



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTÈME

Bulletin économique

Numéro 8 / 2015

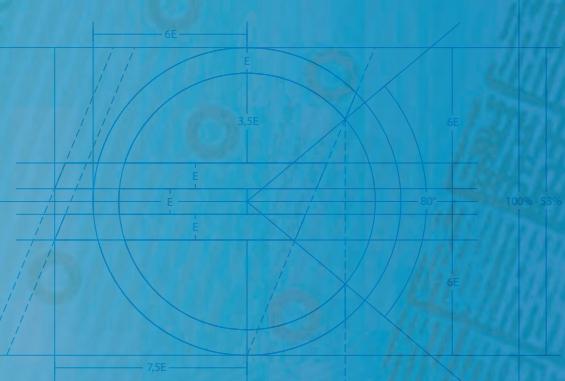


Table des matières

Évolutions économiques et monétaires

Vue d'ensemble	3
1 Environnement extérieur	7
2 Évolutions financières	13
3 Activité économique	16
4 Prix et coûts	22
5 Monnaie et crédit	26
6 Évolutions budgétaires	31

Encadrés

1 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 22 juillet au 27 octobre 2015	34
2 Quels sont les facteurs à l'origine du faible niveau d'investissement dans la zone euro ? Les réponses tirées d'une enquête auprès des grandes entreprises de la zone euro	39
3 Le rôle des effets de base sur l'évolution attendue de la hausse de l'IPCH	43
4 Rigidité à la baisse des salaires et rôle des réformes structurelles dans la zone euro	45
5 Salaires, productivité et compétitivité : une approche granulaire	49
6 La création de conseils de la compétitivité dans le contexte de la lutte pour une véritable union économique	53
7 L'examen des plans de projets budgétaires pour 2016	56

Articles

Quelles sont les origines du récent rebond de l'emploi dans la zone euro ?	61
Les nouvelles caractéristiques des statistiques monétaires et financières	81

Statistiques

S1

Évolutions économiques et monétaires

Vue d'ensemble

Lors de sa réunion de politique monétaire du 3 décembre 2015, le Conseil des gouverneurs a réexaminé le caractère accommodant de l'orientation de la politique monétaire : l'analyse a confirmé la nécessité de poursuivre la relance monétaire afin d'assurer le retour de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Les projections macroéconomiques de décembre 2015 établies par les services de l'Eurosystème vont dans le sens d'un maintien des risques à la baisse pesant sur les perspectives d'inflation et indiquent une dynamique de l'inflation légèrement plus faible que prévu. Ce scénario fait suite aux révisions à la baisse auxquelles il a été procédé lors des exercices de projection précédents. Le Conseil des gouverneurs a souligné que la persistance de taux d'inflation bas traduisait la faiblesse marquée de l'activité qui pèse sur les tensions internes sur les prix et les facteurs défavorables liés à l'environnement extérieur, et que les projections prenaient déjà en compte les évolutions favorables observées sur les marchés financiers depuis la réunion de politique monétaire d'octobre. Cette vue d'ensemble synthétise, dans un premier temps, les principales évolutions économiques observées au moment où s'est tenue la réunion de décembre du Conseil des gouverneurs avant d'exposer plus en détail les décisions prises lors de cette réunion.

Évaluation économique au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs du 3 décembre 2015

L'activité économique mondiale reste sur une trajectoire de reprise progressive et inégale. Les perspectives s'améliorent dans les économies avancées grâce au bas niveau des prix du pétrole, à la persistance de conditions de financement favorables, à l'amélioration de la situation sur le marché du travail, au regain de confiance et à l'atténuation des obstacles liés au processus de désendettement du secteur privé et à l'assainissement budgétaire. En revanche, les perspectives de croissance dans les économies de marché émergentes continuent de se heurter à des obstacles structurels et à des déséquilibres macroéconomiques. Dans certains pays, ce phénomène est accentué par le durcissement des conditions financières mondiales et par la baisse des prix des matières premières. Les tensions inflationnistes mondiales devraient demeurer contenues en raison du recul des prix du pétrole et de la persistance d'importantes capacités de production inutilisées dans le monde.

Au cours de la période qui a précédé la réunion du Conseil des gouverneurs en décembre, la situation sur les marchés financiers de la zone euro a

été influencée par les anticipations d'une poursuite de l'assouplissement de la politique monétaire. Ces anticipations ont entraîné de fortes baisses des rendements des obligations souveraines dans les pays de la zone euro. Les marchés boursiers de la zone euro se sont renforcés de manière significative. L'euro s'est déprécié, reflétant en partie l'anticipation par les marchés de mesures de politique monétaire.

La reprise économique dans la zone euro est de plus en plus soutenue par la demande intérieure. Le PIB en volume a progressé de 0,3 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2015, après une hausse de 0,4 % au cours des trois mois précédents, en raison de la contribution toujours positive de la consommation alors que le dynamisme de l'investissement et des exportations était plus modéré. Les indicateurs les plus récents tirés des enquêtes laissent présager une poursuite de la croissance du PIB en volume au cours du dernier trimestre de l'année.

Dans les mois à venir, la reprise économique devrait se poursuivre, bien que les risques demeurent orientés à la baisse. La demande intérieure devrait être encore confortée par les mesures de politique monétaire de la BCE et leur incidence favorable sur les conditions de financement ainsi que par les progrès réalisés antérieurement en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles. De plus, le bas niveau des cours du pétrole devrait soutenir le revenu réel disponible des ménages et la rentabilité des entreprises et, donc, la consommation privée et l'investissement. En outre, les dépenses publiques devraient augmenter dans certaines parties de la zone euro, en raison des mesures prises en faveur des réfugiés. Toutefois, la reprise économique dans la zone euro continue d'être freinée par les perspectives de croissance moroses dans les économies de marché émergentes et le caractère modéré des échanges internationaux ainsi que par le nécessaire ajustement des bilans dans un certain nombre de secteurs et par la lenteur dans la mise en œuvre des réformes structurelles. Les risques entourant ces perspectives de croissance dans la zone euro restent orientés à la baisse et reflètent en particulier les incertitudes accrues liées à l'évolution de l'économie mondiale ainsi que, plus généralement, les risques géopolitiques. Ces risques peuvent peser sur la croissance mondiale et la demande extérieure adressée à la zone euro ainsi que, plus largement, sur la confiance.

Les projections macroéconomiques de décembre 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème prévoient une hausse annuelle du PIB en volume de 1,5 % en 2015, de 1,7 % en 2016 et de 1,9 % en 2017.

Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2015 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume sont globalement inchangées.

La hausse de l'IPCH s'est légèrement accentuée, mais elle reste faible.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH de la zone euro s'est établie à 0,1 % en novembre 2015, un niveau identique à octobre mais plus bas qu'anticipé. Après avoir atteint 1,1 % en octobre, la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est retombée à 0,9 % en novembre.

Le rythme de la hausse annuelle de l'IPCH devrait s'accélérer au cours des prochains mois. Il devrait également s'accentuer à la fin de l'année, principalement en raison d'effets de base liés au recul des cours du pétrole fin 2014. Les taux d'inflation continueraient de se redresser en 2016 et 2017, soutenus par les précédentes mesures de politique monétaire de la BCE – complétées par les mesures annoncées en décembre 2015 –, la reprise économique attendue et les répercussions des baisses antérieures du taux de change de l'euro. Le Conseil des gouverneurs suivra attentivement l'évolution des taux d'inflation dans les mois à venir.

Les projections macroéconomiques de décembre 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 0,1 % en 2015, de 1,0 % en 2016 et de 1,6 % en 2017. Par comparaison avec les projections macroéconomiques de septembre 2015 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de progression de l'IPCH ont été révisées légèrement à la baisse.

Les précédentes mesures de politique monétaire de la BCE ont contribué à l'amélioration des indicateurs de la monnaie et du crédit et, d'une manière plus générale, de la transmission de la politique monétaire. La croissance de l'agrégat monétaire large demeure robuste et celle des prêts se redresse, mais de manière progressive. Les coûts de financement des banques se sont stabilisés à un niveau proche de leurs plus bas historiques, et les banques répercutent progressivement cette baisse des coûts sous la forme d'une réduction de leurs taux débiteurs. Les conditions de crédit plus favorables ont continué de soutenir le rebond de la croissance des prêts, tandis que l'hétérogénéité des taux débiteurs des banques entre les différents pays s'est encore atténuée.

Décisions de politique monétaire et communication

Lors de sa réunion de décembre, le Conseil des gouverneurs a procédé à une évaluation approfondie de la vigueur et de la persistance des facteurs qui freinent actuellement le retour de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. L'analyse confirme la nécessité de poursuivre la relance monétaire afin de garantir un retour des taux d'inflation à ces niveaux.

En conséquence, le Conseil des gouverneurs a pris les décisions suivantes dans le cadre de la poursuite de son objectif de stabilité des prix.

- Premièrement, en ce qui concerne les taux d'intérêt directeurs de la BCE, le Conseil des gouverneurs a décidé d'abaisser le taux de la facilité de dépôt de 10 points de base, à – 0,30 %. Les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal resteront inchangés à, respectivement, 0,05 % et 0,30 %.
- Deuxièmement, s'agissant des mesures de politique monétaire non conventionnelles, le Conseil des gouverneurs a décidé de prolonger le programme d'achats d'actifs (APP). Les achats mensuels à hauteur de

60 milliards d'euros effectués dans le cadre du programme APP devraient désormais se poursuivre jusqu'à fin mars 2017 ou au-delà si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif de taux d'inflation inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

- Troisièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé de réinvestir les remboursements au titre du principal sur les titres acquis en vertu du programme APP à leur échéance, aussi longtemps que nécessaire. Cela contribuera à assurer à la fois des conditions de liquidité favorables et une orientation appropriée de la politique monétaire.
- Quatrièmement, dans le cadre du programme d'achats d'actifs du secteur public, le Conseil des gouverneurs a décidé d'inclure les titres de créance négociables libellés en euros émis par des administrations régionales et locales situées dans la zone euro dans la liste des actifs éligibles aux achats réguliers effectués par les différentes banques centrales nationales.
- Cinquièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé de continuer à conduire les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la dernière période de constitution des réserves de 2017.

Les décisions prises aujourd'hui ont pour objet d'assurer le retour de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %, et d'ancrer ainsi les anticipations d'inflation à moyen terme. Les nouvelles mesures permettront d'assurer des conditions financières accommodantes et de renforcer encore l'assouplissement sensible découlant des mesures mises en œuvre depuis juin 2014, qui ont exercé des effets positifs significatifs sur les conditions de financement, le crédit et l'économie réelle. Les décisions prises raffermissent le rythme de la reprise économique au sein de la zone euro et consolident sa capacité de résistance face aux chocs économiques mondiaux observés récemment.

Le Conseil des gouverneurs suivra attentivement l'évolution des perspectives de stabilité des prix, et il est disposé à agir, et en mesure de le faire, le cas échéant, en utilisant tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat afin de maintenir une orientation accommodante appropriée de la politique monétaire. En particulier, il rappelle que le programme APP est suffisamment souple, sa dimension, sa composition et sa durée pouvant être adaptées.

1 Environnement extérieur

L'activité mondiale reste sur une trajectoire de reprise progressive et inégale. La faiblesse des prix du pétrole, les conditions de financement toujours favorables, l'amélioration de la situation sur les marchés du travail, le renforcement de la confiance, ainsi que l'atténuation des obstacles liés au processus de désendettement du secteur privé et à l'assainissement budgétaire confortent les perspectives des économies avancées. En revanche, dans les économies de marché émergentes (EME), les perspectives de croissance restent bridées par des obstacles structurels et des déséquilibres macroéconomiques. Dans plusieurs EME, cette situation est exacerbée par le durcissement des conditions financières mondiales et par la correction des prix des matières premières. Les tensions inflationnistes devraient rester contenues en raison du recul des prix du pétrole et d'un volant encore important de capacités de production inutilisées au plan mondial.

Activité économique et échanges commerciaux à l'échelle mondiale

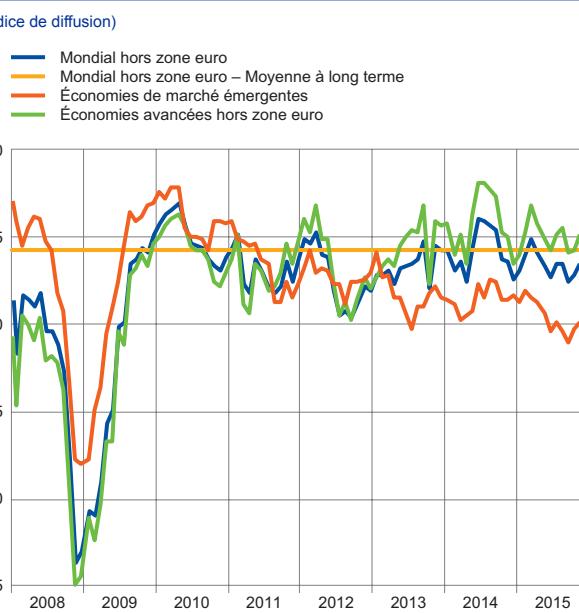
L'activité mondiale est restée sur un sentier de reprise inégale. Au cours de l'année, la dynamique des grandes économies avancées hors zone euro, notamment des États-Unis et du Royaume-Uni, s'est globalement raffermie. En revanche, la croissance dans les EME est restée dans l'ensemble faible, affichant des divergences persistantes entre régions, en partie liées à l'incidence différente de la correction des prix des matières premières sur les pays exportateurs et importateurs de matières premières. Tandis que l'activité économique dans les pays émergents

d'Asie (y compris en Chine et en Inde) et dans les pays d'Europe centrale et orientale est restée plutôt robuste, la CEI a connu une profonde récession durant le premier semestre. La Russie, qui est à l'épicentre de ce ralentissement, souffre des bas niveaux des prix du pétrole, de contraintes de financement externe et de la faiblesse de la confiance des chefs d'entreprise. En Amérique latine, la croissance est également devenue négative au cours de 2015, reflétant non seulement la dégradation des termes de l'échange liée à la baisse des prix des matières premières, mais également des déséquilibres intérieurs, des goulets d'étranglement du côté de l'offre et l'incertitude politique, en particulier au Brésil.

Les indicateurs relatifs à l'activité mondiale et les données disponibles par pays font état de la poursuite d'une croissance mondiale modérée vers la fin de l'année. L'indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale (hors zone euro) a encore augmenté en novembre, tout en demeurant inférieur à sa moyenne de long terme, dénotant une dynamique soutenue de l'activité

Graphique 1

Indice composite mondial des directeurs d'achat pour la production
(indice de diffusion)



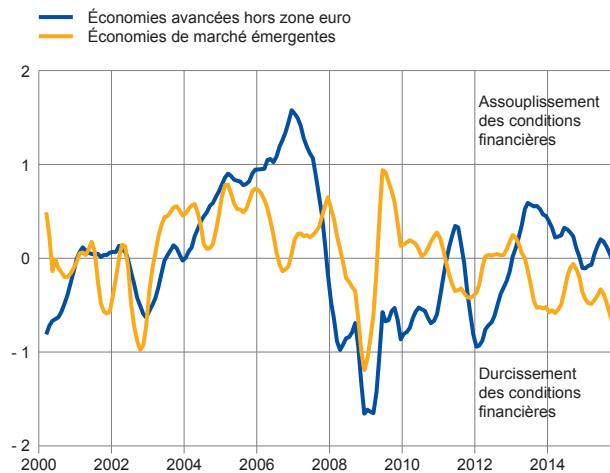
Sources : Markit et calculs de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à novembre 2015.

Graphique 2

Indices des conditions financières

(écart-type, moyenne nulle ; données mensuelles)



Sources : Havers Analytics et calculs des services de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte à octobre 2015. Les économies de marché émergentes correspondent à une agrégation de la Chine, de la Russie, du Brésil, de l'Inde et de la Turquie. Les économies avancées incluent les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon.

mondiale. En moyenne, au quatrième trimestre, l'indice reste en ligne avec le niveau enregistré au trimestre précédent, indiquant des conditions pratiquement inchangées pour la croissance mondiale. La différence d'évolution significative de l'indice des directeurs d'achat entre économies avancées et émergentes souligne également la divergence des profils de croissance au niveau mondial (cf. graphique 1). Les indicateurs composites avancés de l'OCDE continuent aussi de laisser présager une stabilité du rythme de croissance pour les pays de l'OCDE et la Chine, tandis qu'un ralentissement est prévu dans le cas de la Russie.

Dans les économies avancées, les politiques monétaires restent très accommodantes, soutenant des conditions financières favorables, tandis qu'elles ont continué de se durcir dans la plupart des EME. En novembre, les anticipations par les marchés d'un relèvement des taux américains en décembre ont augmenté. Dans la plupart des EME,

les conditions du financement externe se sont durcies comme l'indique la légère hausse des rendements obligataires, dans un contexte de correction des cours boursiers, de réduction des entrées au titre des investissements de portefeuille et de nouvelles tensions à la baisse des taux de change dans un certain nombre de pays (cf. graphique 2). La dépréciation du change accroît la valeur de la dette en devises, augmentant par là même les contraintes de bilan et de financement dans les pays concernés. Dans le même temps, la politique monétaire s'est assouplie en Inde et en Chine. Au cours de l'été, l'incertitude politique en Chine s'est nettement accrue sur fond de turbulences sur les marchés boursiers et d'ajustement du régime de change. Ces circonstances ont également contribué à un pic temporaire de volatilité financière mondiale.

Pour l'avenir, l'activité mondiale devrait rester sur une trajectoire de reprise progressive et inégale résultant de perspectives de croissance toujours résistantes dans la plupart des économies avancées. La faiblesse des prix du pétrole, les conditions de financement toujours favorables, l'amélioration de la situation sur les marchés du travail, le renforcement de la confiance et l'atténuation des obstacles liés au processus de désendettement du secteur privé et à l'assainissement budgétaire devraient soutenir les perspectives des économies avancées.

L'activité économique aux États-Unis a ralenti au troisième trimestre, après la forte reprise du trimestre précédent. Le dynamisme des dépenses des ménages a continué de tirer la reprise, soutenue par les gains en termes d'emplois, de salaires nominaux et de revenu réel disponible, dans un contexte de baisse des prix du pétrole et de diminution de l'inflation, ainsi que par les conditions favorables du crédit et l'amélioration des bilans des ménages. Toutefois, la baisse des prix du pétrole pèse sur le dynamisme de l'investissement privé dans l'industrie du

pétrole de schiste, et les exportations nettes pourraient freiner l'activité en raison de l'appréciation du dollar.

L'activité économique au Royaume-Uni s'est aussi légèrement ralenti au troisième trimestre, après la robuste croissance du deuxième trimestre.

