	98,4	1 139,0	1 040,6
T4	2 552,8	2 446,4	1 422,6	534,9	500,7	253,4	151,9	94,1	-11,8	106,4	1 149,3	1 042,9
2015 T1	2 575,9	2 462,4	1 424,8	539,5	507,7	256,2	154,9	95,3	-9,7	113,5	1 159,6	1 046,0
T2	2 593,9	2 473,0	1 437,4	541,4	506,4	253,7	156,0	95,3	-12,1	120,9	1 188,1	1 067,2
en pourcentage du PIB												
2014	100,0	96,2	55,7	21,0	19,6	10,0	5,9	3,7	-0,2	3,8	—	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2014 T3	0,3	0,3	0,5	0,2	0,3	-0,1	1,0	0,6	—	—	1,5	1,7
T4	0,4	0,4	0,6	0,2	0,6	0,6	0,8	0,2	—	—	0,9	0,9
2015 T1	0,5	0,7	0,5	0,6	1,4	1,0	2,3	0,8	—	—	1,0	1,5
T2	0,4	0,0	0,4	0,3	-0,5	-1,1	0,4	-0,2	—	—	1,6	1,0
variations annuelles en pourcentage												
2012	-0,8	-2,3	-1,2	-0,1	-3,6	-4,4	-4,7	1,9	—	—	2,7	-0,8
2013	-0,3	-0,7	-0,6	0,2	-2,6	-3,6	-1,9	-0,8	—	—	2,1	1,3
2014	0,9	0,9	0,9	0,8	1,2	-0,4	3,9	2,0	—	—	3,9	4,2
2014 T3	0,8	0,5	1,0	0,8	0,7	-1,8	3,9	2,5	—	—	4,3	4,0
T4	0,9	1,0	1,4	1,0	0,8	-0,4	2,0	2,3	—	—	4,3	4,8
2015 T1	1,2	1,4	1,7	1,2	1,8	0,0	4,9	2,1	—	—	4,8	5,5
T2	1,5	1,4	1,9	1,3	1,9	0,5	4,4	1,5	—	—	5,2	5,2
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2014 T3	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	—	—
T4	0,4	0,4	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	—	—
2015 T1	0,5	0,7	0,3	0,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	—	—
T2	0,4	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,3	—	—
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2012	-0,8	-2,3	-0,7	0,0	-0,7	-1,9	-1,2	0,3	-0,9	1,5	—	—
2013	-0,3	-0,6	-0,4	0,0	-0,5	-1,5	-0,4	-0,1	0,2	0,4	—	—
2014	0,9	0,8	0,5	0,2	0,2	-0,2	0,9	0,3	-0,1	0,0	—	—
2014 T3	0,8	0,5	0,5	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,1	-0,3	0,2	—	—
T4	0,9	1,0	0,8	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	-0,2	-0,1	—	—
2015 T1	1,2	1,4	1,0	0,2	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,2	-0,1	—	—
T2	1,5	1,3	1,1	0,3	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,3	0,2	—	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2012	8 854,7	148,7	1 733,6	466,7	1 674,8	410,7	441,3	1 016,3	929,8	1 719,3	313,4	994,4
2013	8 945,3	152,9	1 737,8	457,3	1 690,3	414,0	443,2	1 035,0	945,1	1 751,1	318,7	1 007,5
2014	9 090,7	146,6	1 761,7	458,2	1 716,5	418,3	455,0	1 055,9	968,1	1 785,4	324,9	1 036,2
2014 T3	2 278,0	36,3	442,4	114,0	430,1	104,6	114,0	264,5	242,9	447,8	81,5	259,6
T4	2 290,6	35,3	444,5	114,9	434,5	105,4	113,7	266,1	245,1	449,2	81,9	262,2
2015 T1	2 316,4	35,9	450,6	116,4	439,7	106,1	115,7	267,4	248,1	453,9	82,5	259,5
T2	2 328,2	36,3	453,9	115,8	443,1	106,7	115,5	269,2	250,4	454,3	82,9	265,6
en pourcentage de la valeur ajoutée												
2014	100,0	1,6	19,4	5,0	18,9	4,6	5,0	11,6	10,6	19,6	3,6	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2014 T3	0,3	1,2	0,2	-0,6	0,5	0,8	0,2	0,3	0,6	0,1	0,5	0,0
T4	0,3	-2,0	0,1	0,5	0,6	0,5	0,2	0,3	0,5	0,2	0,2	1,2
2015 T1	0,6	1,2	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,2	1,0	0,1	0,2	-0,1
T2	0,3	0,0	0,4	-0,5	0,4	0,5	0,3	0,3	0,5	0,3	0,0	0,9
variations annuelles en pourcentage												
2012	-0,6	-4,2	-0,9	-6,1	-0,2	2,5	-0,3	0,0	-0,6	0,1	-0,7	-2,6
2013	-0,2	3,5	-0,4	-3,2	-1,0	1,4	-1,2	1,2	0,1	0,3	-0,1	-1,2
2014	0,9	3,4	0,5	-0,9	1,3	2,0	-0,4	1,3	1,5	0,6	0,6	0,8
2014 T3	0,8	4,5	0,6	-2,0	1,1	2,2	-0,5	1,3	1,4	0,5	0,5	0,5
T4	0,8	0,0	0,2	-1,4	1,4	2,0	0,2	1,2	2,0	0,5	0,7	1,9
2015 T1	1,2	0,4	0,9	-0,8	1,8	2,7	0,6	1,2	2,4	0,6	0,7	2,0
T2	1,5	0,4	1,4	0,1	2,3	2,5	1,3	1,1	2,6	0,7	0,9	2,0
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2014 T3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	—
T4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	—
2015 T1	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	—
T2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	—
contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2012	-0,6	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	—
2013	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	—
2014	0,9	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	—
2014 T3	0,8	0,1	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,1	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	1,2	0,0	0,2	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	—
T2	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	0,3	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 indé- pendants	Agricul- ture, sylvicul- ture et pêche	Industrie manu- factu- rière, énergie et services publics	Cons- truction	Commerce, transport, hébergement et restaura- tion	Information et commu- nication	Activités finan- cières et d'assu- rance	Activités immobi- lières	Activités spéciali- sées de ser- vices aux entre- prises et de soutien	Adminis- tration publique, 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	12,9	24,0	7,1
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,2	6,0	24,8	2,7	2,7	1,0	13,0	24,0	7,1
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2012	-0,4	-0,5	-0,1	-1,2	-0,7	-4,5	-0,6	1,2	-0,4	0,3	0,8	0,0	0,4
2013	-0,7	-0,6	-0,7	-1,3	-1,4	-4,4	-0,6	0,2	-1,1	-1,0	0,3	0,0	0,4
2014	0,6	0,8	-0,4	0,8	0,0	-1,7	0,8	0,9	-1,1	0,7	2,0	0,7	0,9
2014 T3	0,8	1,0	-0,6	0,3	0,2	-1,2	1,1	1,2	-0,9	0,7	2,2	0,8	0,9
T4	0,8	1,1	-0,5	0,5	0,4	-1,5	0,9	0,7	-1,0	1,2	2,5	0,6	2,0
2015 T1	0,8	1,0	-0,2	-0,2	0,3	0,1	1,2	0,4	-0,7	1,4	2,6	0,5	0,6
T2	0,9	1,0	0,2	0,3	0,3	1,0	0,8	0,7	0,0	2,1	2,4	0,5	1,1
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	12,5	21,6	6,3
2013	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	6,8	25,8	2,8	2,8	1,0	12,6	21,7	6,4
2014	100,0	80,2	19,8	4,4	15,6	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	12,7	21,8	6,3
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2012	-1,8	-1,8	-1,6	-2,2	-2,3	-7,1	-2,1	0,6	-1,1	-0,8	-0,4	-0,6	-0,6
2013	-1,3	-1,3	-1,3	-1,6	-1,6	-5,6	-1,2	-0,3	-1,5	-1,9	-0,4	-0,5	-0,7
2014	0,6	0,9	-0,5	0,4	0,4	-1,6	0,7	1,0	-1,4	0,1	1,9	0,9	0,3
2014 T3	0,5	1,0	-1,1	0,0	0,3	-1,8	0,8	1,1	-1,2	-0,3	2,0	0,6	0,2
T4	1,0	1,3	-0,1	1,4	1,0	-1,0	0,9	1,3	-1,4	1,0	2,7	0,8	1,5
2015 T1	0,7	0,9	-0,2	1,0	0,5	-0,1	0,7	0,6	-1,0	1,9	2,2	0,3	0,8
T2	1,0	1,1	0,3	1,1	0,7	1,5	0,5	1,3	-0,1	2,7	2,7	0,5	1,0
Heures travaillées par personne employée													
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2012	-1,3	-1,3	-1,4	-1,0	-1,6	-2,7	-1,5	-0,6	-0,7	-1,1	-1,2	-0,5	-1,0
2013	-0,6	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	-1,3	-0,6	-0,5	-0,5	-0,9	-0,7	-0,5	-1,1
2014	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,4	0,2	-0,1	0,1	-0,3	-0,6	-0,1	0,2	-0,5
2014 T3	-0,2	0,0	-0,5	-0,4	0,1	-0,6	-0,2	0,0	-0,3	-1,0	-0,1	-0,1	-0,7
T4	0,1	0,2	0,5	0,9	0,6	0,5	-0,1	0,6	-0,5	-0,2	0,2	0,2	-0,6
2015 T1	-0,1	-0,1	0,0	1,3	0,2	-0,2	-0,4	0,3	-0,3	0,4	-0,4	-0,2	0,2
T2	0,1	0,2	0,1	0,8	0,5	0,6	-0,3	0,5	-0,1	0,6	0,3	0,0	-0,1