La croissance est principalement tirée par la consommation – la faiblesse des prix de l'énergie et la progression des salaires continuant de soutenir le revenu réel disponible – mais les efforts d'assainissement budgétaire devraient la tempérer. Dans le même temps, l'assouplissement des conditions du crédit soutient l'investissement des entreprises.

Au Japon, l'activité économique peine à s'accélérer, même si une révision à la hausse de la croissance au troisième trimestre montre que l'économie a échappé à une récession technique. La croissance devrait rester modérée vers la fin de l'année, tirée par une amélioration continue de la consommation privée sur fond de hausse des revenus réels découlant des augmentations salariales et de la baisse des prix du pétrole, et par les exportations qui devraient bénéficier de l'augmentation de la demande étrangère et de la dépréciation du yen.

En revanche, les perspectives des EME, plus diverses, restent atones au regard des évolutions passées. Tandis que le renforcement de la demande dans les économies avancées devrait soutenir l'activité économique des EME, des obstacles structurels et des déséquilibres macroéconomiques continuent de freiner les perspectives de croissance. Cela étant, certaines économies s'adaptent à la baisse des prix des matières premières et au durcissement des conditions de financement externe en anticipation de la normalisation de la politique monétaire américaine, tandis que l'incertitude politique reste élevée dans d'autres économies.

Le processus de rééquilibrage de l'économie chinoise a donné lieu à un ralentissement progressif, la diminution de l'investissement n'ayant pas été entièrement compensée par une augmentation des dépenses de consommation. La croissance est restée assez solide au troisième trimestre, et la faiblesse des prix du pétrole ainsi que la robustesse de la consommation devraient apporter un soutien à court terme à l'économie. Les récentes réductions des taux directeurs, les modestes mesures de relance budgétaire mises en œuvre par le gouvernement central et les efforts visant à alléger les contraintes pesant sur les finances des administrations locales devraient aussi, à l'avenir, avoir une incidence positive sur la demande. Toutefois, à moyen terme, l'importance accrue accordée à la lutte contre les fragilités financières et les déséquilibres macroéconomiques pourrait ralentir le rythme d'expansion. En Inde, malgré un ralentissement de la croissance au deuxième trimestre, la politique monétaire accommodante, la reprise de l'investissement (sous l'effet de réformes favorables aux entreprises) ainsi que la robustesse de la consommation privée ont soutenu la confiance et dopé les perspectives de croissance.

L'activité économique réelle en Europe centrale et orientale devrait demeurer robuste, mais irrégulière selon les pays. La forte croissance de l'investissement soutenue par les fonds structurels de l'Union européenne et le dynamisme de la consommation privée sous l'effet de la hausse du revenu réel disponible devraient rester les principaux moteurs de la croissance dans la région.

En revanche, les EME exportatrices de matières premières ont continué de faire face aux conséquences de la fin du cycle des matières premières, essentiellement via une dégradation des termes de l'échange. En Russie, les coûts de financement demeurent élevés, l'incertitude est forte et la confiance des chefs d'entreprise est faible. Dans le même temps, la baisse des recettes pétrolières restreint les dépenses publiques. Au Brésil, le ralentissement économique s'est nettement intensifié, l'incertitude politique, la dégradation des termes de l'échange et le durcissement des conditions monétaires et financières pesant conjointement sur l'activité économique.

Le commerce mondial a été exceptionnellement faible au premier semestre 2015. Les données relatives au premier semestre 2015 ont été fortement révisées à la baisse et font à présent état d'une contraction des échanges mondiaux, évolution qui n'avait plus été observée depuis le premier semestre 2009. De fortes baisses dans plusieurs grandes EME et la volatilité des données de certaines économies avancées, notamment le Royaume-Uni, ont entraîné une diminution de l'agrégat mondial. Les importations ont chuté de près de 25 % en Russie au premier semestre tandis qu'elles ont baissé de 9 % environ au Brésil au deuxième trimestre. Dans les deux économies, la forte baisse des importations peut être attribuée en partie à la diminution de la demande intérieure et à la forte dépréciation du taux de change, mais, dans les deux cas, l'ampleur de cette baisse a été largement supérieure à ce qu'auraient indiqué les relations passées. En Chine et en Inde, les importations ont été étonnamment faibles.

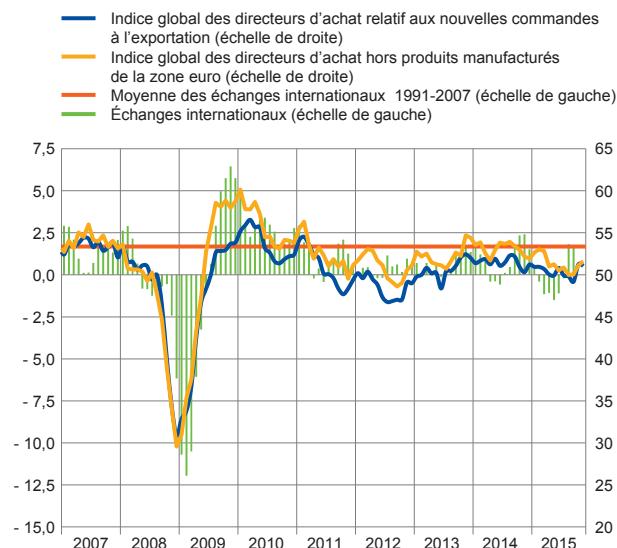
Les données et les enquêtes disponibles relatives aux échanges commerciaux laissent penser que la croissance du commerce mondial a atteint un point de retournement et est redevenue positive. Les données récentes relatives à la Chine, au Japon et au Royaume-Uni font état d'un rebond marqué des importations, qui ont enregistré une croissance positive au troisième trimestre. Au Brésil, les échanges commerciaux sont encore en baisse, mais le rythme de contraction s'est modéré, contribuant à la croissance globale du commerce mondial au troisième trimestre. Le redressement des échanges internationaux est aussi souligné par la hausse des échanges mondiaux de marchandises et par le retour de l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation à des valeurs indiquant une expansion en octobre et en novembre (cf. graphique 3). À plus long terme, le commerce mondial ne devrait se renforcer que très graduellement, en ligne avec la reprise de l'activité mondiale, sans pouvoir renouer avec le dynamisme observé avant la crise financière. Globalement, par rapport au PIB mondial, les évolutions des importations mondiales et de la demande extérieure adressée à la zone euro devraient être relativement étales sur l'horizon de projection. Après une modeste reprise en 2015 et 2016, les importations mondiales devraient évoluer en ligne avec le PIB mondial. L'élasticité des échanges commerciaux sera ainsi nettement inférieure à celle enregistrée avant la crise financière.

Globalement, les perspectives de croissance mondiale restent celles d'une reprise modeste et inégalement répartie. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2015 établies par les services de l'Eurosystème, pour lesquelles la date d'arrêté des hypothèses financières et de prix des matières premières était le 12 novembre, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait

Graphique 3

Échanges internationaux de biens

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



Sources : Markit, CPB, calculs de la BCE.

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

s'accélérer progressivement pour passer de 3,1 % en 2015 à 3,6 % en 2016 et à 3,9 % en 2017. La croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro devrait passer de -0,1 % en 2015 à 2,7 % en 2016 et 3,8 % en 2017. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2015 établies par les services de la BCE, cela représente une révision à la baisse de la croissance mondiale, reflétant pour l'essentiel les perspectives plus faibles que prévu dans les EME. Les révisions portant sur la demande étrangère adressée à la zone euro sont plus significatives et principalement dues aux révisions des données du premier semestre 2015.

Les risques entourant les perspectives d'évolution de l'activité mondiale demeurent orientés à la baisse, en particulier pour les EME. Les principaux risques à la baisse ont trait à un ralentissement plus prononcé dans les EME, y compris en Chine. Le durcissement des conditions de financement, le renforcement de l'incertitude politique et la baisse des prix des matières premières pourraient accentuer les déséquilibres macroéconomiques existants, entamant la confiance

et affaiblissant la croissance plus que prévu. Les risques géopolitiques continuent également de peser sur les perspectives d'évolution, et les tensions accrues, notamment au Moyen-Orient, pourraient avoir des conséquences défavorables sur la croissance mondiale. Un autre risque à la baisse a trait à la sortie de la politique monétaire accommodante aux États-Unis dans un contexte de divergence des politiques au niveau mondial. S'agissant des risques à la hausse, la baisse des prix du pétrole est vue dans l'ensemble comme reflétant principalement des informations positives du côté de l'offre. Cette évolution devrait donc être globalement favorable à la croissance mondiale, dans la mesure où l'accroissement de l'activité dans les pays importateurs de pétrole devrait plus que compenser les pertes observées dans les pays exportateurs de pétrole.

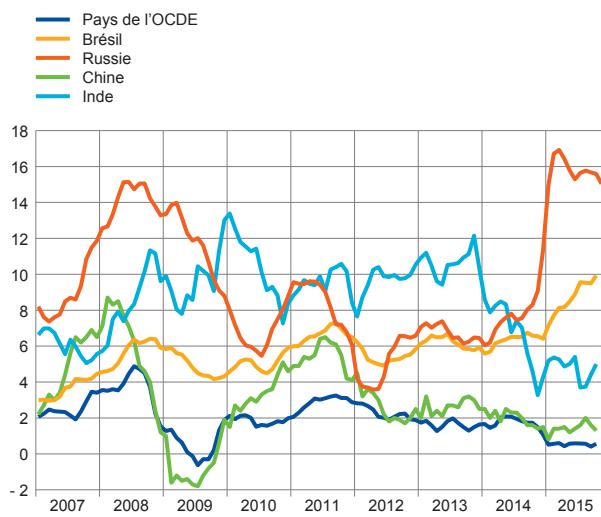
Évolution des prix au plan mondial

L'inflation mondiale est restée très faible, reflétant la baisse des prix du pétrole. La progression annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE est ressortie en hausse à 0,6 % en octobre, après 0,4 % le mois précédent, sous l'effet d'un renchérissement modéré des produits alimentaires et d'une contribution moins négative des prix de l'énergie (cf. graphique 4). Les prix de l'énergie ont encore baissé pour le treizième mois consécutif en octobre, de 11,6 % en glissement annuel, tandis que la hausse des prix des produits alimentaires s'est accentuée à 1,5 %. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation annuelle est restée inchangée en octobre dans les pays de l'OCDE, à 1,8 %. Parmi les principales économies hors OCDE, l'inflation totale est restée très élevée au Brésil et

Graphique 4

Hausse des prix à la consommation

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Sources nationales et OCDE.

Note : La dernière observation se rapporte à novembre 2015 pour la Russie et à octobre 2015 pour les autres pays.

en Russie, même si elle a baissé dans ce dernier pays, tandis qu'elle est revenue à 1,3 % en Chine.

Après s'être stabilisés en septembre et octobre, les prix du pétrole ont encore diminué depuis début novembre. À l'échelle mondiale, la production de pétrole reste élevée et l'offre excédentaire, bien que la demande ait atteint son niveau le plus haut sur cinq ans au troisième trimestre 2015. La production reste proche de ses niveaux record dans les pays membres de l'OPEP et la production hors OPEP demeure également élevée, la réduction de la production américaine de pétrole de schiste étant compensée par une production record en Russie. Les stocks de pétrole de l'OCDE ont encore augmenté et étaient proches de leur niveau record à la fin du troisième trimestre 2015, ce qui a accentué les pressions à la baisse sur le prix du pétrole. Les prix des matières premières non pétrolières ont légèrement diminué depuis fin octobre sous l'effet du recul des prix des métaux.

À plus long terme, l'inflation mondiale devrait se renforcer.

À court terme, la baisse passée des

prix du pétrole et des autres matières premières continue d'atténuer les tensions inflationnistes. Par la suite, la contribution négative de la composante énergie devrait se réduire, les effets des baisses passées des prix du pétrole commençant à se dissiper. En outre, une orientation à la hausse de la courbe des prix des contrats à terme sur le pétrole signifie que l'inflation mondiale totale continuera aussi d'augmenter graduellement. Toutefois, la lenteur de la réduction des écarts de production dans les économies avancées et leur élargissement dans plusieurs EME font toujours état d'une importante sous-utilisation des capacités de production à l'échelle mondiale, qui devrait continuer de peser sur l'inflation sous-jacente mondiale à moyen terme.

2

Évolutions financières

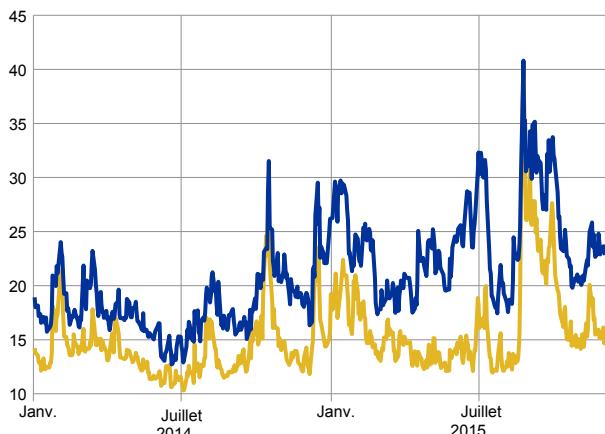
La situation sur les marchés financiers de la zone euro s'est améliorée progressivement entre début septembre et début décembre après une période de forte volatilité liée aux évolutions en Chine. Cette amélioration a été soutenue par les anticipations des marchés relatives à de nouvelles mesures de stimulation monétaire dans la zone euro, qui se sont renforcées après la réunion du Conseil des gouverneurs en octobre. Ces anticipations d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire ont entraîné de fortes baisses des rendements des obligations souveraines dans les différents pays de la zone euro, la moyenne pondérée par le PIB des rendements obligataires à dix ans dans la zone euro diminuant de plus de 40 points de base pour s'inscrire à 1,02 % début décembre. Les marchés boursiers de la zone euro et des États-Unis se sont nettement redressés, effaçant en grande partie les baisses observées durant l'été. L'euro s'est fortement déprécié entre début septembre et début décembre, reflétant les anticipations par les marchés d'une divergence des politiques monétaires de la zone euro et des États-Unis.

Graphique 5

Volatilité implicite des marchés boursiers

(en pourcentages annuels)

Zone euro
États-Unis



Source : Bloomberg.

Notes : Pour la zone euro, on utilise l'indice VSTOXX qui mesure la volatilité implicite des options sur l'indice boursier EuroStoxx 50. Pour les États-Unis, on utilise l'indice VIX qui mesure la volatilité implicite des options sur l'indice boursier Standard & Poor's 500. La dernière observation se rapporte au 2 décembre 2015.

La situation sur les marchés financiers de la zone euro s'est améliorée progressivement entre début septembre et début décembre, sur fond d'anticipations par les marchés d'une divergence des politiques monétaires de la zone euro et des États-Unis. Le regain d'incertitude observé en août, qui était lié à des inquiétudes concernant les évolutions en Chine, s'est atténué au cours de la période sous revue. Cela s'est traduit par une amélioration progressive de la situation des marchés financiers, les mesures de la volatilité des marchés d'actions (un indicateur de l'incertitude sur les marchés financiers) diminuant fortement après les niveaux élevés observés fin août (cf. graphique 5). L'amélioration globale de la situation sur les marchés financiers de la zone euro s'est encore accentuée avec la hausse des anticipations des marchés relatives à un nouvel assouplissement monétaire dans la zone euro après la réunion du Conseil des gouverneurs en octobre.

La situation sur les marchés financiers de la zone euro s'est améliorée progressivement entre début septembre et début décembre, sur fond d'anticipations par les marchés d'une divergence des politiques monétaires de la zone euro et des États-Unis.

États-Unis. Le regain d'incertitude observé en août, qui était lié à des inquiétudes concernant les évolutions en Chine, s'est atténué au cours de la période sous revue.

Cela s'est traduit par une amélioration progressive de la situation des marchés financiers, les mesures de la volatilité des marchés d'actions (un indicateur de l'incertitude sur les marchés financiers) diminuant fortement après les niveaux élevés observés fin août (cf. graphique 5). L'amélioration globale de la situation sur les marchés financiers de la zone euro s'est encore accentuée avec la hausse des anticipations des marchés relatives à un nouvel assouplissement monétaire dans la zone euro après la réunion du Conseil des gouverneurs en octobre.

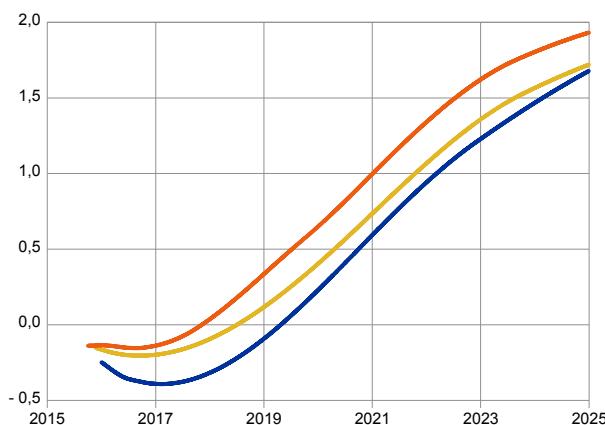
La courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est infléchie pour toutes les échéances, s'inscrivant nettement au-dessous du taux de la facilité de dépôt pour les échéances les plus courtes. Entre début septembre et la réunion du 22 octobre du Conseil des gouverneurs, la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est aplatie, les taux à long terme enregistrant

Graphique 6

Taux anticipés de l'Eonia

(en pourcentages annuels)

2 décembre 2015
21 octobre 2015
2 septembre 2015

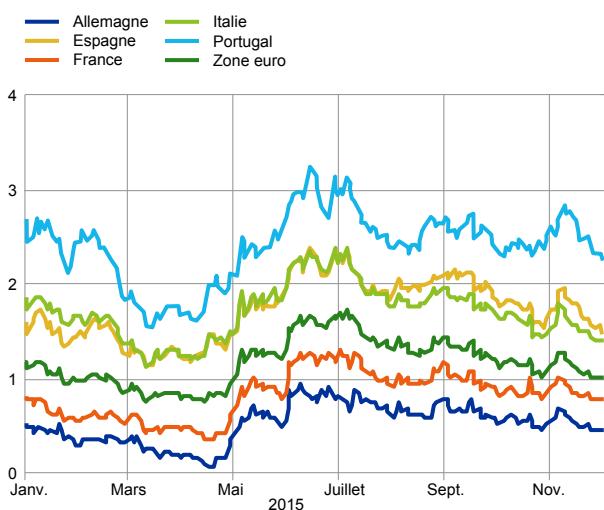


Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Graphique 7

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

(en pourcentages annuels)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : La courbe libellée « zone euro » représente la moyenne pondérée par le PIB des rendements obligataires souverains à dix ans. La dernière observation se rapporte au 2 décembre 2015.

une baisse allant jusqu'à 25 points de base tandis que les taux à court terme demeuraient proches du taux de la facilité de dépôt, soit – 0,20 % (cf. graphique 6). Par la suite, les anticipations par les marchés d'une nouvelle réduction du taux de la facilité de dépôt ont augmenté. Cela a entraîné une nette baisse des taux anticipés à court terme de l'Eonia.

L'Eonia a globalement diminué entre début septembre et début décembre, dans un contexte de hausses graduelles de l'excédent de liquidité.

Après avoir progressivement diminué en septembre, de – 0,12 % environ à – 0,14 % environ, l'Eonia s'est stabilisé entre début octobre et début décembre, ressortant en moyenne à – 0,14 %. Ces évolutions sont intervenues sur fond d'augmentations graduelles de l'excédent de liquidité, qui résultait principalement des acquisitions effectuées dans le cadre du programme étendu d'achats d'actifs de la BCE.

L'encadré 1 apporte des informations plus détaillées sur les conditions de la liquidité et les opérations de politique monétaire dans la zone euro.

Les rendements des obligations souveraines ont diminué dans l'ensemble de la zone euro en raison des anticipations d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire de la BCE. Globalement, la moyenne pondérée par le PIB des rendements obligataires souverains à dix ans dans la zone euro a baissé de plus de 40 points de base entre début septembre et début décembre, s'inscrivant à 1,02 % le 2 décembre. Ce niveau est à peine supérieur au point bas historique observé avant la correction des prix des obligations souveraines en avril (cf. graphique 7). Des baisses plus fortes ont été observées dans les pays de la zone euro les moins bien notés, entraînant un nouveau resserrement des écarts de rendement souverains vis-à-vis de l'Allemagne.

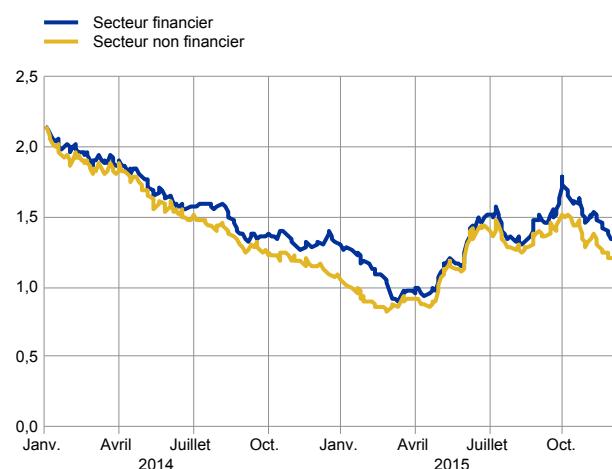
Les conditions de financement des entreprises de la zone euro – sociétés financières et non financières – se sont améliorées, les rendements des obligations du secteur privé

diminuant. Les rendements des obligations du secteur privé ont augmenté en septembre, mais ont ensuite fortement évolué sur le reste de la période sous revue, les rendements des obligations des sociétés financières et non financières enregistrant globalement des baisses de l'ordre de 20 points de base (cf. graphique 8).

Graphique 8

Les rendements des obligations de société dans la zone euro

(en pourcentages annuels)



Sources : iBoxx et BCE.

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

Graphique 9

Indices des cours boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

(1^{er} janvier 2014 = 100)



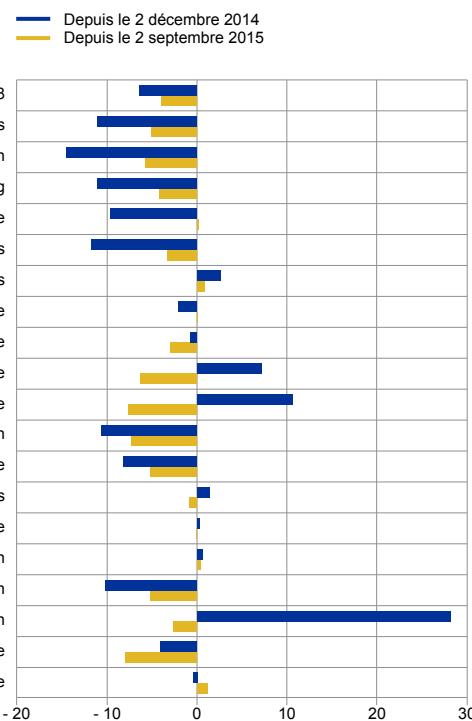
Source : Thomson Reuters.

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

Graphique 10

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

(en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Variations en pourcentage par rapport au 2 décembre 2015. Le TCE-38 est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

Les marchés boursiers de la zone euro se sont nettement redressés au cours de la période sous revue, effaçant en grande partie les baisses observées durant l'été.

Les cours boursiers de la zone euro, mesurés par l'indice large EuroStoxx, ont augmenté de 9 % durant la période sous revue sous l'effet de l'atténuation des inquiétudes relatives aux marchés émergents et des anticipations d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire de la BCE (cf. graphique 9). Dans le même temps, aux États-Unis, les cours des actions, mesurés par l'indice Standard & Poor's 500, ont augmenté de 7 % environ.

L'euro s'est déprécié de 4,0 % en termes pondérés des échanges commerciaux entre début septembre et début décembre (cf. graphique 10).

La dépréciation de l'euro est intervenue après la réunion d'octobre du Conseil des gouverneurs, reflétant les anticipations des marchés relatives aux futures décisions de politique monétaire. En termes bilatéraux, l'euro s'est déprécié de 5,7 % par rapport au dollar. Il s'est également affaibli par rapport au renminbi chinois, à la livre sterling, au yen japonais et à la couronne suédoise, ainsi que vis-à-vis des devises de nombreux marchés émergents (en particulier le rouble russe, qui s'est légèrement redressé après sa forte dépréciation antérieure) et des devises des pays exportateurs de matières premières. Cependant, l'euro est demeuré globalement stable par rapport aux monnaies des pays d'Europe centrale et orientale. La couronne danoise a continué de s'échanger à un niveau proche de son cours pivot au sein du MCE II.

3

Activité économique

La reprise économique dans la zone euro a continué de se raffermir progressivement, soutenue de plus en plus par la demande intérieure.

En glissement trimestriel, le PIB en volume de la zone euro a progressé de 0,3 % au troisième trimestre 2015, portant la période de hausses consécutives de l'activité à deux ans et demi. Les derniers indicateurs conjoncturels vont dans le sens d'une croissance modérée du PIB à court terme et la reprise de l'activité économique devrait se poursuivre, un certain nombre d'éléments favorables soutenant la demande intérieure. L'effet des mesures de politique monétaire accommodante de la BCE continue de se transmettre à l'économie réelle au travers d'un nouvel assouplissement des conditions du crédit, qui favorisera encore l'investissement des entreprises. Le bas niveau des cours du pétrole, qui a accru le pouvoir d'achat des ménages et la rentabilité des entreprises, relance la consommation privée et stimule l'investissement. Toutefois, la reprise économique dans la zone euro continue d'être freinée par les perspectives de croissance moroses dans les économies de marché émergentes et le rythme modéré des échanges commerciaux internationaux.

Ces différents facteurs agissant en sens opposé, les projections macroéconomiques de décembre 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème restent globalement inchangées par rapport à celles de septembre 2015 réalisées par les services de la BCE.

Au troisième trimestre 2015, le PIB en volume de la zone euro a continué de progresser, à un rythme trimestriel légèrement plus faible qu'au deuxième trimestre.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, le PIB en volume a augmenté de 0,3 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2015, contre

0,4 % au deuxième trimestre. En rythme annuel, c'était le taux le plus élevé observé depuis le deuxième trimestre 2011 (cf. graphique 11).

Les indicateurs conjoncturels, ainsi que les informations à l'échelle nationale, font état de contributions trimestrielles toujours positives de la demande intérieure, notamment la consommation privée. La croissance a été freinée par une certaine faiblesse de l'investissement dans la construction et des exportations nettes, traduisant dans ce dernier cas une légère dégradation de l'environnement extérieur.

Les économies de marché émergentes ont moins contribué à la croissance des exportations durant la reprise en cours qu'avant la crise.

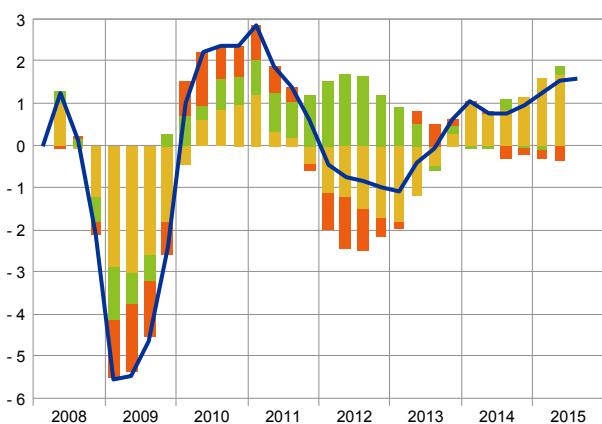
Depuis 2013, la demande intérieure dans les économies avancées comme les États-Unis et le Royaume-Uni a été relativement soutenue et, associée aux évolutions des taux de change depuis mi-2014, s'est traduite par une progression des contributions apportées par les économies de ces pays à la croissance des

Graphique 11

PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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

- PIB en volume
- Demande intérieure finale
- Variations des stocks
- Exportations nettes

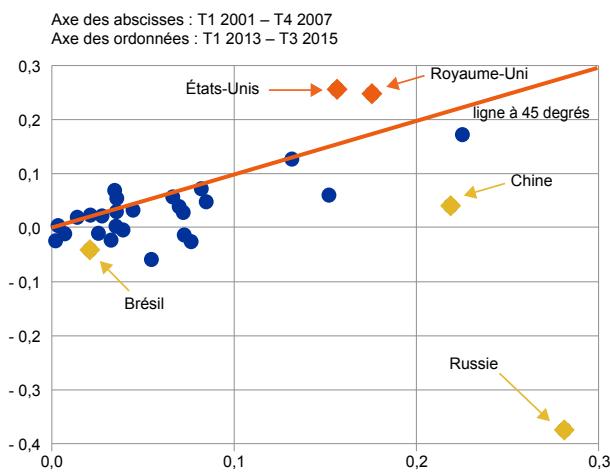


Source : Eurostat.

Graphique 12

Contributions des différents pays aux exportations de biens de la zone euro

(contribution annuelle moyenne en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Dernières données : T3 2015 se rapporte au trimestre complet, sauf dans le cas du Royaume-Uni et des autres pays de l'UE n'appartenant pas à la zone euro. Les points bleus se rapportent aux exportations hors zone euro à destination des principaux partenaires commerciaux.

exportations de la zone euro (cf. graphique 12). Dans le même temps, les grandes économies de marché émergentes comme la Chine et la Russie, qui étaient d'importants contributeurs à la croissance des exportations de la zone euro avant la crise, se sont ralenties et n'ont réalisé que des contributions très faibles, voire négatives, à la croissance des exportations durant la reprise.

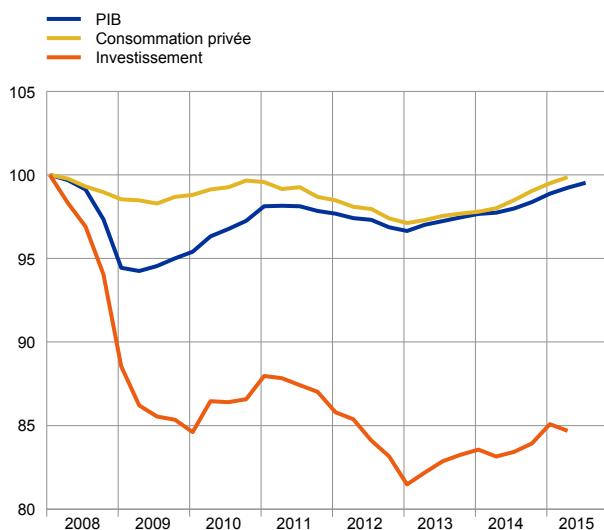
Au cours des mois à venir, les exportations de la zone euro devraient augmenter à la faveur d'un redressement progressif de la demande extérieure.

La faiblesse de la dynamique de croissance dans de nombreuses économies de marché émergentes devrait créer des obstacles aux exportations de la zone euro tandis que le raffermissement de la croissance dans les économies avancées demeurera un facteur de soutien. Les données relatives aux échanges mensuels de biens pour août et septembre confirment le scénario d'une atténuation de la croissance des exportations au troisième trimestre 2015, avec des contributions négatives du Brésil, de la Chine et de la Russie aux exportations annuelles de la zone euro. Cela étant, les exportations à destination des économies avancées semblent être restées dynamiques. En outre, les indicateurs tirés d'enquêtes laissent présager un léger redressement des exportations à court terme, le commerce international des marchandises progressant au troisième trimestre 2015, après deux trimestres de croissance négative. Compte tenu du redressement progressif de l'activité mondiale et des échanges internationaux ainsi que de la dépréciation de l'euro, la croissance des exportations de la zone euro devrait augmenter.

Graphique 13

PIB en volume, consommation privée et investissement dans la zone euro

(indice T1 2008 = 100)



Source : Eurostat.

Après deux ans et demi de hausses consécutives de l'activité, le niveau du PIB en volume est désormais proche de celui observé au premier trimestre 2008. La reprise en cours continue d'être soutenue par la demande intérieure, et notamment la consommation privée, qui a été le principal moteur de la reprise (cf. graphique 13). L'investissement demeure à un niveau inférieur de quelque 15 % à son pic enregistré avant la crise, au premier trimestre 2008.

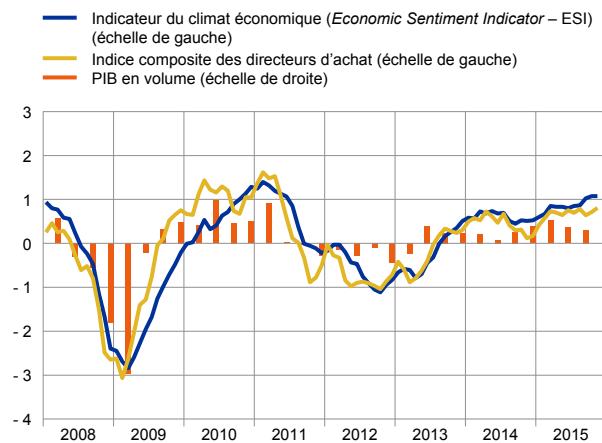
Les indicateurs conjoncturels vont dans le sens d'une poursuite de la reprise économique à un rythme identique à celui du troisième trimestre.

Les données d'enquêtes, disponibles jusqu'en

Graphique 14

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

(échelle de gauche : indice de diffusion et soldes en pourcentage ; échelle de droite : taux de croissance trimestriels)



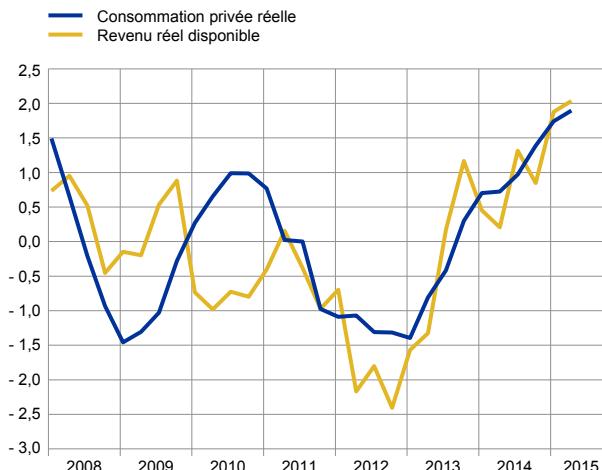
Sources : Markit, DG-ECFIN et Eurostat.

Note : L'indice des directeurs d'achat et l'indicateur du climat économique sont normalisés.

Graphique 15

Consommation privée et revenu réel disponible dans la zone euro

(taux de croissance annuel)



Source : Eurostat.

depuis le début de la reprise¹ et, en septembre, le taux de chômage s'est établi à 10,8 %, soit son niveau le plus bas depuis début 2012. Des indicateurs rapidement disponibles, comme ceux tirés d'enquêtes, vont dans le sens d'une poursuite de

novembre, signalent la poursuite d'une croissance modérée à court terme. Tant l'indicateur du climat économique de la Commission européenne (*Economic Sentiment Indicator* – ESI) que l'indice composite des directeurs d'achat pour la production se sont légèrement améliorés entre septembre et novembre (cf. graphique 14). En novembre, les deux indicateurs ont été supérieurs à leurs moyennes de long terme respectives. D'autres données mensuelles disponibles jusqu'au troisième trimestre, comme la production industrielle (hors construction) sont ressorties à un faible niveau et les indicateurs de la BCE relatifs aux nouvelles commandes à l'industrie ont fléchi en septembre, évolution vraisemblablement liée à la dégradation des exportations de la zone euro au troisième trimestre.

La consommation privée est le principal moteur de la reprise et bénéficie des améliorations sur les marchés du travail de la zone euro. Les évolutions favorables du revenu réel disponible des ménages soutiennent la consommation privée depuis que la reprise s'est amorcée début 2013 (cf. graphique 15). Si les ménages dans de nombreux pays sont toujours engagés dans un processus d'ajustement de leur bilan et de désendettement, ces ajustements semblent moins peser sur la consommation privée qu'auparavant. Les ventes au détail et les nouvelles immatriculations de voitures particulières ont continué de s'améliorer en septembre (ressortant en hausse de 0,6 % par rapport au deuxième trimestre) et le niveau de confiance des consommateurs, qui a progressé en novembre, laisse présager le maintien d'une croissance régulière de la consommation privée au cours de la période à venir. Depuis mi-2014, le revenu réel disponible a été dopé par la baisse des cours du pétrole, même si l'essentiel du renforcement du pouvoir d'achat des ménages reflète des gains importants au titre des revenus du travail faisant suite à l'amélioration progressive observée sur les marchés du travail de la zone euro. Au deuxième trimestre 2015, les effectifs employés avaient progressé de plus de deux millions

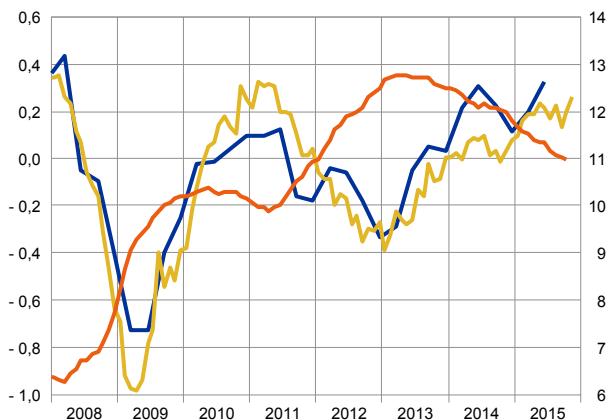
¹ Pour une analyse des évolutions de l'emploi dans la zone euro, cf. l'article intitulé *Quelles sont les origines du récent rebond de l'emploi dans la zone euro ?* dans cette édition du *Bulletin économique*.