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
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
						Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% du total en 2013			100,0		81,3			18,7		53,6		46,4		
2012	159,111	4,0	18,188	11,4	5,2	14,632	10,1	3,556	23,6	9,758	11,3	8,430	11,5	1,6
2013	159,334	4,6	19,231	12,0	5,9	15,638	10,8	3,593	24,3	10,307	11,9	8,924	12,1	1,5
2014	160,308	4,6	18,625	11,6	6,1	15,213	10,4	3,412	23,7	9,919	11,5	8,706	11,8	1,7
2014 T3	160,455	4,4	18,541	11,6	5,9	15,144	10,4	3,397	23,6	9,816	11,3	8,725	11,8	1,6
T4	160,956	4,6	18,403	11,5	6,1	15,082	10,3	3,321	23,2	9,755	11,3	8,648	11,7	1,8
2015 T1	160,089	4,7	17,990	11,2	5,9	14,750	10,1	3,240	22,7	9,570	11,1	8,419	11,4	1,7
T2	160,446	4,6	17,789	11,1	5,7	14,592	10,0	3,198	22,5	9,454	10,9	8,335	11,2	1,7
2015 Mars	—	—	17,922	11,2	—	14,689	10,0	3,233	22,7	9,535	11,0	8,387	11,3	—
Avril	—	—	17,804	11,1	—	14,585	10,0	3,220	22,5	9,452	10,9	8,352	11,3	—
Mai	—	—	17,766	11,1	—	14,583	10,0	3,183	22,5	9,470	11,0	8,296	11,2	—
Juin	—	—	17,797	11,1	—	14,607	10,0	3,190	22,6	9,440	10,9	8,357	11,3	—
Juillet	—	—	17,604	11,0	—	14,488	9,9	3,116	22,2	9,337	10,8	8,267	11,2	—
Août	—	—	17,602	11,0	—	14,471	9,9	3,131	22,3	9,306	10,8	8,296	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 particulieres
	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	0,7	1,7	1,1	1,7	2,6	-5,5	1,7	3,3	1,3	0,3	2,3	0,3	3,7
2014 T4	0,3	0,9	-0,4	0,8	2,6	-3,2	-0,8	2,9	1,9	0,7	2,8	1,4	1,6
2015 T1	1,6	1,2	-0,1	1,1	2,3	4,6	-1,5	1,1	2,1	1,0	3,1	2,2	9,0
T2	1,3	1,7	0,9	2,8	0,9	-1,1	-0,6	4,9	2,3	1,3	3,2	2,6	6,9
T3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	9,4
2015 Avril	0,8	0,9	-0,1	2,2	-0,1	0,7	-1,1	2,9	2,4	1,4	3,2	2,8	6,4
Mai	1,6	2,3	2,0	4,0	0,4	-3,6	0,3	4,3	2,5	1,8	3,3	2,2	6,8
Juin	1,5	1,8	0,6	2,2	2,4	-0,3	-1,1	7,5	1,9	0,6	3,1	2,7	7,5
Juillet	1,7	1,5	0,0	1,7	2,8	3,9	-0,3	3,7	3,0	2,1	3,5	3,1	9,9
Août	0,9	1,2	-0,6	2,8	1,1	-1,6	-6,0	.	2,3	2,5	2,0	3,6	8,3
Septembre	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	9,8
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)													
2015 Avril	0,0	0,3	0,0	0,5	-0,4	-1,3	-0,4	2,0	0,4	1,0	0,1	0,7	0,8
Mai	-0,2	0,1	0,2	1,1	-0,4	-2,6	0,2	-0,1	0,2	0,3	0,3	-0,5	-1,5
Juin	-0,3	-0,8	-0,4	-1,5	-0,5	2,9	-1,1	2,5	0,0	-0,5	0,2	0,5	1,6
Juillet	0,8	0,8	-0,4	1,6	1,2	2,1	0,4	-0,9	0,6	0,4	0,5	0,3	2,1
Août	-0,5	-0,3	0,2	-1,0	-0,2	-3,0	-0,2	.	0,0	0,8	-0,3	1,8	-0,8
Septembre	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,8