Graphique 16

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

(échelle de gauche : taux de croissance trimestriels, indice ; échelle de droite : pourcentage de la population active)

- Emploi (échelle de gauche)
- Perspectives d'emploi issues de l'indice des directeurs d'achat (échelle de gauche)
- Taux de chômage (échelle de droite)



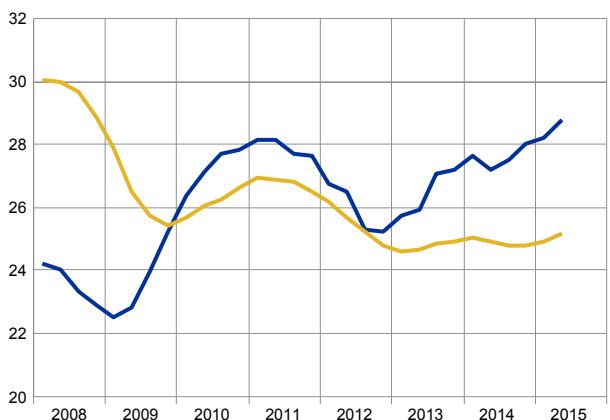
Source : Eurostat.

Graphique 17

Excédent net d'exploitation et bénéfices non distribués des sociétés non financières de la zone euro

(en pourcentage de la valeur ajoutée)

- Bénéfices non distribués rapportés à la valeur ajoutée
- Excédent net d'exploitation rapporté à la valeur ajoutée



Source : Eurostat.

l'amélioration sur les marchés du travail de la zone euro à court terme (cf. graphique 16).

En dépit de ces évolutions positives, le taux de chômage de la zone euro demeure élevé et, au rythme actuel de baisse, il faudra du temps avant de retrouver les niveaux d'avant la crise. En outre, si le taux de chômage de la zone euro a nettement reculé depuis mi-2013, les mesures élargies des capacités excédentaires sur le marché du travail, incluant des catégories de populations en temps partiel subi ou qui se sont retirées du marché du travail, restent importantes. Avec approximativement sept millions de personnes (5 % de la population active) travaillant actuellement en temps partiel subi en raison de l'insuffisance de postes à plein temps et plus de six millions de travailleurs découragés (ceux qui ont renoncé à chercher du travail et se sont retirés du marché du travail), le marché du travail de la zone euro reste significativement plus déprimé que ne tend à l'indiquer le taux de chômage.

La croissance de l'investissement a eu un rôle moins important dans la reprise en cours.

Si l'investissement des entreprises suit une tendance haussière depuis le premier trimestre 2013, il était faible au deuxième trimestre 2015 et devrait très vraisemblablement le rester au troisième trimestre. Toutefois, il existe des signes encourageants, comme une amélioration progressive des conditions d'attribution des crédits, un allègement des contraintes pesant sur la demande et le redressement de la rentabilité des entreprises. Les bénéfices non distribués et l'excédent net d'exploitation vont dans le sens d'une poursuite de l'amélioration de la rentabilité des entreprises (cf. graphique 17), ce qui, dans un contexte de politique monétaire très accommodante, continuera de soutenir l'investissement des entreprises, parallèlement à la poursuite de l'assouplissement des conditions de crédit et au renforcement de la demande.

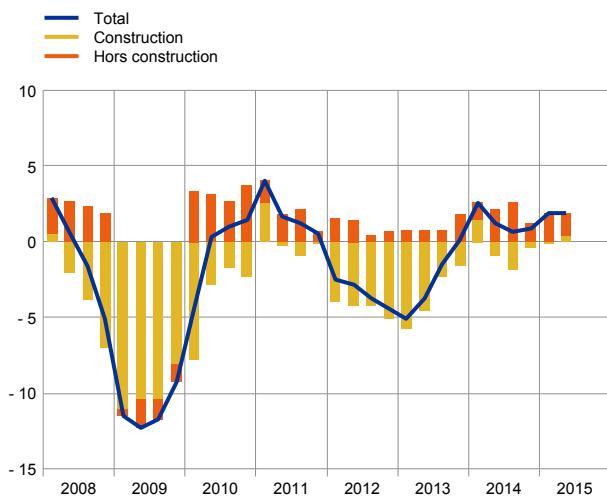
Les indicateurs économiques font état d'un renforcement progressif de l'investissement des entreprises au cours de la période à venir.

Avec une croissance continue de la production industrielle de biens d'équipement (à 0,3 %, en rythme trimestriel, au troisième trimestre) et des indicateurs de confiance pour le secteur des biens d'équipement supérieurs à leurs moyennes de long terme, les conditions de la demande s'améliorent, partant cependant de niveaux peu élevés. La hausse de l'utilisation des capacités de production et la nécessité de remplacer le stock de capital après plusieurs années

Graphique 18

Croissance de l'investissement total de la zone euro

(taux de croissance annuel ; contributions en points de pourcentage)



Source : Eurostat.

d'investissements atones soutiendront les dépenses d'investissement. Si les conditions de la demande s'améliorent progressivement, elles restent toujours la principale contrainte pesant sur l'investissement des entreprises et, conjuguées à l'incertitude relative à la politique économique et à d'autres obstacles structurels, freinent pour l'heure les dépenses d'investissement des entreprises (cf. l'encadré 2 concernant les résultats d'une enquête de la BCE auprès des grandes entreprises de la zone euro). Sous l'effet de la progression de la rentabilité, d'un nouvel assouplissement des conditions de financement et d'une poursuite de l'amélioration de la confiance, l'investissement des entreprises va se rétablir graduellement.

L'investissement dans la construction, qui pèse sur la croissance de l'investissement total depuis la crise, devrait se redresser progressivement.

Suite aux corrections importantes intervenues sur de nombreux marchés de l'immobilier dans la zone euro après la crise, l'investissement dans la construction est resté atone (cf. graphique 18). Au deuxième trimestre, il s'est encore ralenti, restant très inférieur aux niveaux antérieurs à la crise, et devrait demeurer modeste à court terme, la production dans la construction n'ayant que légèrement augmenté en septembre (de 0,1 % en rythme trimestriel). Toutefois, des conditions de financement très favorables et des taux hypothécaires peu élevés, conjugués à une progression du revenu disponible des ménages, devraient doper la demande dans l'immobilier résidentiel au cours de la période à venir. De fait, des signes d'un renforcement du marché de l'immobilier résidentiel et une augmentation des demandes de permis de construire dans certains pays confirment ce scénario.

La reprise économique dans la zone euro devrait se renforcer au cours des deux prochaines années, un certain nombre d'éléments favorables confortant la reprise tirée par la demande intérieure². L'effet des mesures de politique monétaire accommodante de la BCE continue de se transmettre à l'économie réelle, comme l'attestent le nouvel assouplissement des conditions du crédit, le récent redressement des volumes de crédit et la dépréciation du taux de change effectif de l'euro. La consommation privée et l'investissement sont soutenus par le bas niveau des cours du pétrole, qui a accru le pouvoir d'achat des ménages et la rentabilité des entreprises. En outre, l'assouplissement budgétaire devrait se traduire par un supplément de consommation publique et de transferts en faveur des ménages. La demande intérieure devrait encore se renforcer, sous l'effet de la diminution progressive des besoins de désendettement des ménages et des entreprises et de la poursuite de l'amélioration sur les marchés du travail. Toutefois, le redressement économique de la zone euro continue d'être freiné par les perspectives de croissance moroses dans les économies de marché émergentes

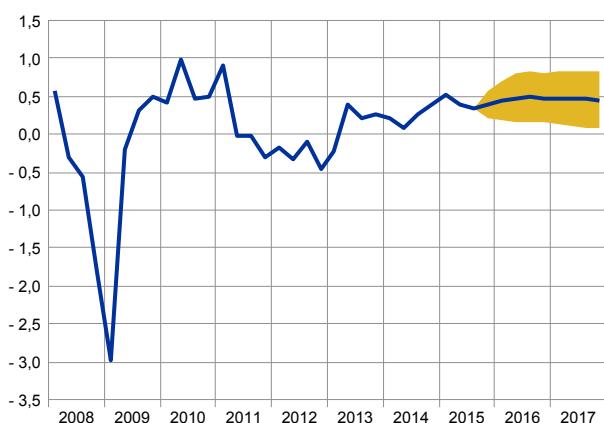
² Cf. l'article intitulé *Projections macroéconomiques de décembre 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème*, publié sur le site Internet de la BCE le 3 décembre 2015.

Graphique 19

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

(taux de croissance trimestriels)

— PIB en volume
— Fourchette de projection



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

et le rythme modéré des échanges internationaux, par le nécessaire ajustement des bilans dans un certain nombre de secteurs et par la lenteur dans la mise en œuvre des réformes structurelles. Ces différents facteurs agissant en sens opposé, les projections macroéconomiques de décembre 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème prévoient une hausse annuelle du PIB en volume de 1,5 % en 2015, de 1,7 % en 2016 et de 1,9 % en 2017 (cf. graphique 19). Ces projections sont globalement inchangées par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2015 réalisées par les services de la BCE.

Les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse. Ils reflètent en particulier les incertitudes accrues liées à l'évolution de l'économie mondiale ainsi que, plus généralement, les risques géopolitiques. Ces risques sont susceptibles de peser sur la

croissance mondiale et la demande extérieure adressée à la zone euro ainsi que, plus largement, sur la confiance.

Prix et coûts

L'inflation mesurée par l'IPCH est redevenue légèrement positive au cours des deux derniers mois. Sur la base des informations disponibles et des contrats à terme sur les cours du pétrole, le rythme de la hausse annuelle de l'IPCH devrait s'accélérer sensiblement à la fin de l'année, principalement en raison d'effets de base liés au recul des cours du pétrole fin 2014. Les taux d'inflation devraient continuer de se redresser en 2016 et 2017, soutenus par les mesures de politique monétaire de la BCE, la reprise économique attendue et les répercussions des baisses antérieures du taux de change de l'euro. Les projections macroéconomiques de décembre 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 0,1 % en 2015, de 1,0 % en 2016 et de 1,6 % en 2017. Par comparaison avec les projections macroéconomiques de septembre 2015 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de progression de l'IPCH ont été révisées légèrement à la baisse.

Graphique 20
Hausse de l'IPCH dans la zone euro
(avec projections)

(variations annuelles en pourcentage)

— Haute de l'IPCH
— Fourchette de projection



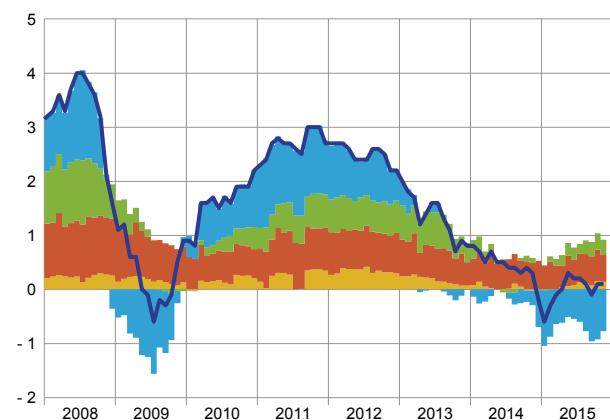
Sources : Eurostat et l'article intitulé *Projections macroéconomiques de décembre 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème* publié sur le site internet de la BCE le 3 décembre 2015.

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

Graphique 21
Contributions des différentes composantes
à l'IPCH total de la zone euro

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

— IPCH
— Biens industriels hors énergie
— Services
— Produits alimentaires
— Énergie



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

La hausse de l'IPCH total a été très faible ou négative tout au long de l'année, reflétant la forte baisse des prix du pétrole fin 2014. Les évolutions des prix du pétrole ont fait passer à deux reprises la variation de l'IPCH en territoire négatif, début 2015 puis de nouveau à l'automne. L'inflation est redevenue légèrement positive au cours des deux derniers mois. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH s'est établie à 0,1 % en novembre, sans changement par rapport à octobre et après – 0,1 % en septembre (cf. graphique 20).

Les évolutions des prix de l'énergie ont freiné l'inflation. La nouvelle baisse des prix du pétrole observée depuis juin a eu pour conséquence une poursuite du ralentissement du taux de variation annuel des prix de l'énergie. La contribution de l'énergie à l'IPCH a été fortement négative tout au long de 2015 (cf. graphique 21). Toutefois, en octobre et en novembre, les fortes baisses en glissement mensuel par rapport à douze mois auparavant sont sorties du calcul du taux de variation annuel et ont entraîné des effets de base à la hausse, qui ont plus que compensé le nouveau recul des prix de l'énergie. À moins d'une nouvelle baisse sensible des prix du pétrole, les effets de base devraient très probablement conduire également à une nouvelle accélération marquée de la hausse des prix de l'énergie au cours des prochains mois (cf. encadré 3).

La hausse des prix des produits alimentaires s'est accentuée depuis

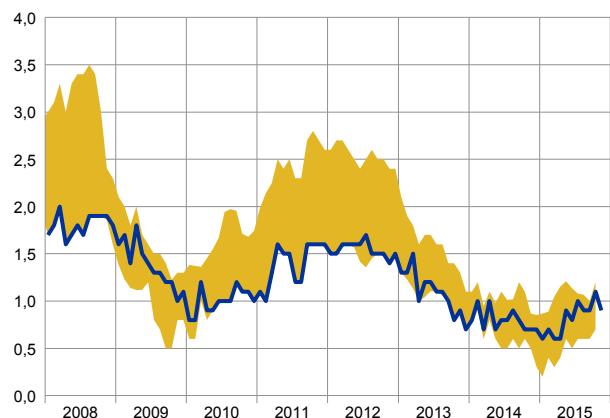
début 2015. Plus récemment, le principal moteur de cette accélération a été la hausse des prix des produits alimentaires non transformés, une progression de 4,0 points de pourcentage ayant été observée entre janvier et octobre. La forte pente de la courbe jusqu'en octobre reflète peut-être l'incidence sur les prix des légumes et des fruits des conditions météorologiques exceptionnellement chaudes durant l'été. En novembre, la hausse des prix des produits alimentaires non transformés s'est légèrement ralentie, tout en restant soutenue. En revanche, la hausse des prix des produits alimentaires transformés est restée globalement stable, freinée par la baisse des prix des produits laitiers.

Graphique 22

Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)

— IPCH hors produits alimentaires et énergie
— Fourchette des mesures de l'inflation sous-jacente



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Pour la fourchette de l'inflation sous-jacente, les éléments suivants ont été pris en compte : l'IPCH hors énergie ; l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie ; l'IPCH hors produits alimentaires et énergie ; la moyenne tronquée (10 %) ; la moyenne tronquée (30 %) ; la médiane de l'IPCH et la mesure fondée sur le modèle à facteur dynamique. Les dernières observations se rapportent à novembre 2015 pour l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (estimation rapide) et à octobre 2015 pour tous les autres indicateurs.

L'inflation sous-jacente s'est stabilisée après

le redressement observé précédemment par rapport au point bas de début 2015. La hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie s'est établie à 0,9 % en novembre, après avoir oscillé sans tendance claire autour de ce niveau depuis août 2015. D'autres mesures de l'inflation sous-jacente¹ sont demeurées relativement stables au cours des derniers mois (cf. graphique 22). Lors de l'analyse des dernières données relatives à la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie, il convient de garder à l'esprit que les taux de variation annuels des prix des services et des produits manufacturés hors énergie peuvent également afficher une forte volatilité d'un mois sur l'autre, en raison, par exemple, des postes liés aux voyages ou à l'habillement et à la chaussure, dont les prix peuvent être très volatils. Plus fondamentalement, les évolutions récentes de l'inflation sous-jacente reflètent les effets à la hausse exercés par le recul du taux de change de l'euro par rapport au début de l'année et le redressement de la demande intérieure. Toutefois, un fléchissement de

cette dynamique haussière pourrait être attribué aux effets indirects des nouvelles baisses des cours du pétrole observées récemment.

Les prix à l'importation restent la principale source de tensions à la hausse

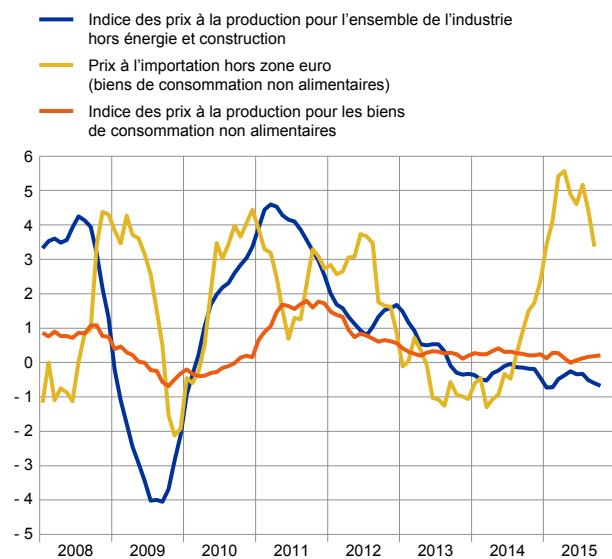
en amont de la chaîne des prix. Les prix à l'importation des biens de consommation hors produits alimentaires continuent d'afficher des taux de croissance annuels soutenus depuis le début de l'année, même si la hausse annuelle des prix à l'importation s'est légèrement ralenti récemment, reflétant les pressions à la baisse exercées par l'appréciation de l'euro entre mai et fin octobre 2015 (cf. graphique 23). 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. Le taux de variation annuel des prix intérieurs

¹ Un large éventail d'indicateurs de l'inflation sous-jacente a été présenté dans l'encadré 4 intitulé *L'inflation sous-jacente a-t-elle atteint un point de retournement ?* du *Bulletin économique* n° 5, BCE, juillet 2015.

Graphique 23

Prix à la production et prix à l'importation

(variations annuelles en pourcentage)



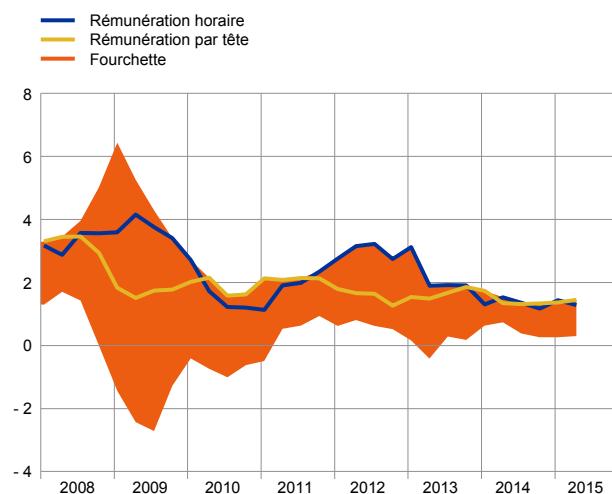
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à octobre 2015 pour l'indice des prix à la production et à septembre 2015 pour les prix à l'importation.