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

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)								Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier		Indicateur de confiance des consommateurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du commerce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière	Production dans le secteur manufacturier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production
		Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,2	-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 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
T3	104,6	-2,9	.	-7,1	-23,3	2,9	10,5	.	52,3	53,6	54,0	53,9
2015 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	104,1	-3,7	—	-6,9	-22,7	3,5	10,1	—	52,3	53,9	54,4	54,3
Septembre	105,6	-2,2	—	-7,1	-23,3	4,1	12,4	—	52,0	53,4	53,7	53,6

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	12,5	97,4	-1,8	1,7	-5,1	0,6	-2,3	30,6	1,1	134,4	1,6	-6,7	1,2
2012	12,8	96,0	-0,4	1,5	-4,1	0,4	-2,2	32,1	3,1	132,5	2,5	-1,0	1,3
2013	12,7	95,1	0,7	1,7	1,0	2,3	0,7	32,6	4,0	134,0	1,8	3,5	0,9
2014 T3	12,8	95,0	1,3	1,7	-0,9	2,7	0,4	32,1	3,4	132,7	2,1	3,0	1,0
T4	12,7	95,1	0,9	1,7	1,0	2,3	0,7	32,6	4,0	134,3	1,8	2,1	0,9
2015 T1	12,7	94,7	1,9	1,9	-0,3	3,8	1,3	32,7	4,2	136,2	2,6	2,1	1,5
T2	12,7	.	2,0	1,7	-0,2	.	.	33,3	4,9	136,2	3,2	6,0	1,6

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital ¹⁾		
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires			
		Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	T3	854,3	788,0	66,3	494,2	432,4	177,1	158,2	159,0	142,4	24,0	55,0	6,7	3,0
	T4	864,3	794,4	69,8	508,6	434,1	179,2	164,5	152,2	136,7	24,2	59,1	12,7	6,0
2015	T1	875,6	794,4	81,1	512,0	436,0	184,2	169,0	153,8	130,0	25,6	59,4	8,7	7,5
	T2	891,1	812,1	79,0	525,0	442,6	186,8	171,0	152,7	138,2	26,7	60,3	9,6	37,2
2015	Mars	297,1	272,8	24,3	172,4	151,2	62,1	57,9	54,1	44,0	8,6	19,8	3,6	2,4
	Avril	298,2	271,1	27,2	174,9	147,7	61,7	57,0	53,1	46,0	8,4	20,3	2,8	1,2
	Mai	297,6	272,6	24,9	174,7	148,1	63,0	56,9	50,4	46,4	9,4	21,2	3,6	1,5
	Juin	295,3	268,4	26,9	175,3	146,8	62,0	57,1	49,1	45,8	8,9	18,7	3,3	34,4
	Juillet	295,6	270,0	25,6	174,3	146,0	61,9	58,1	51,0	46,5	8,3	19,4	3,2	1,6
	Août	285,9	268,1	17,7	164,3	143,1	62,3	58,0	50,0	46,3	9,2	20,7	3,2	1,1
	flux cumulés sur 12 mois													
2015	Août	3 503,4	3 200,7	302,7	2 055,0	1 746,8	733,1	673,5	613,0	543,6	102,2	236,9	39,3	54,4
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB														
2015	Août	34,1	31,2	3,0	20,0	17,0	7,1	6,6	6,0	5,3	1,0	2,3	0,4	0,5

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 : Produits manufacturés	Pétrole	
		1	2	3	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	7	8	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	12	13
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2014	T3	3,0	0,6	486,6	236,1	97,3	139,6	398,1	440,6	270,2	62,2	101,7	288,3	73,8
	T4	4,6	0,2	498,8	237,5	102,8	145,2	409,7	436,4	260,5	63,7	103,2	293,9	66,1
2015	T1	5,1	1,8	504,0	240,7	104,2	148,6	420,3	445,1	259,0	70,2	109,1	314,0	58,1
	T2	8,0	3,8	517,3	243,3	105,5	154,2	430,6	453,0	265,0	69,4	111,1	315,7	56,9
2015	Mars	11,1	9,5	171,6	81,7	34,9	51,3	143,3	154,2	89,9	24,4	37,7	108,9	20,1
	Avril	8,8	4,9	173,5	81,8	35,6	51,4	144,1	151,8	89,1	23,8	36,5	105,5	19,2
	Mai	2,7	0,0	170,7	80,7	34,5	51,0	141,3	149,7	86,8	22,6	36,9	103,3	18,8
	Juin	12,5	6,6	173,1	80,8	35,5	51,9	145,2	151,4	89,0	23,0	37,7	106,9	18,9
	Juillet	6,6	0,6	171,7	79,3	35,0	52,5	142,9	149,3	85,7	23,0	37,5	105,4	17,9
	Août	5,5	3,0	169,5	.	.	.	139,8	149,7	.	.	.	103,8	.
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2014	T3	1,1	2,5	114,6	112,7	114,8	116,4	114,7	101,9	101,4	101,7	103,7	105,1	89,4
	T4	3,1	2,1	117,4	113,7	119,9	121,1	117,0	102,3	102,0	99,2	102,8	104,3	97,3
2015	T1	2,6	5,1	117,2	114,7	119,1	122,1	117,8	105,5	105,8	104,6	105,4	108,0	110,6
	T2	3,1	2,2	117,4	113,8	118,7	121,7	118,1	103,5	103,7	100,1	105,0	106,2	93,8
2015	Février	1,6	4,9	117,6	115,2	120,8	122,1	118,8	105,1	105,7	105,7	104,3	108,1	108,3
	Mars	7,1	10,7	118,3	115,8	118,3	124,3	119,3	107,2	107,6	104,9	108,3	110,6	106,5
	Avril	3,4	2,9	118,4	114,7	120,0	122,6	118,7	104,1	104,7	102,8	103,5	106,1	98,1
	Mai	-2,5	-2,4	116,0	112,9	116,7	120,2	116,1	102,2	101,1	98,8	104,3	104,4	90,2
	Juin	8,2	6,0	117,9	113,8	119,5	122,2	119,4	104,1	105,3	98,7	107,1	108,2	93,1
	Juillet	3,1	1,5	117,5	112,2	118,0	124,9	117,9	104,7	103,5	102,4	107,3	107,7	94,1

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 T4	117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,1	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	0,7	0,2	2,4	0,4	0,1	0,9
T3	117,8	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,5	0,1	-2,5	0,4	0,0	0,8
2015 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	0,3	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	-0,6	0,1	-0,7	0,2	0,1	0,9
Août	117,7	0,1	0,9	-0,7	1,2	-0,1	0,1	1,2	-0,1	-2,2	0,1	0,0	0,9
Septembre	118,0	-0,1	0,9	-1,1	1,2	-0,1	0,0	0,6	-0,1	-1,7	0,0	-0,2	0,7

	Biens						Services					
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communica-tions	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 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
T3	1,2	0,6	2,1	-1,8	0,4	-7,2	1,2	1,1	1,4	-0,4	1,6	1,0
2015 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	1,3	0,6	2,4	-1,8	0,4	-7,2	1,2	1,1	1,2	-0,4	1,7	1,0
Septembre	1,4	0,6	2,7	-2,4	0,3	-8,9	1,3	1,1	1,4	-0,1	1,6	1,1

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production hors construction										Construc- tion	Prix de l'immo- bilier résiden- tiel ¹⁾	Indicateur expérimen- tal relatif aux prix de l'immobilier commér- cial ¹⁾
	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Industrie hors construction et énergie						Énergie				
			Secteur manu- facturier	Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consommation						
							Total	Produits alimen- taires, boissons et tabac		Produits non alimen- taires			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9			
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	-1,1
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	1,1
2014 T3	106,8	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,5	-0,1	-0,5	0,3	-4,5	0,4	0,4	1,7
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	2,4
2015 T1	104,5	-2,9	-2,6	-0,6	-1,5	0,7	-0,7	-1,3	0,2	-8,5	0,3	1,0	2,5
T2	104,9	-2,1	-1,6	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,0	-6,5	0,4	1,0	3,2
2015 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	-1,7	-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	-0,9	-1,3	-0,1	-6,2	—	—	—
Juin	104,9	-2,1	-1,7	-0,4	-0,6	0,7	-0,8	-1,4	0,0	-6,8	—	—	—
Juillet	104,7	-2,1	-2,0	-0,4	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,5	—	—	—
Août	103,8	-2,6	-2,7	-0,5	-1,1	0,6	-0,7	-1,2	0,1	-8,2	—	—	—

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

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

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie					
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Demande intérieure				Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾		Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾		
			Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
En % du total										100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0
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	1,0	1,1	1,2	0,5	-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	0,5	0,8	0,5	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,6	-12,1	-4,6	0,7	-8,7
2014 T4	105,0	0,9	0,3	0,3	0,8	0,6	-0,4	-1,9	61,5	-5,5	6,2	-10,8	1,3	9,3	-4,7
2015 T1	105,4	1,0	0,0	-0,2	0,7	0,6	-0,2	-2,6	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7
T2	105,7	1,2	0,4	0,3	0,7	0,9	0,9	-1,1	57,4	-0,5	2,1	-2,0	4,0	5,6	2,6
T3	.	.	.	.	.	.	.	.	46,1	-6,5	6,5	-13,1	-3,3	5,8	-10,6
2015 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	-8,1	4,4	-14,4	-4,4	5,2	-12,1
Septembre	—	—	—	—	—	—	—	—	43,3	-7,9	3,9	-13,8	-6,0	2,4	-12,6

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 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
T3	-1,8	1,1	2,4	-13,1	-0,1	49,5	53,6	49,9	49,9
2015 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	-2,0	3,0	2,2	-13,0	0,3	49,6	53,1	50,5	49,9
Septembre	-3,3	-0,6	2,9	-12,2	-1,4	44,6	53,5	48,7	50,4