Graphique 24

Salaires nominaux et autres mesures des pressions sur les coûts d'origine interne

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2015. La fourchette inclut la rémunération horaire nominale, la rémunération nominale par tête, les coûts unitaires de main-d'œuvre, le déflateur du PIB et l'indice des prix à la production pour les services.

à la production pour les biens de consommation non alimentaires a oscillé autour de niveaux tout juste supérieurs à zéro tout au long de l'année. Celui de l'ensemble des prix à la production hors énergie et construction a également fléchi récemment, reflétant principalement la baisse des prix à la production des biens intermédiaires à son plus bas niveau depuis mars 2014. Les données d'enquêtes relatives aux prix des consommations intermédiaires et aux prix à la production jusqu'en novembre indiquent la persistance de tensions internes modérées sur les prix à la production. À plus long terme, la dépréciation de l'euro pourrait commencer à exercer des tensions à la hausse sur les prix à l'importation et, au bout du compte, sur les prix à la production à compter de novembre.

La progression des salaires est demeurée modérée (cf. graphique 24). La reprise de la progression des salaires a été modérée au cours des derniers trimestres, continuant peut-être de refléter l'ampleur de la sous-utilisation des capacités productives dans l'économie et sur le marché du travail et le fait que le pouvoir d'achat réel des salaires est plus élevé compte tenu de la faible inflation (cf. encadrés 4 et 5). Contrairement aux coûts de main-d'œuvre, les marges bénéficiaires ont contribué à renforcer les tensions internes sur les coûts au premier semestre 2015. Cette évolution a pu être favorisée par les coûts salariaux modérés et par les améliorations des termes de l'échange en liaison avec les faibles évolutions des prix à l'importation. Globalement, la croissance du déflateur du PIB, un indicateur large des tensions inflationnistes d'origine interne, s'est renforcée au deuxième trimestre 2015.

Les mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés se sont inscrites en hausse depuis octobre, tandis que celles fondées sur les enquêtes sont demeurées globalement stables. Un recul des mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés a été observé durant l'été, le taux anticipé à cinq ans du swap indexé sur l'inflation dans cinq ans revenant à 1,56 % fin septembre (cf. graphique 25).

Depuis début octobre, les mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés ont fortement progressé, également en réaction aux anticipations par les marchés d'un nouvel assouplissement monétaire dans la zone euro. Le taux anticipé à cinq ans du swap indexé sur l'inflation dans cinq ans a augmenté de quelque 25 points de base par rapport à fin septembre et s'est établi à 1,8 % environ début décembre. À compter de mi-octobre, les mesures des

anticipations d'inflation fondées sur les marchés ont fortement progressé, également en réaction aux anticipations par les marchés d'un nouvel assouplissement monétaire dans la zone euro. Le taux anticipé à cinq ans du swap indexé sur l'inflation dans cinq ans a augmenté de quelque 25 points de base par rapport à fin septembre et s'est établi à 1,8 % environ début décembre. À compter de mi-octobre, les mesures des

Graphique 25

Mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

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

anticipations d'inflation à long terme fondées sur les enquêtes, telles que celles ressortant de l'Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels et des prévisions du Consensus économique, sont restées globalement stables au cours des derniers mois.

À plus long terme, l'inflation pour la zone euro mesurée par l'IPCH devrait continuer de remonter (cf. graphique 20). Sur la base des informations disponibles mi-novembre, les projections macroéconomiques de décembre 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème prévoient une hausse de l'IPCH de 0,1 % en moyenne en 2015, passant à 1,0 % en 2016 et à 1,6 % en 2017². Les évolutions de la hausse de la composante énergie de l'IPCH devraient jouer un rôle majeur dans la détermination du profil d'évolution de l'IPCH sur l'horizon de projection (cf. encadré 3). D'importants effets de base à la hausse vers la fin de l'année et au second semestre 2016, ainsi que les hausses attendues des prix du pétrole (conformément aux prix des contrats à terme) jusqu'en 2017 devraient

entraîner une accélération sensible de la hausse de la composante énergie de l'IPCH à partir des taux actuellement négatifs. L'accélération de l'inflation est également soutenue par la reprise progressive de l'inflation sous-jacente, reflétant de nouvelles améliorations de la situation sur le marché du travail et de la capacité des entreprises à imposer leurs prix, dans le sillage du renforcement de la reprise économique. De plus, l'incidence prolongée de l'évolution du taux de change sur les prix à la consommation devrait également contribuer à la remontée de l'inflation. Par comparaison avec les projections macroéconomiques de septembre 2015 pour la zone euro réalisées par les services de la BCE, les perspectives en matière de progression de l'IPCH ont été révisées légèrement à la baisse.

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

5

Monnaie et crédit

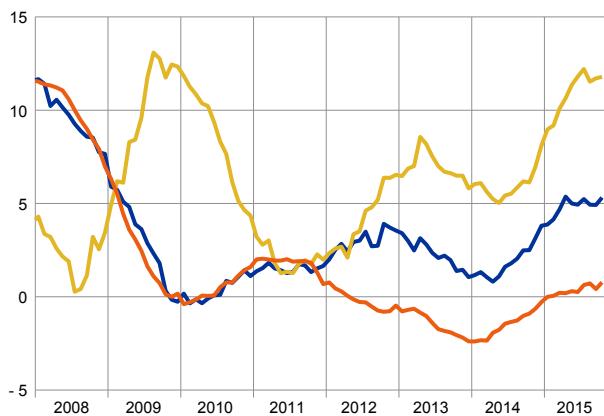
La croissance monétaire demeure robuste, tandis que celle des prêts se redresse de manière progressive seulement. Le bas niveau des taux d'intérêt, les effets des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) et le programme étendu d'achats d'actifs (APP) ont contribué à l'amélioration des indicateurs de la monnaie et du crédit et, plus généralement, de la transmission de la politique monétaire. Les coûts de financement des banques se sont stabilisés à un niveau proche de leurs plus bas historiques, après avoir diminué pendant plusieurs années.

Graphique 26

M3, M1 et prêts au secteur privé

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

M3
M1
Prêts au secteur privé



Source : BCE.

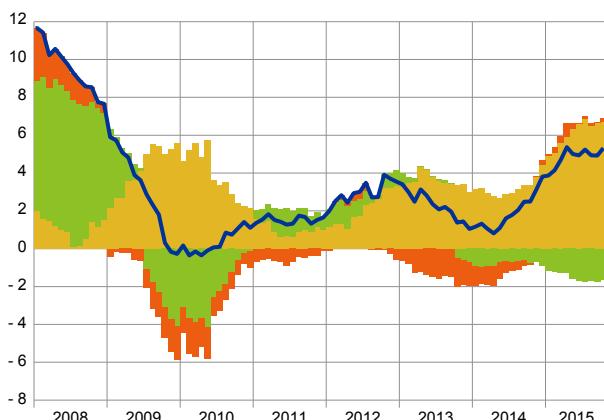
Note : La dernière observation se rapporte à octobre 2015.

Graphique 27

M3 et ses composantes

(variations annuelles en pourcentage ; contributions en points de pourcentage ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)

M3
M1
Instruments négociables
Autres dépôts à court terme



Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à octobre 2015.

Les banques répercutent progressivement cette baisse des coûts sous la forme d'une réduction de leurs taux débiteurs. Les conditions de crédit favorables ont continué de soutenir le rebond de la croissance des prêts, tandis que l'hétérogénéité des taux débiteurs des banques entre les différents pays s'est encore atténuée. Selon les estimations, le flux annuel global du financement externe des sociétés non financières (SNF) s'est stabilisé au troisième trimestre 2015.

Les données monétaires les plus récentes confirment la robustesse de la croissance

monétaire. Le taux de croissance annuel de M3 s'est établi à 5,3 % en octobre 2015, contre 5,0 % au troisième trimestre (cf. graphique 26). La croissance de M3 a continué de résulter de l'agrégat étroit M1, dont le taux de croissance annuel est resté soutenu en octobre, à 11,8 %, sans changement par rapport au troisième trimestre. Les évolutions récentes de l'agrégat étroit sont conformes aux perspectives de poursuite de la reprise de l'activité économique.

Les détenteurs de monnaie privilégient les dépôts à vue.

L'agrégat M1 a apporté une contribution importante à la croissance de M3 en octobre, ainsi que tout au long du troisième trimestre (cf. graphique 27). Le contexte de très bas niveau des taux d'intérêt incite à privilégier les placements en dépôts à vue inclus dans M3. Cette évolution reflète également les entrées liées aux cessions d'obligations du secteur public, d'obligations sécurisées et de titres adossés à des actifs auxquelles le secteur détenteur de monnaie a procédé dans le cadre de l'APP. En revanche, les dépôts à court terme autres que les dépôts à vue ($M2 - M1$) ont poursuivi leur contraction et continuent de peser sur la croissance de M3. En outre, la contribution des instruments négociables ($M3 - M2$) à la croissance annuelle de M3 a été faible, mais positive, en octobre. Ces deux évolutions confirment le faible niveau de rémunération des actifs monétaires moins liquides. L'évolution des instruments

négociables reflète le rebond observé depuis mi-2014 pour les portefeuilles de titres d'OPCVM monétaires, qui a coïncidé avec l'amélioration de leur rémunération par rapport à d'autres actifs à court terme dotés de caractéristiques analogues.

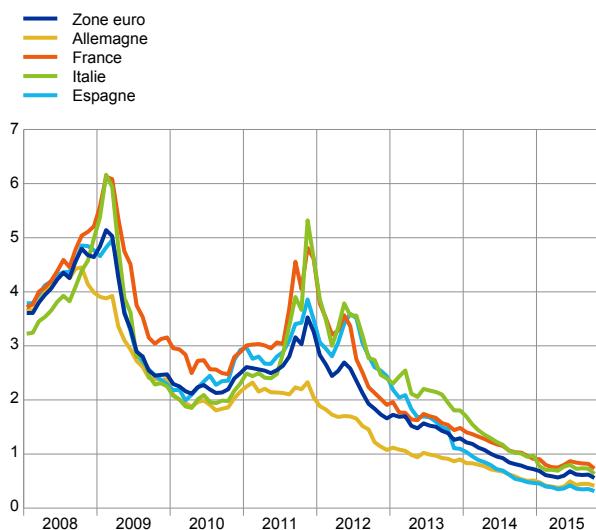
Les sources d'origine interne de la création monétaire demeurent le principal moteur de la progression de la monnaie au sens large. Cela s'explique en partie par les mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE. Du point de vue des contreparties, la dynamique de M3 résulte principalement d'arbitrages au détriment des engagements financiers à long terme et d'une plus forte contribution des concours des IFM, en liaison avec les mesures de politique monétaire de la BCE. Le rythme annuel de contraction des engagements financiers à long terme (hors capital et réserves) est demeuré très négatif en octobre, s'établissant à – 6,7 %, pratiquement sans changement par rapport au troisième trimestre. Cette contraction s'explique en partie par l'attractivité des TLTRO comme alternative à un financement à long terme des banques sur les marchés et par les achats d'actifs réalisés dans le cadre de l'APP. Les créances sur les administrations publiques ont encore progressé en octobre sous l'effet de la poursuite des achats effectués dans le cadre du programme d'achats d'actifs du secteur public (PSPP) (et aussi parce que l'Eurosystème figure lui-même parmi les IFM de la zone euro). Pour une part importante, ces actifs ont été acquis par l'Eurosystème auprès d'autres IFM, ce qui correspond à une rupture par rapport au profil observé jusqu'en septembre, où les non-résidents étaient les principaux vendeurs au profit de l'Eurosystème. De plus, la contribution des concours au secteur privé, qui a été le principal frein à la croissance monétaire au cours des dernières années, a de nouveau augmenté en octobre.

La contribution (annuelle) de la position créitrice nette du secteur des IFM à la croissance de M3 est demeurée négative, les sorties de capitaux – également celles liées au PSPP – contrebalançant l'excédent important du compte des transactions courantes de la zone euro.

Graphique 28

Coût composite du financement par endettement des banques

(coût composite du financement par les dépôts et du financement de marché non sécurisé : pourcentages annuels)



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

Notes : Le coût composite des dépôts est calculé comme une moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôts à vue, de dépôts à terme et de dépôts remboursables avec préavis, pondérés par les encours correspondants. La dernière observation se rapporte à octobre 2015.

Les coûts de financement des banques demeurent proches de leurs plus bas historiques.

Le coût composite du financement par endettement des banques enregistre une baisse continue depuis plusieurs années (cf. graphique 28), dans un contexte de remboursements nets des engagements financiers à long terme des IFM. Le train de mesures d'assouplissement du crédit prises par la BCE et l'APP ont contribué de manière significative à la réduction des coûts de financement des banques. Après l'épisode de réévaluation en mai 2015, les coûts de financement des banques se sont stabilisés à un bas niveau au cours du troisième trimestre. Dans le cadre de l'enquête d'octobre 2015 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les banques ont déclaré que l'accès au financement s'était amélioré au troisième trimestre pour l'ensemble des principaux instruments de marché, à l'exception des dépôts des

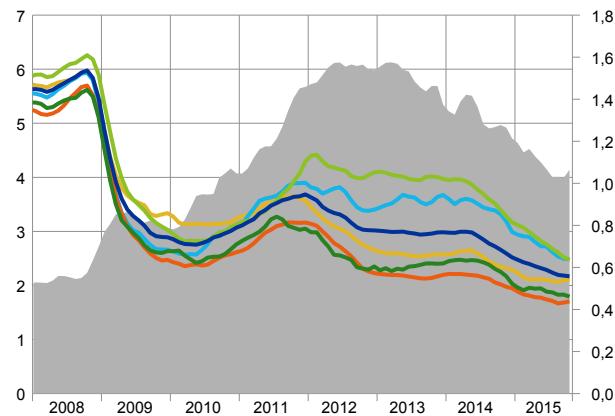
particuliers, pour lesquels le financement a connu une légère détérioration. Toutefois, aucun signe tangible n'indique jusqu'à présent que le coût des dépôts bancaires deviendrait négatif en raison du taux négatif de la facilité de dépôt de la BCE.

Graphique 29

Indicateur composite du coût d'emprunt pour les SNF

(pourcentages annuels ; moyennes mobiles sur trois mois)

— Zone euro
 — Allemagne
 — France
 — Italie
 — Espagne
 — Pays-Bas
 — Écart-type entre pays (échelle de droite)



Source : BCE.

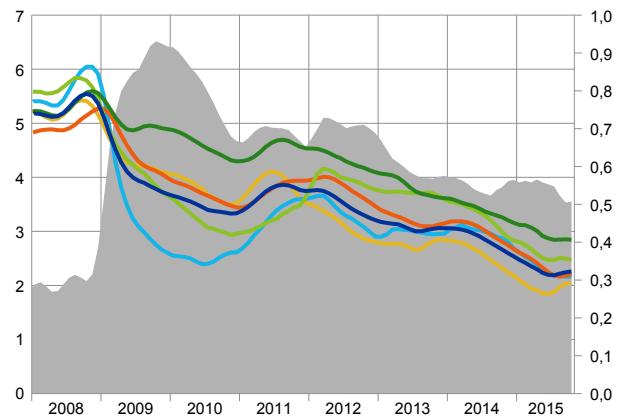
Notes : L'indicateur du coût d'emprunt bancaire total est calculé par agrégation des taux à court et à long terme reposant sur une moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart-type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation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

Graphique 30

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

(pourcentages annuels ; moyennes mobiles sur trois mois)

— Zone euro
 — Allemagne
 — France
 — Italie
 — Espagne
 — Pays-Bas
 — Écart-type entre pays (échelle de droite)



Source : BCE.

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

Les taux débiteurs bancaires se sont stabilisés à un bas niveau au

troisième trimestre. Le coût nominal des prêts bancaires consentis aux SNF et aux ménages enregistre une forte baisse depuis mi-2014. Depuis l'annonce par la BCE du train de mesures d'assouplissement du crédit en juin 2014, les banques ont répercuté la baisse de leurs coûts de financement sous la forme d'une réduction des taux qu'elles appliquent aux prêts. Par conséquent, les indicateurs composites du coût d'emprunt pour les SNF et les ménages de la zone euro ont diminué de, respectivement, 79 et 65 points de base (cf. graphiques 29 et 30). Les données récentes pour septembre et octobre tendent à indiquer que les taux débiteurs bancaires se sont stabilisés à des niveaux bas.

L'hétérogénéité des taux débiteurs bancaires entre les différents pays s'est encore atténuée, mais demeure supérieure à son niveau d'avant la crise.

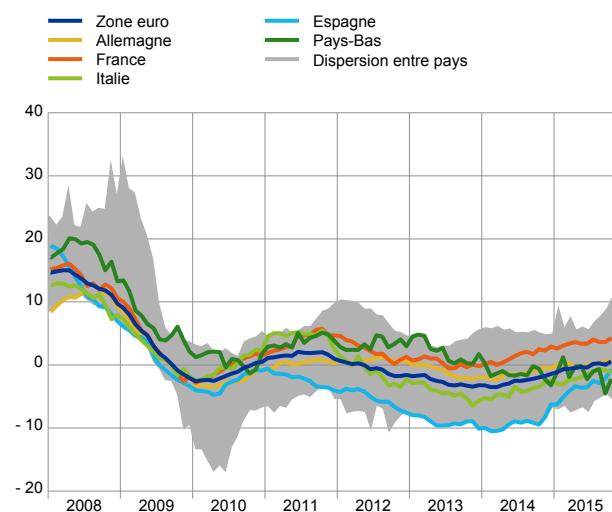
À cet égard, l'APP et le train de mesures d'assouplissement du crédit adopté par la BCE ont favorisé un resserrement significatif de la dispersion des coûts d'emprunt entre les différents pays. Les pays vulnérables de la zone euro ont connu des baisses particulièrement prononcées des taux débiteurs bancaires. En dépit de quelques améliorations encourageantes des conditions d'attribution des crédits dans l'ensemble de la zone euro, les critères d'octroi demeurent hétérogènes d'un pays et d'un secteur à l'autre.