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	2,1	2,1	2,1	2,4	1,3	2,2
2013	101,3	1,3	1,4	1,2	1,2	1,7	1,8
2014	102,6	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4	1,7
2014 T3	100,5	1,5	1,5	1,6	1,4	1,9	1,7
T4	108,0	1,3	1,1	1,5	1,1	1,5	1,7
2015 T1	97,5	1,9	2,0	1,4	1,9	1,9	1,4
T2	108,0	1,6	1,9	0,4	1,6	1,4	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	3,2	2,1	4,1	1,3	0,3	0,9	1,4	3,6	0,7	2,9
2013	103,7	1,2	-0,9	1,7	0,3	1,2	-0,5	2,1	-2,2	1,2	1,6	1,6
2014	105,0	1,2	-3,7	1,6	0,7	0,8	1,2	1,2	0,8	2,5	1,3	1,2
2014 T3	105,2	1,3	-5,0	1,6	1,4	1,2	1,0	1,4	1,2	2,8	1,3	1,2
T4	105,3	1,3	-0,8	2,3	1,1	0,6	1,4	1,2	1,2	2,3	1,4	1,4
2015 T1	105,5	0,9	0,3	1,2	1,6	0,5	-0,3	0,1	3,1	2,1	1,3	0,5
T2	105,6	0,8	1,2	0,8	1,5	0,0	1,0	-0,1	2,3	1,5	1,2	0,9
Rémunération par tête												
2012	103,6	1,5	0,1	1,9	2,4	1,7	1,6	1,0	1,1	2,1	0,8	1,8
2013	105,3	1,6	3,9	2,7	1,5	0,9	0,7	1,9	-0,1	1,0	1,8	1,1
2014	106,8	1,4	-1,2	2,2	1,6	1,3	2,3	2,0	1,4	1,9	1,2	1,0
2014 T3	107,1	1,3	-1,0	1,9	0,6	1,2	2,0	1,9	1,8	2,1	1,1	0,8
T4	107,5	1,3	-1,3	2,1	1,2	1,1	2,6	2,4	1,2	1,7	1,3	0,1
2015 T1	108,1	1,4	0,9	1,8	0,6	1,1	2,1	1,4	2,9	2,0	1,4	0,6
T2	108,2	1,4	1,3	1,9	0,7	1,4	2,8	1,2	1,3	1,7	1,4	0,7
Productivité par personne employée												
2012	101,1	-0,4	-3,0	-0,2	-1,7	0,4	1,3	0,1	-0,3	-1,5	0,1	-1,1
2013	101,5	0,4	4,8	1,0	1,2	-0,4	1,2	-0,1	2,1	-0,2	0,3	-0,5
2014	101,8	0,3	2,6	0,6	0,9	0,5	1,1	0,7	0,5	-0,5	-0,1	-0,2
2014 T3	101,8	0,0	4,2	0,4	-0,8	0,0	1,0	0,5	0,7	-0,7	-0,2	-0,4
T4	102,1	0,1	-0,6	-0,2	0,1	0,5	1,3	1,2	0,0	-0,6	-0,1	-1,3
2015 T1	102,4	0,4	0,6	0,6	-0,9	0,6	2,3	1,3	-0,2	-0,2	0,1	0,1
T2	102,5	0,7	0,1	1,2	-0,8	1,4	1,8	1,3	-1,0	0,2	0,3	-0,1
Rémunération par heure travaillée												
2012	104,8	2,9	2,1	3,6	5,3	3,5	2,0	1,5	1,7	3,2	1,3	2,7
2013	107,2	2,2	3,9	2,9	2,9	1,6	1,1	2,5	1,1	2,0	2,2	2,1
2014	108,6	1,4	-0,5	1,8	1,4	1,3	2,0	2,2	1,6	1,8	1,0	1,4
2014 T3	108,8	1,4	-0,4	1,8	0,7	1,3	1,7	1,9	1,7	1,7	1,2	1,5
T4	109,0	1,2	-1,2	1,5	0,9	1,0	1,7	2,8	1,3	1,5	1,1	0,7
2015 T1	109,8	1,4	0,5	1,7	0,5	1,4	1,1	1,9	2,9	2,1	1,6	0,2
T2	109,9	1,3	0,6	1,6	-0,1	1,5	1,8	1,4	0,3	1,3	1,4	0,9
Productivité horaire du travail												
2012	102,4	1,0	-2,0	1,4	1,1	1,9	1,8	0,8	0,8	-0,3	0,6	-0,1
2013	103,4	1,0	5,1	1,2	2,5	0,2	1,7	0,3	3,1	0,6	0,7	0,6
2014	103,7	0,3	3,0	0,1	0,7	0,6	1,0	1,1	1,2	-0,4	-0,3	0,3
2014 T2	103,7	0,2	4,6	0,3	-0,2	0,2	1,1	0,7	1,7	-0,6	-0,1	0,3
T4	103,7	-0,1	-1,4	-0,9	-0,4	0,6	0,6	1,7	0,2	-0,8	-0,3	-0,7
2015 T1	104,2	0,5	-0,7	0,4	-0,7	1,1	2,1	1,7	-0,7	0,2	0,3	-0,1
T3	104,3	0,6	-0,7	0,7	-1,4	1,7	1,2	1,4	-1,6	-0,1	0,2	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				Pensions	Parts de fonds d'invest- tissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans			
		Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts rembour- sables avec un préavis ≤ 3 mois								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Encours													
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	97,1	626,1	10 585,2
2015	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	97,1	626,1	10 585,2
	Juillet	1 021,1	5 380,9	6 402,0	1 469,8	2 162,9	3 632,7	10 034,7	105,6	456,2	85,3	647,1	10 681,8
	Août ^(p)	1 025,6	5 381,4	6 407,1	1 460,7	2 167,1	3 627,8	10 034,8	102,4	439,7	82,2	624,2	10 659,0
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	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	6,1	73,7	79,8	-14,1	0,9	-13,2	66,6	14,3	18,3	-11,5	21,0	87,6
	Août ^(p)	4,5	6,0	10,5	-7,5	4,2	-3,2	7,3	-2,9	-4,4	-3,9	-11,1	-3,9
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	25,2	0,5	4,9
2015	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	25,2	0,5	4,9
	Juillet	8,9	12,8	12,2	-11,5	0,8	-4,6	5,4	-19,2	7,9	18,5	2,7	5,3
	Août ^(p)	8,6	11,9	11,4	-11,3	0,8	-4,5	5,1	-21,3	8,0	6,4	1,1	4,8

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	1 852,0	1 407,2	320,7	111,9	12,2	5 649,4	2 911,5	734,7	2 000,3	2,8	965,6	228,6	339,6
2015 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	1 852,0	1 407,2	320,7	111,9	12,2	5 649,4	2 911,5	734,7	2 000,3	2,8	965,6	228,6	339,6
Juillet	1 889,6	1 440,5	323,3	113,0	12,7	5 667,4	2 945,3	721,2	1 997,7	3,2	981,1	233,7	347,4
Août ^(p)	1 888,9	1 441,5	325,7	113,7	8,1	5 674,7	2 957,6	714,4	1 999,5	3,1	969,1	225,3	353,7
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 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	33,6	31,6	0,4	1,1	0,5	17,1	33,1	-13,9	-2,6	0,4	13,3	4,8	6,0
Août ^(p)	2,3	3,1	3,0	0,7	-4,6	8,4	13,1	-6,5	1,9	-0,1	-8,9	-8,2	6,3
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 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	5,5	11,7	-14,2	4,6	-11,3	3,1	11,2	-15,1	0,1	-35,4	14,5	-1,6	5,7
Août ^(p)	4,8	10,8	-13,0	4,9	-49,1	2,9	10,8	-15,3	0,2	-36,9	14,1	-5,5	5,7

Source : BCE.