La croissance des prêts au secteur privé se redresse progressivement, mais demeure faible. Le taux de croissance annuel des prêts des IFM au secteur privé s'est encore accentué au troisième trimestre et en octobre (cf. graphique 26), avec une amélioration progressive de la dynamique des prêts aussi bien pour les

Graphique 31

Prêts des IFM aux SNF dans une sélection de pays de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



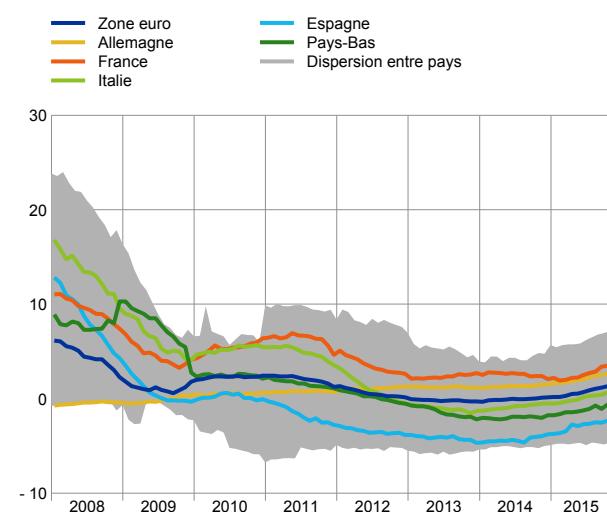
Source : BCE.

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

Graphique 32

Prêts des IFM aux ménages dans une sélection de pays de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

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

après un rebond temporaire en juillet. Cette évolution résulte probablement des récentes hausses du coût du financement de marché, et potentiellement aussi d'un nouveau renforcement des bénéfices non distribués (ce qui réduirait les besoins de financement externe des SNF). Cette récente modération des émissions de titres de créance fait suite aux importantes émissions des SNF et de leurs véhicules qui

entreprises que pour les ménages. La progression annuelle des prêts aux SNF (en données corrigées des cessions et de la titrisation) s'est progressivement redressée depuis début 2015, atteignant 0,6 % en octobre (cf. graphique 31). De même, le taux de croissance annuel des prêts consentis aux ménages (en données corrigées des cessions et de la titrisation) s'est amélioré au troisième trimestre et en octobre (cf. graphique 32). Comme cela a été évoqué précédemment, ces évolutions ont été favorisées par la baisse significative des taux débiteurs bancaires dans l'ensemble de la zone euro depuis l'été 2014, ainsi que par l'amélioration à la fois de l'offre et de la demande de prêts bancaires. En dépit de ces évolutions positives, la faiblesse de la croissance économique, l'assainissement des bilans bancaires et le caractère relativement restrictif des conditions de distribution du crédit pèsent encore sur l'offre de crédit dans certaines parties de la zone euro.

Selon les estimations, le flux annuel global du financement externe des SNF s'est stabilisé au

troisième trimestre, après s'être de nouveau

renforcé au premier semestre de l'année.

Au troisième trimestre, le financement externe des SNF s'est établi à des niveaux comparables à ceux observés au premier semestre 2012 – ou en 2004, avant la période de forte croissance du crédit. Le redressement du financement externe des SNF observé depuis 2014 a été favorisé par le renforcement de l'activité économique, de nouvelles diminutions du coût des prêts bancaires, l'assouplissement des conditions de distribution du crédit bancaire et le coût très faible de l'endettement de marché. Dans le même temps, les soldes de trésorerie des SNF ont encore augmenté au troisième trimestre pour atteindre des niveaux historiquement élevés, en liaison avec un nouveau renforcement possible des bénéfices non distribués, de faibles coûts d'opportunité et des accès d'incertitude sur les marchés financiers.

Les données mensuelles montrent que les émissions nettes de titres de créance par les SNF se sont encore ralenties en août et en septembre,

ont été observées au premier trimestre de l'année après l'introduction du PSPP. Les émissions nettes d'actions cotées par les SNF se sont également ralenties de manière significative en août et en septembre, après être demeurées robustes au cours des mois précédents.

Selon les estimations, le coût nominal global du financement externe pour les SNF a diminué en octobre et en novembre, après avoir augmenté au troisième trimestre. Ce recul s'explique principalement par le rebond des cours boursiers, qui a réduit le coût du financement par émission d'actions et par la diminution du coût du financement par endettement, quoique dans une moindre mesure. En octobre et en novembre, le coût des fonds propres et de l'endettement de marché s'est établi, en moyenne, à un niveau supérieur de quelque 20 points de base et 55 points de base, respectivement, aux niveaux observés en février, où ils étaient tombés à leur plus bas historique.

Évolutions budgétaires

Les soldes budgétaires dans la zone euro ne devraient s'améliorer que légèrement, grâce à des évolutions conjoncturelles favorables et à la faiblesse des charges d'intérêts. Parallèlement, la politique budgétaire devrait prendre un tour expansionniste en 2016 et être globalement neutre en 2017, sous l'effet principalement d'allégements fiscaux votés par plusieurs États en soutien à la croissance et à l'emploi ainsi que de l'incidence de l'afflux de réfugiés dans certains pays. Dans un avenir plus éloigné, nombre de pays devront consentir des efforts d'assainissement supplémentaires pour imprimer une trajectoire baissière durable à leur ratio de la dette publique, actuellement élevé.

Le déficit budgétaire moyen de la zone euro ne devrait se creuser que légèrement durant les deux prochaines années. Selon les prévisions macroéconomiques pour la zone euro de décembre 2015 établies par les services de l'Eurosystème, le ratio de déficit des administrations publiques de la zone euro devrait revenir de 2 % du PIB en 2015 à 1,8 % du PIB en 2017 (cf. tableau 1). À la fin de la période couverte par les projections, la quasi-totalité des pays de la zone euro enregistreraient des déficits budgétaires inférieurs à la valeur de référence de 3 % du PIB. Par rapport aux prévisions de septembre 2015, les perspectives de déficit nominal demeurent globalement inchangées pour les deux prochaines années, en dépit d'une situation budgétaire légèrement plus expansionniste en 2016.

Tableau 1
Évolutions budgétaires dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
a. Recettes totales	46,1	46,6	46,8	46,5	46,1	45,8
b. Dépenses totales	49,7	49,6	49,4	48,5	48,1	47,7
<i>dont :</i>						
c. Paiements d'intérêts	3,0	2,8	2,7	2,4	2,3	2,2
d. Dépenses primaires (b - c)	46,7	46,8	46,7	46,1	45,8	45,5
Solde budgétaire (a - b)	- 3,7	- 3,0	- 2,6	- 2,0	- 2,0	- 1,8
Solde budgétaire primaire (a - d)	- 0,6	- 0,2	0,1	0,4	0,3	0,3
Solde budgétaire corrigé du cycle	- 3,5	- 2,3	- 1,9	- 1,7	- 1,9	- 1,9
Solde budgétaire structurel	- 3,2	- 2,2	- 1,8	- 1,7	- 1,9	- 1,9
Endettement brut	89,3	91,1	92,1	91,1	90,1	88,9
Pour mémoire : PIB en volume (variations en pourcentage)	- 0,8	- 0,2	0,9	1,5	1,7	1,9

Sources : Eurostat et projections macroéconomiques de décembre 2015 établies par les services de l'Eurosystème.

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

La réduction attendue du déficit est principalement portée par des évolutions conjoncturelles favorables et par la baisse des charges d'intérêts. Dans une série de pays, la disparition de facteurs non récurrents en 2015, liés notamment à des mesures de soutien du secteur financier, concourra également à l'amélioration budgétaire. Ces facteurs de nature à réduire le déficit sont partiellement contrecarrés par des programmes d'incitations fiscales, au nombre desquelles figurent d'importants allégements fiscaux en 2016, votés dans plusieurs pays afin de soutenir la croissance économique et l'emploi. À titre d'exemple, le gouvernement néerlandais envisage d'adopter un programme d'incitations prévoyant un abaissement des impôts directs des ménages. En Italie, le gouvernement supprimera

en 2016 l'impôt foncier sur les logements occupés par leur propriétaire, abaissera le taux d'imposition des sociétés et diminuera temporairement les cotisations sociales – des mesures partiellement compensées par un recul de la consommation publique. En Espagne, des réductions significatives des impôts sur le revenu des particuliers et sur les bénéfices des sociétés sont mises en place pour 2015-2016. Des baisses des impôts directs dus par les ménages sont également prévues dès 2016 en Autriche, dans la foulée de l'adoption d'une réforme fiscale comprenant aussi des relèvements de la TVA. De même, en Belgique, le gouvernement est en voie d'adopter une série de réductions d'impôts sur le revenu des ménages et des cotisations sociales pour 2016, qui seront cependant plus que compensées par des mesures d'assainissement portant sur des diminutions des dépenses ainsi que sur une hausse des impôts directs. En Irlande, les mesures budgétaires expansionnistes incluses dans le projet de budget pour 2016 devraient ralentir la résorption du déficit dans le contexte d'un environnement macroéconomique robuste.

L'afflux de réfugiés devrait influencer la situation budgétaire de quelques pays. Les coûts budgétaires immédiats découlant de l'afflux de réfugiés devraient se ressentir sensiblement dans les pays les plus touchés, tandis que leur incidence demeurerait mineure dans d'autres pays de la zone euro par lesquels les réfugiés transitent pour rallier leur destination finale. Les coûts budgétaires proviennent principalement de transferts d'espèces au profit des réfugiés et de dépenses de consommation publiques, en ce compris une élévation des coûts salariaux et des coûts du logement. Des estimations des coûts potentiels en la matière ont été publiées pour certains États dans le contexte des projets de plans budgétaires pour 2016, mais elles sont empreintes d'une grande incertitude. Pour 2016, ces estimations exprimées en pourcentage du PIB s'échelonnent de 0,1 % en Belgique et en Slovénie et 0,2 % en Italie et en Allemagne à 0,35 % en Autriche¹.

L'amélioration du solde budgétaire structurel devrait marquer le pas. Dans la zone euro, l'orientation budgétaire – mesurée par la variation du solde corrigé du cycle, déduction faite des mesures de soutien au secteur financier – devrait s'assouplir en 2016 avant de devenir globalement neutre en 2017. Selon les prévisions de décembre 2015 établies par les services de l'Eurosystème, sous l'effet des allègements fiscaux et des diminutions des cotisations sociales votés dans plusieurs pays et des dépenses liées à l'afflux des réfugiés, le déficit structurel de la zone euro augmentera de 0,2 point de pourcentage pour s'établir à 1,9 % du PIB en 2016, un niveau qu'il conservera en 2017. Il s'agit là d'un relâchement budgétaire pour 2016 en comparaison des prévisions de septembre 2015, qui prévoient que l'orientation budgétaire demeurerait généralement neutre.

La dette publique moyenne dans la zone euro est orientée à la baisse, même si elle demeure à un niveau élevé. Le ratio dette publique/PIB de la zone euro devrait retomber progressivement de son pic de 92,1 % du PIB en 2014 à 88,9 % du PIB à la fin de 2017. La baisse escomptée de la dette publique, qui dépasse légèrement le niveau sur lequel tablaient les prévisions de septembre 2015, est soutenue par des évolutions favorables du différentiel taux d'intérêt/taux de croissance et

¹ Cf. également l'encadré intitulé *Incidence de l'afflux des réfugiés sur l'économie de la zone euro, Projections macroéconomiques de décembre 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème*, BCE, décembre 2015.

par des excédents primaires. Par ailleurs, des ajustements déficit/dette négatifs, reflétant notamment des recettes tirées de la privatisation ainsi que le recours aux encaisses, contribueront également à l'amélioration des perspectives d'endettement. Dans un petit nombre de pays, toutefois, le niveau d'endettement devrait continuer de s'accroître durant la période couverte par les prévisions. Dans la mesure où les niveaux d'endettement demeurent élevés dans bon nombre de pays de la zone euro, des efforts d'assainissement supplémentaires devront être consentis pour imprimer une trajectoire baissière durable au ratio d'endettement. Les efforts visant à contenir les risques pesant sur la soutenabilité de l'endettement sont d'autant plus importants que les défis à long terme posés par le vieillissement de la population et l'accélération des coûts des soins de santé et des soins de longue durée sont substantiels.

Au vu de l'insuffisance attendue des efforts structurels, l'écart par rapport aux exigences du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) devrait se creuser. Si les gouvernements doivent faire preuve de prudence lorsqu'ils calibrent l'orientation de leur politique budgétaire pour parvenir à un juste équilibre leur permettant de résorber les niveaux élevés d'endettement sans pour autant mettre la reprise en péril, le respect des exigences du PSC se doit cependant d'être garanti. Or les projets de plans budgétaires pour 2016 publiés le 18 novembre mettent en évidence des lacunes dans l'ajustement structurel pour de nombreux pays de la zone euro. Il est essentiel que les dispositifs d'alerte précoce et les instruments correctifs instaurés par le cadre budgétaire renforcé soient mis en œuvre de manière complète et cohérente (cf. l'encadré 7). Plus particulièrement, les pays confrontés à des niveaux d'endettement élevés devraient progresser sur la voie de leurs objectifs budgétaires à moyen terme.

La discipline budgétaire devrait être complétée par des réformes structurelles favorables à la croissance. Des réformes structurelles ambitieuses du marché du travail et du marché des biens et services s'imposent afin d'améliorer les perspectives de croissance potentielle des économies de la zone euro et de contribuer à la réduction des niveaux d'endettement. De plus, bon nombre de pays de la zone euro doivent veiller à rendre leur système fiscal plus propice à la croissance. Ainsi, réduire le coin fiscal sur le travail peut s'avérer positif pour la croissance et l'emploi, en particulier à court terme. Pourtant, ces mesures ne sauraient se substituer totalement à des réformes structurelles du marché du travail. Dans ses recommandations spécifiques à chaque pays, la Commission européenne appelle régulièrement les États à alléger la pression fiscale sur les revenus du travail et à réformer le marché du travail, mais force est de constater que les progrès dans ces domaines sont assez maigres à ce stade.

Encadré 1

Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 22 juillet au 27 octobre 2015

Le présent encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE durant les cinquième et sixième périodes de constitution de réserves de 2015, comprises entre le 22 juillet et le 8 septembre 2015 et entre le 9 septembre et le 27 octobre 2015, respectivement. Durant cet intervalle, les taux des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt sont demeurés inchangés à 0,05 %, 0,30 % et – 0,20 %, respectivement¹. Le 30 septembre 2015 est intervenu le règlement de la cinquième opération de refinancement à plus long terme ciblée (TLTRO) pour un montant de 15,5 milliards d'euros, contre 73,8 milliards lors de la précédente opération en juin, portant l'allocation totale des cinq premières TLTRO à 399,6 milliards d'euros². En outre, l'Eurosystème a continué d'acquérir des titres du secteur public, des obligations sécurisées et des titres adossés à des actifs dans le cadre du programme étendu d'achats d'actifs (*Asset Purchase Programme – APP*), qui prévoit un rythme d'achats mensuels de 60 milliards d'euros³.

Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, est ressorti à 646,5 milliards d'euros, soit une hausse de 38,4 milliards par rapport à la précédente période sous revue (couvrant les troisième et quatrième périodes de constitution de l'année). Cette hausse s'explique essentiellement par l'augmentation du montant moyen des facteurs autonomes, qui a progressé de 36,7 milliards d'euros pour s'établir à 533,5 milliards (cf. tableau).

L'accroissement du montant moyen des facteurs autonomes résulte principalement d'une diminution du montant moyen des facteurs d'élargissement de la liquidité, tant des réserves nettes de change que des actifs nets libellés en euros. Les réserves nettes de change sont ressorties en

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

² Pour des informations sur les montants alloués lors des TLTRO, cf. les encadrés analogues dans les précédentes éditions du *Bulletin* ou le site Internet de la BCE : www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html.

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

Tableau

Situation de liquidité de l'Eurosystème

	Du 22 juillet au 27 octobre 2015	Du 22 avril au 21 juil. 2015	Sixième période de constitution de réserves	Cinquième période de constitution de réserves
Engagements – Besoins de refinancement (moyennes ; en milliards d'euros)				
Facteurs autonomes de la liquidité	1 675,7 (- 14,6)	1 690,3	1 692,8 (+ 34,2)	1 658,6 (- 37,6)
Billets en circulation	1 053,9 (+ 19,4)	1 034,5	1 052,4 (- 2,9)	1 055,3 (+ 12,6)
Dépôts des administrations publiques	79,3 (- 6,3)	85,6	95,2 (+ 31,8)	63,4 (- 32,9)
Autres facteurs autonomes	542,5 (- 27,7)	570,2	545,2 (+ 5,4)	539,8 (- 17,3)
Instruments de politique monétaire				
Comptes courants	446,9 (+ 107,5)	339,4	465,3 (+ 36,9)	428,4 (+ 47,0)
Réserves obligatoires	113,0 (+ 0,9)	111,2	113,2 (+ 0,5)	112,7 (+ 0,5)
Facilité de dépôt	150,4 (+ 49,1)	101,3	152,8 (+ 4,7)	148,0 (+ 45,0)
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	0,0 (+ 0,0)	0,0	0,0 (+ 0,0)	0,0 (+ 0,0)
Actifs – Offre de liquidité (moyennes ; en milliards d'euros)				
Facteurs autonomes de la liquidité	1 142,5 (- 51,3)	1 193,8	1 135,7 (- 13,6)	1 149,3 (- 33,9)
Réserves nettes de change	623,2 (- 26,5)	649,8	619,1 (- 8,3)	627,4 (- 15,5)
Actifs nets libellés en euros	519,3 (- 24,8)	544,1	516,7 (- 5,2)	521,9 (- 18,4)
Instruments de politique monétaire				
Opérations d' <i>open market</i>	1 130,4 (+ 193,2)	937,2	1 175,5 (+ 90,2)	1 085,3 (+ 87,8)
Opérations d'appels d'offres	533,4 (+ 20,2)	513,2	532,3 (- 2,2)	534,5 (+ 8,8)
Opérations principales de refinancement	71,3 (- 18,4)	89,7	70,2 (- 2,2)	72,4 (- 10,1)
Opérations de refinancement exceptionnelles	0,0 (+ 0,0)	0,0	0,0 (+ 0,0)	0,0 (+ 0,0)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	73,6 (- 16,9)	90,5	69,2 (- 8,9)	78,1 (- 5,7)
Opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans	0,0 (+ 0,0)	0,0	0,0 (+ 0,0)	0,0 (+ 0,0)
Opérations de refinancement à plus long terme ciblées	388,5 (+ 55,5)	333,0	393,0 (+ 8,9)	384,1 (+ 24,6)
Portefeuilles d'achats fermes de titres	597,0 (+ 173,0)	424,0	643,2 (+ 92,4)	550,8 (+ 79,0)
1 ^{er} programme d'achats d'obligations sécurisées	22,2 (- 2,2)	24,4	21,9 (- 0,6)	22,5 (- 0,8)
2 ^{er} programme d'achats d'obligations sécurisées	10,5 (- 0,6)	11,1	10,4 (- 0,3)	10,7 (- 0,1)
3 ^{er} programme d'achats d'obligations sécurisées	114,9 (+ 27,8)	87,1	122,3 (+ 14,8)	107,6 (+ 12,4)
Programme pour les marchés de titres	128,5 (- 8,2)	136,6	127,1 (- 2,7)	129,8 (- 4,8)
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	11,9 (+ 4,4)	7,5	13,2 (+ 2,5)	10,7 (+ 1,9)
Programme d'achats de titres du secteur public	308,9 (+ 151,6)	157,4	348,3 (+ 78,6)	269,6 (+ 70,5)
Facilité de prêt marginal	0,4 (+ 0,2)	0,2	0,1 (- 0,5)	0,6 (+ 0,3)
Autres informations fondées sur la liquidité (moyennes ; en milliards d'euros)				
Besoin global de refinancement	646,5 (+ 38,4)	608,0	670,7 (+ 48,5)	622,2 (- 3,4)
Facteurs autonomes ¹⁾	533,5 (+ 36,7)	496,8	557,5 (+ 48,0)	509,5 (- 3,8)
Excédent de liquidité	483,9 (+ 154,7)	329,2	504,8 (+ 41,6)	463,1 (+ 91,3)
Évolutions des taux d'intérêt (en pourcentage)				
Opérations principales de refinancement	0,05 (+ 0,00)	0,05	0,05 (+ 0,00)	0,05 (+ 0,00)
Facilité de prêt marginal	0,30 (+ 0,00)	0,30	0,30 (+ 0,00)	0,30 (+ 0,00)
Facilité de dépôt	- 0,20 (+ 0,00)	- 0,20	- 0,20 (+ 0,00)	- 0,20 (+ 0,00)
Moyenne de l'Eonia	- 0,130 (- 0,022)	- 0,107	- 0,139 (- 0,018)	- 0,121 (- 0,002)

Source : BCE.