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

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

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

4) 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	11 265,4	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	10 932,0	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	12 562,6	10 512,2	10 921,5	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	10 861,4	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	12 562,6	10 512,2	10 921,5	4 280,3	5 199,3	904,6	128,1	1 276,5	773,8
2015	T1	3 672,1	1 153,4	2 518,7	12 676,3	10 613,9	11 007,5	4 310,1	5 233,7	935,5	134,6	1 275,1	787,3
	T2	3 676,4	1 137,6	2 538,8	12 632,3	10 590,4	10 984,1	4 291,8	5 257,2	905,0	136,5	1 251,5	790,3
2015	Mars	3 672,1	1 153,4	2 518,7	12 676,3	10 613,9	11 007,5	4 310,1	5 233,7	935,5	134,6	1 275,1	787,3
	Avril	3 698,3	1 151,6	2 546,7	12 658,1	10 610,4	11 003,5	4 303,9	5 236,3	933,1	137,1	1 266,0	781,7
	Mai	3 692,2	1 144,0	2 548,2	12 665,6	10 611,2	11 005,4	4 300,4	5 243,4	923,2	144,2	1 263,3	791,0
	Juin	3 676,4	1 137,6	2 538,8	12 632,3	10 590,4	10 984,1	4 291,8	5 257,2	905,0	136,5	1 251,5	790,3
	Juillet	3 726,0	1 131,5	2 594,5	12 716,2	10 610,0	11 009,9	4 300,4	5 261,3	916,8	131,5	1 299,7	806,5
	Août ^(p)	3 765,0	1 131,9	2 633,0	12 710,9	10 604,9	11 006,4	4 294,0	5 267,2	915,1	128,6	1 310,4	795,5
Flux													
2012		185,0	-4,0	189,0	-100,6	-69,1	-53,0	-107,6	26,0	14,5	-2,0	-69,9	38,5
2013		-24,4	-73,6	49,2	-304,5	-247,4	-267,5	-132,8	-3,5	-120,7	9,6	-71,7	14,6
2014		73,6	16,3	57,3	-106,5	-50,7	-32,0	-58,3	-15,0	11,0	11,6	-90,0	34,2
2014	T3	40,4	-1,4	41,8	-18,7	-10,3	-17,4	-18,4	8,2	-4,4	4,2	-14,1	5,7
	T4	47,5	12,8	34,7	2,0	22,8	14,3	4,3	5,1	6,8	6,6	-36,7	15,9
2015	T1	36,5	21,5	15,0	36,5	45,8	27,4	8,3	20,1	11,5	6,0	-2,1	-7,2
	T2	53,4	-15,4	68,8	-7,3	4,0	1,0	1,2	29,7	-28,9	2,0	-18,4	7,1
2015	Mars	25,3	5,4	19,9	16,0	21,5	10,8	-3,0	12,9	14,2	-2,6	0,9	-6,4
	Avril	37,2	-1,5	38,7	0,1	12,5	13,4	2,2	7,1	0,6	2,7	-6,8	-5,6
	Mai	6,8	-7,8	14,6	3,3	-1,7	1,4	-4,8	6,9	-10,9	7,0	-2,8	7,8
	Juin	9,5	-6,0	15,5	-10,7	-6,8	-13,8	3,8	15,7	-18,7	-7,7	-8,8	4,9
	Juillet	31,1	-5,0	36,1	79,1	21,3	29,8	8,9	5,3	12,1	-5,0	46,9	10,9
	Août ^(p)	48,1	0,4	47,7	21,3	6,9	8,8	-0,6	9,0	1,3	-2,9	14,7	-0,3
Taux de croissance													
2012		5,8	-0,3	9,5	-0,8	-0,6	-0,5	-2,3	0,5	1,5	-2,2	-4,6	5,2
2013		-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,2	10,8	-5,0	1,9
2014		2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,3	-0,3	1,1	11,8	-6,6	4,3
2014	T3	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-1,0	-2,0	-0,5	-2,5	8,5	-8,5	1,8
	T4	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,3	-0,3	1,1	11,8	-6,6	4,3
2015	T1	2,8	2,0	3,1	-0,2	0,1	0,2	-0,6	0,0	2,3	14,1	-4,9	2,9
	T2	5,1	1,6	6,7	0,1	0,6	0,2	-0,1	1,2	-1,9	17,8	-5,4	2,6
2015	Mars	2,8	2,0	3,1	-0,2	0,1	0,2	-0,6	0,0	2,3	14,1	-4,9	2,9
	Avril	3,8	2,4	4,5	0,0	0,1	0,2	-0,4	0,0	0,3	17,2	-2,2	2,7
	Mai	3,9	0,9	5,3	0,2	0,6	0,3	-0,2	1,0	-0,9	27,0	-4,9	3,7
	Juin	5,1	1,6	6,7	0,1	0,6	0,2	-0,1	1,2	-1,9	17,8	-5,4	2,6
	Juillet	5,5	0,8	7,7	0,7	0,9	0,7	0,4	1,3	0,4	10,1	-2,1	3,0
	Août ^(p)	6,3	1,0	8,7	1,0	1,0	0,8	0,4	1,4	0,3	12,5	-0,4	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	4 606,1	1 127,9	795,6	2 621,0	5 242,3	5 578,5	602,0	3 823,6	816,7
2013	4 354,1	4 408,8	1 065,6	740,8	2 547,8	5 221,4	5 545,7	573,5	3 851,5	796,4
2014	4 280,3	4 337,6	1 081,2	725,1	2 474,0	5 199,3	5 544,6	563,3	3 860,1	776,0
2014 T3	4 288,1	4 346,8	1 056,5	726,1	2 505,4	5 194,6	5 544,8	567,1	3 843,7	783,8
T4	4 280,3	4 337,6	1 081,2	725,1	2 474,0	5 199,3	5 544,6	563,3	3 860,1	776,0
2015 T1	4 310,1	4 365,7	1 089,9	738,9	2 481,3	5 233,7	5 569,6	567,9	3 890,4	775,4
T2	4 291,8	4 348,1	1 084,5	744,4	2 462,9	5 257,2	5 589,6	578,5	3 907,6	771,1
2015 Mars	4 310,1	4 365,7	1 089,9	738,9	2 481,3	5 233,7	5 569,6	567,9	3 890,4	775,4
Avril	4 303,9	4 358,8	1 090,4	738,0	2 475,5	5 236,3	5 573,8	566,9	3 894,8	774,6
Mai	4 300,4	4 356,5	1 085,2	742,7	2 472,5	5 243,4	5 577,6	568,3	3 901,7	773,4
Juin	4 291,8	4 348,1	1 084,5	744,4	2 462,9	5 257,2	5 589,6	578,5	3 907,6	771,1
Juillet	4 300,4	4 358,5	1 085,8	744,8	2 469,8	5 261,3	5 597,8	579,5	3 911,7	770,0
Août ^(p)	4 294,0	4 353,7	1 086,2	743,3	2 464,5	5 267,2	5 602,6	581,6	3 915,8	769,7
Flux										
2012	-107,6	-74,1	6,2	-51,4	-62,3	26,0	8,6	-17,7	48,8	-5,1
2013	-132,8	-145,1	-44,5	-44,5	-43,7	-3,5	-13,7	-18,1	27,6	-13,1
2014	-58,3	-61,9	-13,6	1,6	-46,2	-15,0	6,8	-3,0	-3,1	-8,9
2014 T3	-18,4	-20,6	-3,1	-6,8	-8,4	8,2	0,7	1,2	10,4	-3,3
T4	4,3	0,4	-7,3	8,5	3,0	5,1	2,2	-2,2	9,3	-2,1
2015 T1	8,3	3,6	-0,7	7,3	1,8	20,1	11,1	2,2	17,9	-0,1
T2	1,2	2,8	-0,1	11,5	-10,2	29,7	22,7	9,1	21,7	-1,1
2015 Mars	-3,0	-2,1	-1,8	3,7	-4,9	12,9	5,6	2,9	7,5	2,4
Avril	2,2	1,8	3,7	0,7	-2,2	7,1	9,6	-0,7	7,5	0,3
Mai	-4,8	-1,8	-6,2	4,3	-2,8	6,9	3,7	1,7	6,4	-1,1
Juin	3,8	2,8	2,5	6,5	-5,2	15,7	9,4	8,2	7,8	-0,3
Juillet	8,9	12,5	1,0	0,5	7,5	5,3	9,5	1,6	4,4	-0,7
Août ^(p)	-0,6	1,2	2,9	-0,5	-3,0	9,0	7,9	2,4	5,9	0,7
Taux de croissance										
2012	-2,3	-1,6	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,2	-2,8	1,3	-0,6
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,2	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,3	-1,4	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2014 T3	-2,0	-2,2	-1,4	-3,3	-1,9	-0,5	0,0	-1,1	-0,2	-1,7
T4	-1,3	-1,4	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015 T1	-0,6	-0,6	-0,7	2,1	-1,2	0,0	0,3	-0,1	0,1	-0,7
T2	-0,1	-0,3	-1,1	2,8	-0,6	1,2	0,7	1,8	1,5	-0,8
2015 Mars	-0,6	-0,6	-0,7	2,1	-1,2	0,0	0,3	-0,1	0,1	-0,7
Avril	-0,4	-0,5	0,4	1,4	-1,2	0,0	0,5	-0,1	0,2	-0,7
Mai	-0,2	-0,3	0,4	2,4	-1,2	1,0	0,5	0,5	1,4	-0,7
Juin	-0,1	-0,3	-1,1	2,8	-0,6	1,2	0,7	1,8	1,5	-0,8
Juillet	0,4	0,3	-0,3	3,2	-0,2	1,3	0,9	2,0	1,6	-0,7
Août ^(p)	0,4	0,4	0,2	3,2	-0,3	1,4	1,0	2,6	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	7 313,4	2 259,8	90,5	2 394,8	2 568,2	1 511,5	230,3	234,8	159,1
T2	265,1	7 154,3	2 219,9	86,5	2 331,5	2 516,4	1 457,7	238,2	224,6	143,7
2015 Mars	287,6	7 313,4	2 259,8	90,5	2 394,8	2 568,2	1 511,5	230,3	234,8	159,1
Avril	260,3	7 227,0	2 238,2	88,7	2 355,3	2 544,8	1 450,6	228,2	209,3	132,1
Mai	275,9	7 219,3	2 232,7	87,4	2 343,2	2 556,0	1 467,0	232,5	222,9	140,7
Juin	265,1	7 154,3	2 219,9	86,5	2 331,5	2 516,4	1 457,7	238,2	224,6	143,7
Juillet	248,2	7 148,7	2 229,0	85,8	2 316,2	2 517,8	1 387,4	249,2	202,4	137,4
Août ^(p)	273,8	7 121,7	2 224,4	84,1	2 295,2	2 518,0	1 345,7	233,0	207,0	128,4
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	110,6	246,0	-18,5	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	-52,7	21,7	18,1
2015 T1	22,4	-51,4	-31,1	-2,8	-47,2	29,7	3,6	48,1	49,4	19,3
T2	-22,5	-81,7	-39,3	-4,0	-48,3	9,9	-7,5	-35,0	-10,2	-15,4
2015 Mars	24,6	-15,2	-6,0	-1,3	-22,7	14,7	28,7	-24,9	8,4	14,6
Avril	-27,3	-38,3	-19,2	-1,8	-18,9	1,6	-30,3	-2,9	-25,4	-27,0
Mai	15,6	-18,1	-6,9	-1,3	-23,9	14,0	4,3	-8,4	13,6	8,6
Juin	-10,8	-25,4	-13,2	-0,9	-5,5	-5,7	18,6	-23,7	1,6	3,1
Juillet	-17,0	-4,9	12,7	-0,7	-21,3	4,3	-59,7	15,3	-22,2	-6,4
Août ^(p)	25,6	5,7	-2,9	-1,6	-7,6	17,8	-20,1	-21,9	4,6	-9,0
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 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	4,1	—	—	51,4	51,4
Juin	-6,0	-3,1	-5,4	-3,7	-8,1	4,1	—	—	31,0	20,7
Juillet	-12,7	-3,1	-4,4	-5,1	-8,5	3,5	—	—	19,2	13,6
Août ^(p)	-1,5	-3,1	-4,3	-8,1	-8,6	3,8	—	—	20,3	9,8

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	-4,2	-3,3	-0,7	-0,2	0,0	-1,2
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	0,0	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1
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		44,9	44,5	11,6	12,6	15,1	0,4	49,1	44,8	10,4	5,3	3,0	22,2	4,3
2012		46,0	45,6	12,2	12,9	15,3	0,4	49,7	45,2	10,4	5,4	3,0	22,6	4,5
2013		46,6	46,1	12,5	12,9	15,5	0,5	49,6	45,5	10,4	5,4	2,8	22,9	4,1
2014		46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,4	45,4	10,3	5,3	2,7	23,1	3,9
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	85,9	2,9	15,5	67,5	42,8	24,4	43,1	12,2	73,8	20,4	29,9	35,6	84,2	1,8
2012	89,3	3,0	17,4	68,9	45,5	26,2	43,8	11,4	77,9	19,7	31,7	37,9	87,1	2,2
2013	91,1	2,7	17,2	71,2	46,0	26,1	45,1	10,4	80,6	19,4	32,2	39,4	89,1	2,0
2014	92,1	2,7	17,0	72,4	45,3	25,9	46,8	10,1	82,0	19,0	32,1	41,0	90,1	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	-0,4	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	0,2	0,8	3,9
2012	3,4	0,6	0,0	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0
2013	1,8	0,2	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,1	0,3	-0,1	0,4	1,9	2,7
2014	1,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,1	1,1	2,6
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		16,2	14,1	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	16,5	14,4	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	15,4	13,4	4,6	2,0	0,5	6,5	3,1	1,3	0,3	3,5	2,9	0,6	1,7
2015	Avril	15,9	13,9	4,8	2,0	0,5	6,6	3,1	1,3	0,2	3,4	2,9	0,6	1,7
	Mai	15,9	13,9	5,0	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,6
	Juin	15,4	13,4	4,9	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5
	Juillet	15,3	13,3	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	0,1	3,4	2,9	0,4	1,6
	Août	15,3	13,3	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,4	2,9	0,4	1,5
	Septembre	15,7	13,7	4,6	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	2,9	0,4	1,4

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	-1,0	1,2	-12,5	-10,2	-9,5	-5,1	-3,5	-5,7
2012	-4,1	-0,1	-0,3	-8,0	-8,8	-10,4	-4,8	-3,0	-5,8
2013	-2,9	-0,1	-0,1	-5,7	-12,4	-6,9	-4,1	-2,9	-4,9
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,9	-3,6	-5,9	-3,9	-3,0	-8,9
2014 T2	-3,3	0,3	-0,3	-5,1	-3,0	-6,2	-3,9	-2,9	-11,9
T3	-3,1	0,5	-0,2	-4,6	-2,3	-5,7	-4,0	-2,8	-10,2
T4	-3,2	0,6	0,6	-4,0	-3,5	-5,8	-4,0	-3,0	-8,8
2015 T1	-3,5	0,7	0,4	-3,9	-4,6	-5,8	-3,9	-2,9	-0,2
Dettes des administrations publiques									
2011	102,2	78,4	5,9	109,3	172,0	69,5	85,2	116,4	65,8
2012	104,1	79,7	9,5	120,2	159,4	85,4	89,6	123,2	79,3
2013	105,1	77,4	9,9	120,0	177,0	93,7	92,3	128,8	102,5
2014	106,7	74,9	10,4	107,5	178,6	99,3	95,6	132,3	108,2
2014 T2	108,9	75,8	10,5	114,5	177,4	96,4	95,5	134,1	109,8
T3	108,3	75,3	10,5	112,6	175,8	96,8	95,7	132,0	104,7
T4	106,6	74,9	10,6	107,6	177,1	97,7	95,6	132,1	107,5
2015 T1	111,1	74,4	10,5	104,8	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	-3,4	-8,9	0,5	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,6	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,1	0,2	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,2	-2,1
2013	-0,9	-2,6	0,7	-2,6	-2,4	-1,3	-4,8	-15,0	-2,6	-2,5
2014	-1,5	-0,7	1,4	-2,1	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,8	-3,3
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	42,8	37,2	19,2	69,8	61,7	82,2	111,4	46,4	43,3	48,5
2012	41,4	39,8	22,1	67,6	66,4	81,6	126,2	53,7	51,9	52,9
2013	39,1	38,8	23,4	69,6	67,9	80,8	129,0	70,8	54,6	55,6
2014	40,6	40,7	23,0	68,3	68,2	84,2	130,2	80,8	53,5	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).

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 21 octobre 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