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

1) Y compris « en cours de règlement ».

moyenne à 623,2 milliards d'euros, soit une baisse de 26,5 milliards par rapport à la précédente période sous revue. L'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar au cours de la période de référence a entraîné une dévaluation des réserves nettes de change. En outre, les actifs nets libellés en euros sont ressortis en moyenne à 519,3 milliards d'euros, soit une baisse de 24,8 milliards par rapport à la précédente période sous revue. Les actifs nets libellés en euros ont diminué en raison de la dévaluation des actifs financiers détenus par l'Eurosystème à des fins autres que la politique monétaire et de l'augmentation des engagements détenus par des établissements étrangers auprès des banques centrales nationales. Auparavant, ces établissements étrangers avaient nettement réduit leurs avoirs en numéraire auprès de l'Eurosystème pour échapper à des taux d'intérêt négatifs, mais au cours de la

période de référence ils ont de nouveau renforcé leurs avoirs, peut-être en raison d'une diminution du nombre d'alternatives intéressantes sur le marché.

Les facteurs d'absorption de la liquidité ont diminué au cours de la période considérée sous l'effet d'une baisse des autres facteurs autonomes qui n'a été que partiellement contrebalancée par la progression habituelle des billets en circulation durant l'été. Les autres facteurs autonomes sont ressortis en moyenne à 542,5 milliards d'euros, soit une baisse de 27,7 milliards par rapport à la précédente période de référence, reflétant principalement une diminution des comptes de réévaluation. De plus, les dépôts moyens des administrations publiques ont également contribué à la réduction des besoins de refinancement, du fait de la baisse de 6,3 milliards d'euros qu'ils ont enregistrée pour s'établir à 79,3 milliards. Cette diminution des dépôts des administrations publiques représente un prolongement de la tendance globale à la baisse observée depuis septembre 2014 (lorsque la BCE a abaissé le taux de la facilité de dépôt à – 0,20 %), annulant en partie la hausse observée lors de la précédente période sous revue, lorsque les Trésors qui cherchaient à placer des fonds sur le marché disposaient de peu d'alternatives. Le recul au cours de la période sous revue est lié à une baisse des taux d'intérêt que certains Trésors nationaux sont prêts à accepter lorsqu'ils placent leur excédent de liquidité sur le marché. En revanche, le nombre de billets en circulation a augmenté durant l'été, conformément au profil habituel d'évolution saisonnière, contrebalançant en partie la baisse des autres facteurs d'absorption de la liquidité. Les billets en circulation se sont établis en moyenne à 1 053,9 milliards d'euros au cours de la période sous revue, soit une hausse de 19,4 milliards par rapport à la moyenne observée au cours de la précédente période de référence.

La volatilité des facteurs autonomes est restée élevée au cours de la période sous revue. Cette volatilité reflète essentiellement les importantes fluctuations des dépôts des administrations publiques et la réévaluation trimestrielle des réserves nettes de change et des actifs nets libellés en euros. Cette volatilité était, toutefois, plus faible que lors de la précédente période de référence, tandis que le niveau des facteurs autonomes est resté orienté à la hausse.

L'erreur absolue moyenne des prévisions hebdomadaires des facteurs autonomes est demeurée inchangée à 6,4 milliards d'euros au cours de la période sous revue et résulte principalement d'erreurs de prévision relatives aux dépôts des administrations publiques. Même si les erreurs de prévision relatives aux dépôts des administrations publiques sont en légère baisse, elles sont restées la principale source d'erreur, car il est toujours difficile d'anticiper les activités de placement des Trésors dans un contexte de taux d'intérêt à court terme du marché monétaire de plus en plus négatifs et de niveaux élevés des excédents de liquidité.

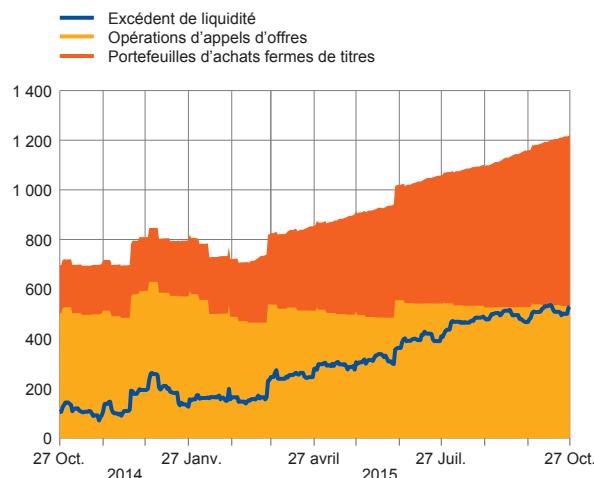
Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

Le montant moyen de liquidité fournie par le biais d'opérations d'*open market* (appels d'offres et achats fermes d'actifs) a augmenté de 193,2 milliards d'euros pour s'établir à 1 130,4 milliards (cf. graphique). Les achats fermes

Graphique

Évolution des instruments de politique monétaire et de l'excédent de liquidité

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

représentent 90 % de cette hausse et proviennent essentiellement du programme d'achats de titres du secteur public.

La liquidité moyenne fournie par le biais d'opérations d'appels d'offres a augmenté de 20,2 milliards d'euros pour s'établir à 533,4 milliards, sous l'effet des TLTRO.

La liquidité moyenne fournie par les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois a diminué de 18,4 milliards d'euros et de 16,9 milliards, respectivement, mais cette réduction a été largement contrebalancée par la liquidité moyenne fournie par les TLTRO, qui a progressé de 55,5 milliards pour s'établir à 388,5 milliards. La cinquième période de constitution a été le principal contributeur à cette hausse. En effet, lors de l'opération dont l'adjudication est intervenue en juin, on a observé un tirage nettement plus élevé que lors de l'opération adjugée en septembre.

La liquidité moyenne fournie par le biais des portefeuilles d'achats fermes de titres a augmenté de

173,0 milliards d'euros pour s'établir à 597,0 milliards, sous l'effet principalement du programme d'achats de titres du secteur public. La liquidité moyenne fournie par le programme d'achats de titres du secteur public, par le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées et par le programme d'achats de titres adossés à des actifs a augmenté de 151,6 milliards d'euros, de 27,8 milliards et de 4,4 milliards respectivement, contrebalançant largement le remboursement des obligations détenues dans le cadre du Programme pour les marchés de titres et des deux programmes précédents d'achats d'obligations sécurisées.

Excédent de liquidité

Par suite des évolutions précédemment examinées en détail, l'excédent de liquidité moyen a encore augmenté de 154,7 milliards d'euros, pour s'établir à 483,9 milliards au cours de la période sous revue (cf. le graphique). L'essentiel de cette hausse a été enregistré lors de la cinquième période de constitution, au cours de laquelle l'excédent de liquidité moyen a progressé de 91,3 milliards d'euros en raison d'une quasi-stabilité des facteurs autonomes. Au cours de la sixième période de constitution, l'excédent de liquidité moyen a augmenté moins fortement, enregistrant une hausse de 41,6 milliards d'euros. La relative faiblesse de cette croissance résulte principalement du fait que la hausse des facteurs autonomes a partiellement absorbé le renforcement de l'APP, nouvel élément attestant que la volatilité des facteurs autonomes affecte les évolutions de l'excédent de liquidité.

Cette augmentation de l'excédent de liquidité s'est reflétée surtout dans la progression des encours moyens sur les comptes courants, qui se sont renforcés de 107,5 milliards d'euros pour s'établir à 446,9 milliards au cours de la période sous revue. Cette progression s'est répartie de façon à peu près

égale entre les deux périodes de constitution, les avoirs moyens augmentant de 47,0 milliards d'euros et 36,9 milliards, respectivement, au cours des cinquième et sixième périodes de constitution. Le recours moyen à la facilité de dépôt a également progressé, mais dans une moindre mesure, augmentant de 49,1 milliards d'euros pour s'établir à 150,4 milliards.

Évolution des taux d'intérêt

Comme au cours de la précédente période sous revue, les taux du marché monétaire ont encore diminué sous l'effet de la hausse persistante de l'excédent de liquidité et de l'acceptation croissante par les intervenants de marché de transactions effectuées à des taux négatifs. Sur le compartiment des opérations en blanc, l'Eonia s'est établi en moyenne à – 0,130 %, en baisse par rapport à une moyenne de – 0,107 % lors de la précédente période de référence. La baisse la plus prononcée a été enregistrée au cours de la sixième période de constitution, lors de laquelle l'Eonia est ressorti en moyenne à – 0,139 %, en recul de 0,018 point de pourcentage par rapport à la précédente période de constitution. Les taux au jour le jour des prêts garantis ont diminué pour s'établir à des niveaux proches du taux de la facilité de dépôt. Ainsi, les taux de certains titres spécifiques utilisés comme garantie⁴ sont même revenus en dessous du taux de la facilité de dépôt. Les taux moyens au jour le jour des opérations de pension sur le marché GC Pooling⁵ sont revenus à – 0,187 % et à – 0,184 %, respectivement, pour les paniers de garanties standard et étendu, soit une baisse de 0,007 et 0,014 point de pourcentage par rapport à la précédente période sous revue.

⁴ Cf., par exemple, le « *RepoFunds Rate* » : www.repofundsrate.com.

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

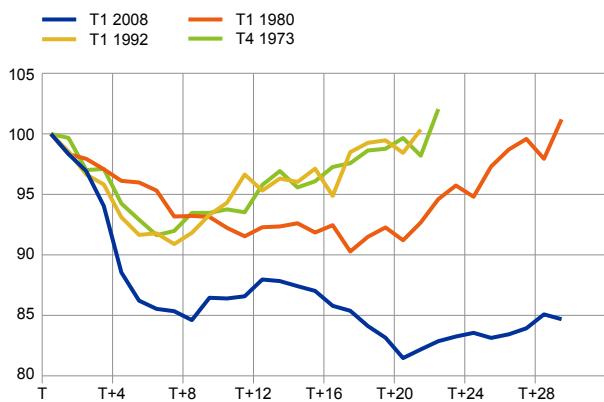
Encadré 2

Quels sont les facteurs à l'origine du faible niveau d'investissement dans la zone euro ? Les réponses tirées d'une enquête auprès des grandes entreprises de la zone euro

Graphique A

Investissement dans la zone euro en période de reprise

(Indice : pic d'avant-crise = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : T fait référence aux pics enregistrés avant la crise pour les différentes périodes concernées. Les trimestres suivants, figurant sur l'axe des abscisses, montrent le nombre de trimestres qu'il a fallu, historiquement, pour retrouver les niveaux d'avant crise, ce qui permet la comparaison avec la crise actuelle.

Tableau A

Statistiques synthétiques

tirées d'une enquête spécifique sur l'investissement

	Participants		Part dans l'économie totale
	Nombre	Part dans l'enquête	
Emploi (en milliers)	3 770		2,5 %
Investissement (en millions d'euros)	35 145		3,0 %
Décomposition sectorielle			
Industrie hors construction	31	42 %	28 %
Construction ¹⁾	13	18 %	23 %
Services	30	41 %	49 %
donc :			
entreprise à entreprise	11	15 %	22 %
entreprise à consommateur	19	26 %	27 %

Sources : Enquête sur l'investissement, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Le nombre de salariés et les budgets d'investissement pour 2014 sont déclarés par les entreprises participantes elles-mêmes. La part dans la valeur ajoutée se rapporte à l'économie marchande non financière et ne tient pas compte du secteur financier, du secteur public et de l'agriculture. L'industrie hors construction recouvre les transformateurs de produits alimentaires et les producteurs agricoles.

1) La construction comprend l'immobilier.

En dépit de la reprise économique en cours dans la zone euro, l'investissement reste faible par rapport aux niveaux constatés avant la crise et sa croissance très inférieure aux évolutions historiques (cf. graphique A).

Dans une certaine mesure, la lente reprise de l'investissement dans la zone euro reflète le caractère prolongé de la crise, qui explique que la production n'ait toujours pas retrouvé son niveau antérieur. Toutefois, la lenteur du processus de reprise s'explique également par d'autres facteurs qui ont contribué, à des degrés divers et à des périodes différentes, à freiner l'investissement dans la zone euro. Ces facteurs ont trait à l'accès au crédit, à des préoccupations d'ordre plus général reflétant les conditions de la demande, aux perspectives de croissance et à de plus larges contraintes à l'échelle de l'entreprise, autant d'éléments réduisant l'incitation à investir. Le présent encadré résume les résultats d'une enquête ponctuelle menée spécifiquement auprès des grandes entreprises de la zone euro concernant la situation de l'investissement dans la zone ainsi que les contraintes qui pèsent sur l'investissement des entreprises.

Le tableau A synthétise la ventilation et le caractère représentatif des 74 réponses reçues ¹⁾. 31 participants appartiennent au secteur industriel au sens large (dont trois producteurs et transformateurs de produits agricoles), 13 exercent leur activité dans la construction ou dans un domaine connexe et 30 dans le secteur des services (notamment le commerce de détail et les transports, les services aux entreprises et les services aux consommateurs). Si l'on compare leur taille avec les données de comptes nationaux, ces 74 entreprises

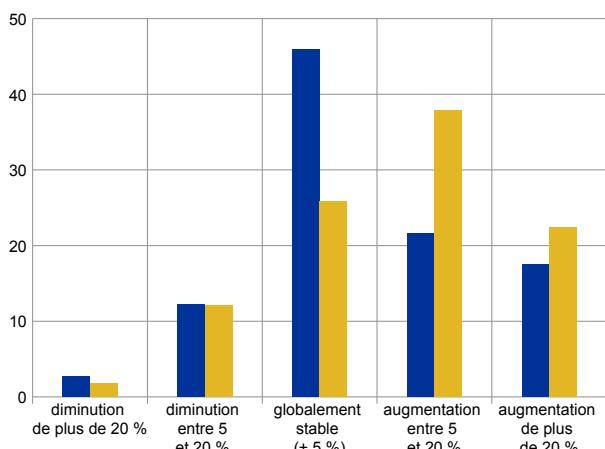
¹⁾ L'enquête sur l'investissement est une enquête papier, adressée par courriel directement aux directeurs financiers d'un échantillon de grandes entreprises de la zone euro. Un mélange de questions fermées et de questions ouvertes ont été posées concernant : les plans et stratégies d'investissement en 2015 ; les plans d'investissement actuels et futurs ; et des éléments relatifs aux contraintes existantes et aux mesures de politique économique susceptibles, à plus long terme, de soutenir/d'encourager davantage l'investissement dans la zone euro.

Graphique B

Plans d'investissement des grandes entreprises en 2015 par rapport à 2014

(pourcentage d'entreprises déclarantes)

— Ensemble des entreprises
— Entreprises investissant également en dehors de la zone euro



Sources : Enquête sur l'investissement et calculs de la BCE.

Tableau B

Ventilation des dépenses d'investissement par catégories

(pourcentage d'entreprises déclarantes)

	< 30 %	30 %-60 %	> 60 %
Dépenses en capital	10 %	19 %	71 %
Recherche et développement	72 %	22 %	7 %
Autres (actifs incorporels par ex.)	84 %	12 %	4 %

Sources : Enquête sur l'investissement et calculs de la BCE.

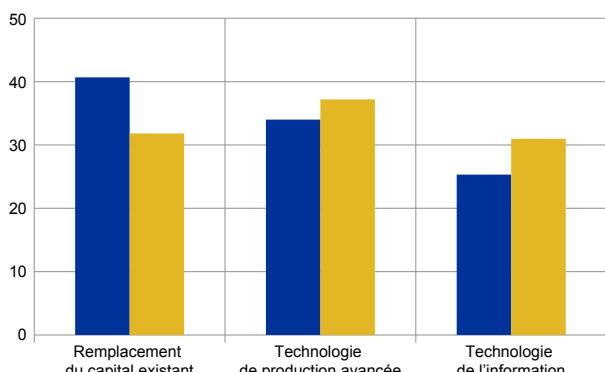
Note : Le total des lignes peut ne pas correspondre à 100 % en raison des arrondis.

Graphique C

Ventilation des dépenses en capital par forme d'investissement

(part moyenne en pourcentage des dépenses des entreprises déclarantes)

— Ensemble des entreprises
— Entreprises dont l'investissement a augmenté de plus de 20 %



Sources : Enquête sur l'investissement et calculs de la BCE.

considérées dans leur ensemble représentent 2,5 % environ de l'emploi total et 3 % du total des dépenses d'investissement non résidentiel du secteur privé en 2014.

Selon ces participants, les budgets d'investissement ont augmenté, en moyenne, entre 2014 et 2015

(cf. graphique B). Néanmoins, dans le contexte actuel de faible croissance dans la zone euro, près de la moitié d'entre eux n'ont pas modifié leurs budgets d'investissement. Par ailleurs, dans le sous-ensemble des participants réalisant également des investissements en dehors de la zone euro (plus des deux tiers), on constate des taux d'investissement généralement plus élevés en dehors de la zone, notamment pour les grandes entreprises multinationales exerçant leur activité dans les secteurs manufacturier et de la construction (cf. les barres jaunes du graphique B). Interrogés sur les principales destinations de leurs investissements hors zone euro, ces participants ont généralement cité les économies de marché émergentes comme destination principale, ainsi que les économies avancées ne faisant pas partie de l'UE, ce qui est révélateur des préoccupations actuelles concernant le rendement potentiel des investissements dans la zone euro et plus largement dans l'UE.

Les dépenses en capital représentent de loin la part la plus importante des budgets d'investissement, une part beaucoup moins élevée étant consacrée à la recherche et développement (R&D) ou aux actifs incorporels (cf. tableau B). Interrogées sur la ventilation de leurs dépenses d'investissement, 71 % des entreprises ont déclaré consacrer plus de 60 % de leurs budgets d'investissement aux dépenses en capital, contre seulement 7 % d'entreprises qui investissent principalement dans la R&D ou les actifs incorporels. En général, les entreprises qui investissent lourdement en R&D sont celles qui développent de nouvelles technologies afin d'améliorer les capacités de production, de faire face à des cadres environnementaux ou réglementaires contraignants, ou de protéger les droits de propriété intellectuelle.

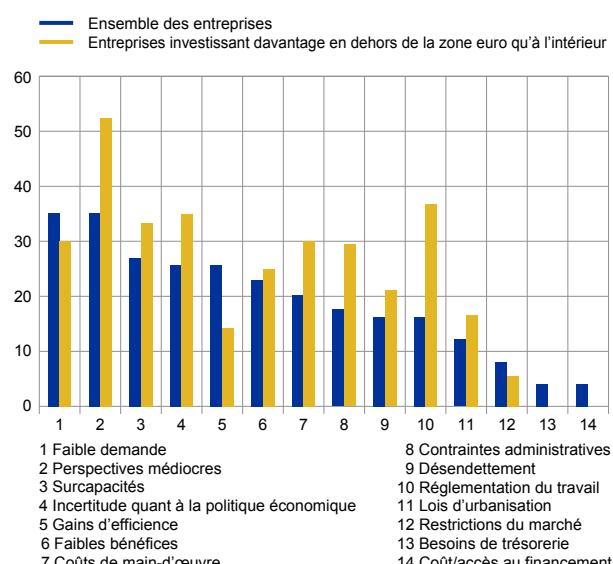
Au sein des dépenses en capital, l'investissement s'est généralement concentré sur le remplacement des matériels obsolètes plutôt que sur l'amélioration des technologies (cf. graphique C).

Le graphique C montre que 41 % du total des dépenses en capital ont été consacrés au

remplacement des stocks de capital existants, plutôt qu'à l'investissement dans des technologies nouvelles ou avancées. Parmi les entreprises dont l'investissement est élevé (cf. les barres jaunes du graphique C, qui représentent les entreprises dont l'investissement a augmenté de 20 % au moins en rythme annuel en 2015), la part des dépenses en capital consacrées aux « technologies avancées » et au matériel informatique est en général un peu plus importante. Toutefois, dans de nombreux cas, l'augmentation des dépenses en technologies avancées traduit une volonté de réduction des coûts et d'accroissement de la productivité, plutôt que de développement d'un produit amélioré ou de personnalisation de la production.

Graphique D Contraintes pesant sur l'investissement dans la zone euro

(pourcentage d'entreprises déclarantes)



Sources : Enquête sur l'investissement et calculs de la BCE.

la zone euro qu'à l'intérieur, les réglementations du marché du travail, les coûts de main-d'œuvre et les contraintes administratives ont été fréquemment cités comme les contraintes les plus fortes, ainsi que les perspectives de croissance médiocres et l'incertitude quant aux inflexions de politique économique.

Interrogés sur les changements en matière de politique économique qui permettraient d'encourager davantage l'investissement dans la zone euro, les participants ont mentionné principalement les réformes axées sur les marchés nationaux du travail et de biens et de services et l'harmonisation fiscale. Les participants ont évoqué la nécessité de plus en plus grande, dans

² Si les entreprises de plus petite taille ont longtemps cité leurs plus grandes difficultés à accéder au financement comme contrainte à l'investissement, la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE) indique que ces contraintes se sont considérablement assouplies au cours de l'année 2015. Cf. l'enquête sur l'accès des entreprises au financement dans la zone euro, *Survey on the access to finance of enterprises in the euro area – April to September 2015*, BCE, Francfort-sur-le-Main, décembre 2015, disponible à l'adresse suivante <http://www.ecb.europa.eu>.

³ Il s'agit, en général, de plans d'aménagement limitant le nombre, la taille ou le périmètre d'activité des entreprises exerçant leur activité dans une zone spécifique.

un environnement de plus forte volatilité de la demande, de politiques destinées à accroître la flexibilité de l'emploi et à réduire les risques (et les coûts) liés aux embauches à durée indéterminée. Trois des huit recommandations les plus citées concernent les réformes du marché du travail, et notamment une plus grande flexibilité de l'emploi, la réduction des coûts de main-d'œuvre et un plus gros effort de développement des compétences. Le niveau élevé des coûts de main-d'œuvre a été mentionné comme particulièrement néfaste pour la compétitivité de la zone euro, plusieurs participants se prononçant en faveur de changements destinés à réduire les charges sociales ou les coûts de licenciement afin de favoriser le rétablissement de la compétitivité de la zone euro et donc d'encourager l'investissement. Les réformes des marchés de biens et services, destinées à renforcer la concurrence au sein de l'UE et à permettre aux entreprises de bénéficier d'économies d'échelle et de gamme de plus en plus importantes, et donc d'accroître le rendement potentiel de leurs investissements, ont également été citées à de nombreuses reprises. Plusieurs participants ont souligné la nécessité de veiller à ce que les concurrents en dehors de l'UE soient soumis aux mêmes règles que les entreprises établies dans l'UE, afin de ne pas désavantager les fournisseurs et les producteurs de l'UE. La simplification des systèmes fiscaux et l'harmonisation des règles fiscales ont également été mentionnées comme un moyen d'aider les entreprises productives à renforcer leur croissance pour pouvoir bénéficier de marchés récemment élargis, ce qui favoriserait encore davantage l'investissement.

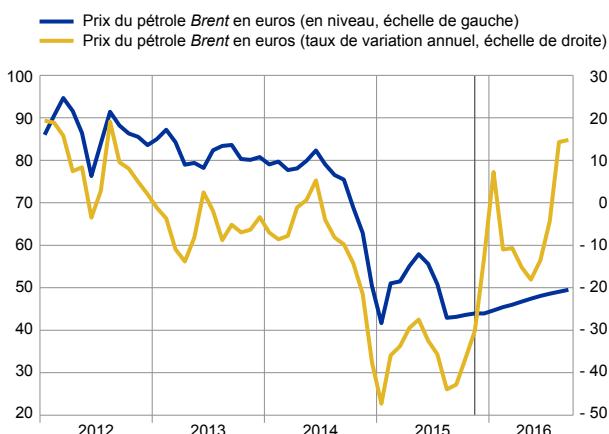
Encadré 3

Le rôle des effets de base sur l'évolution attendue de la hausse de l'IPCH

Graphique A

Prix du pétrole : effectifs et tirés des contrats à terme

(variations annuelles en pourcentage et EUR/baril)



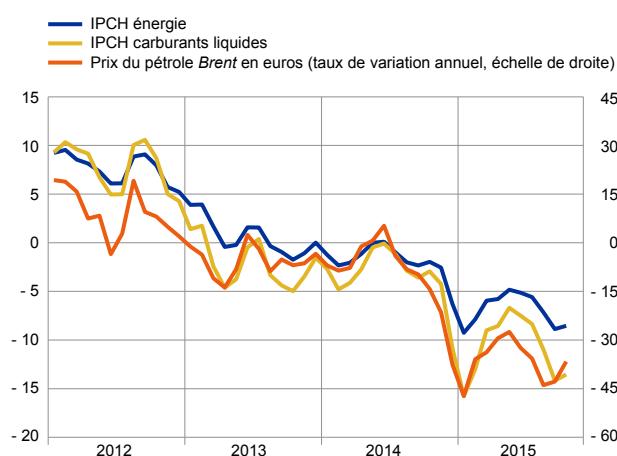
Source : Bloomberg et calculs de la BCE.

Note : La ligne verticale sépare les données effectives et les contrats à terme et se rapporte au 12 novembre 2015, date d'arrêté pour les hypothèses des *Projections macroéconomiques de décembre 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème*.

Graphique B

Prix du pétrole et hausse des prix de l'énergie

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Sources : Bloomberg, Eurostat et calculs de la BCE.

Les effets de base auront un impact important sur l'évolution projetée de la hausse de l'IPCH global à court terme.

Les projections macroéconomiques de décembre 2015 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro prévoient une accélération importante de la hausse de l'IPCH en fin d'année, suivie d'une modération temporaire jusqu'au milieu de 2016¹. Ce profil d'évolution reflète essentiellement l'impact des effets de base sur le taux annuel de variation des prix de l'énergie, qui est la composante la plus volatile de la hausse de l'IPCH.

Les prix du pétrole ont affiché d'amples fluctuations depuis mi-2014, qui se traduiront dans le rythme annuel de variation, en prenant pour hypothèse une stabilisation de ces prix dans la période à venir.

Les prix du pétrole ont baissé entre mi-2014 et janvier 2015, et après un redressement provisoire entre février et mai 2015, ils s'inscrivent de nouveau sur une tendance baissière depuis juin 2015 (cf. graphique A). Pour la suite, la courbe des prix des contrats à terme sur le pétrole est relativement lisse, avec une pente légèrement ascendante². Cela signifie que si les prix du pétrole suivent l'évolution prévue par les contrats à terme, le profil attendu des taux annuels de hausse des prix de l'énergie reflétera essentiellement les fluctuations passées des prix du pétrole. Le profil d'évolution du taux de croissance annuel des prix du pétrole (et de l'énergie) résulte ainsi d'effets de base, c'est-à-dire de variations « atypiques » d'un mois sur l'autre de l'indice du prix de l'énergie douze mois auparavant. En l'absence de fortes variations de la taxation et des marges de raffinage et de distribution, les variations du prix du pétrole brut libellé en euros se traduisent assez complètement dans les évolutions correspondantes des prix à la consommation des

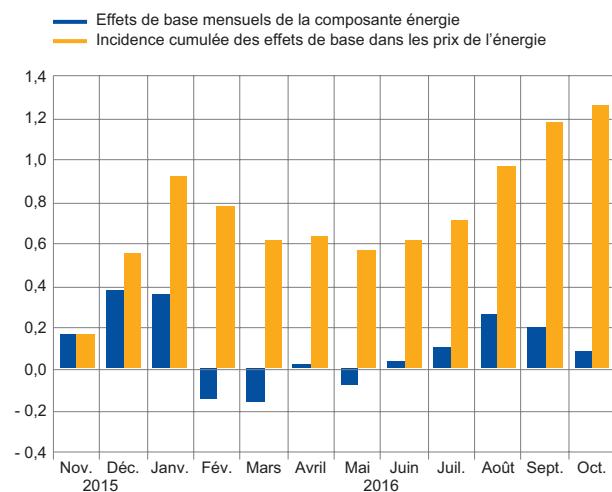
¹ Cf. l'article intitulé *Les projections macroéconomiques de décembre 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème* publié sur le site internet de la BCE le 3 décembre 2015.

² Pour la conversion en euros des prix des contrats à terme sur le pétrole libellés en dollars, on prend comme hypothèse que le taux de change EUR/USD demeure inchangé au niveau moyen observé au cours des deux dernières semaines s'achevant le 12 novembre 2015 (date d'arrêté pour les projections macroéconomiques de décembre 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème).

Graphique C

Effets de base découlant des prix de l'énergie

(contributions en points de pourcentage à la variation à la hausse de l'IPCH global)



Source : Calculs de la BCE.

des prix du pétrole depuis l'automne 2014 impliquent d'importants effets de base positifs en fin d'année 2015 et début 2016, suivis par une alternance d'effets de base négatifs et positifs qui définiront le profil attendu de la hausse des prix de l'énergie et donc la hausse de l'IPCH pour les douze mois à venir (cf. graphique C), en prenant pour hypothèse que les prix du pétrole suivent l'évolution prévue par les contrats à terme. L'incidence cumulée des effets de base dans la hausse des prix de l'énergie sur la progression globale de l'IPCH s'élèvera à 1,3 point de pourcentage environ de novembre 2015 à octobre 2016. L'estimation de cette incidence est légèrement plus faible si l'on prend pour hypothèse qu'il n'existe pas de tendance des prix du pétrole (elle représente alors 0,9 point de pourcentage environ pour les douze prochains mois) ⁴.

Dans l'ensemble, le profil de la hausse globale de l'IPCH prévue pour les douze mois à venir est largement déterminé par les effets de base découlant de la composante énergie. Ces effets de base entraîneront une forte augmentation de l'inflation jusqu'en janvier 2016 et une légère baisse temporaire au premier semestre 2016, en prenant pour hypothèse que les prix du pétrole suivent effectivement l'évolution prévue par les contrats à terme.

carburants (qui représentent la plus grande partie des prix à la consommation de l'énergie) et donc dans les prix d'ensemble de l'énergie (cf. graphique B).

Une certaine incertitude entoure la quantification

des effets de base. Il n'existe pas une façon unique de quantifier l'impact d'une variation de prix « atypique » d'un mois sur l'autre s'étant produite un an auparavant sur la variation du taux d'inflation d'une année sur l'autre. Dans les analyses précédemment publiées dans le Bulletin de la BCE, cet impact a été calculé pour chaque mois en soustrayant la variation réelle observée d'un mois sur l'autre d'un effet saisonnier estimé et d'une « tendance », à savoir la variation moyenne observée d'un mois sur l'autre depuis le milieu des années 1990 ³. Dans le cas de la hausse des prix de l'énergie, pour lesquels la série ne montre pas d'effets saisonniers stables, cela se résume à une simple comparaison avec la tendance (qui reflète l'impact de la hausse à long terme des prix du pétrole). Les variations

³ Cf., par exemple, l'encadré intitulé *Effets de base liés aux composantes volatiles de l'IPCH et leur incidence sur la hausse de l'IPCH en 2014* du *Bulletin mensuel* de février 2014. La tendance s'élève à 0,3 point de pourcentage environ.

⁴ Comme cela serait également le cas si l'on regarde la courbe généralement relativement plate des prix des contrats à terme sur le pétrole.

Encadré 4

Rigidité à la baisse des salaires et rôle des réformes structurelles dans la zone euro

Le présent encadré analyse le rôle joué par les réformes structurelles et les institutions du marché du travail dans l'ajustement des salaires dans la zone euro, en mettant l'accent sur la rigidité à la baisse des salaires. Outre la possibilité que la productivité des travailleurs souffre d'une baisse des salaires, comme l'affirme la théorie du salaire d'efficience, la rigidité à la baisse des salaires a d'autres conséquences macroéconomiques importantes. Les données empiriques suggèrent que l'ajustement du marché du travail est plus lent lorsque les salaires sont rigides et que des réformes structurelles peuvent faciliter le processus d'ajustement.

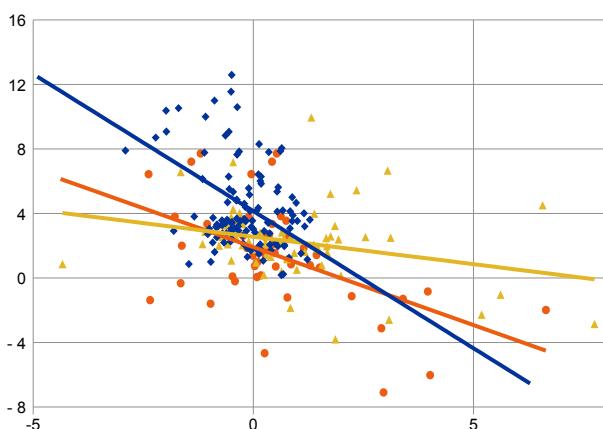
La sensibilité des salaires au taux de chômage dans la zone euro varie fortement d'une période à l'autre. Le graphique A montre qu'au cours de la phase de forte croissance du PIB antérieure à la crise, les salaires ont réagi assez fortement aux variations du taux de chômage. Toutefois, durant le premier stade de la crise, c'est-à-dire la « Grande Récession », cette relation s'est considérablement atténuée, dénotant peut-être une rigidité à la baisse des salaires. La sensibilité des salaires au chômage s'est à nouveau renforcée durant la deuxième phase de la crise (caractérisée par la récession initiée fin 2011), tout en demeurant nettement plus faible qu'au cours de la période antérieure à la crise.

Graphique A

Évolution de la rémunération par tête et variations du taux de chômage dans les pays de la zone euro

Axe des abscisses : variation annuelle en points de pourcentage du taux de chômage
Axe des ordonnées : variation annuelle en pourcentage de la rémunération par tête

- ◆ Période antérieure à la crise (2005-2007)
- ▲ Phase de Grande Récession (2008-2010)
- Deuxième phase de récession (depuis 2011)
- Période antérieure à la crise (2005-2007)
- Phase de Grande Récession (2008-2010)
- Deuxième phase de récession (depuis 2011)



Source : *Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets*, graphique 50 (actualisé), *Occasional Paper Series*, n°159, BCE, février 2015.

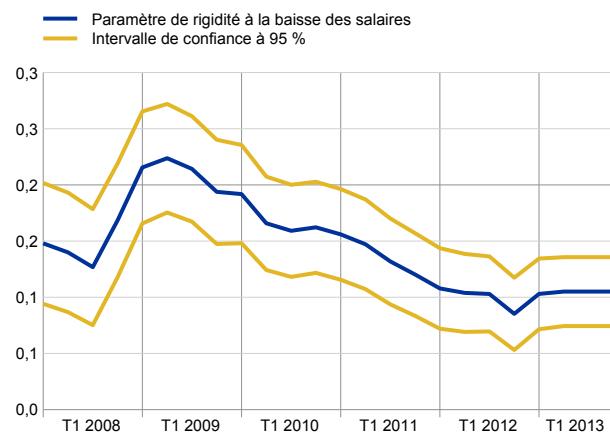
Différents degrés de sensibilité des salaires au chômage à différentes étapes du cycle d'activité s'expliquent en partie par une rigidité à la baisse des salaires caractérisant plusieurs pays de la zone euro. Des éléments relativement concluants indiquent une rigidité des salaires au plan microéconomique et corroborent le constat selon lequel il est difficile de réduire les salaires¹. Cela est également confirmé par les récents résultats de la troisième campagne de l'enquête réalisée auprès des entreprises par le réseau de recherche sur la

¹ Cf., par exemple, J. Babecký, P. Du Caju, T. Kosma, M. Lawless, J. Messina et T. Rööm, *Downward Nominal and Real Wage Rigidity: Survey Evidence from European Firms*, *Scandinavian Journal of Economics*, Wiley Blackwell, vol. 112(4), décembre 2010. Cf. également T. Boeri et J. F. Jimeno, *Unemployment in Europe: What does it take to bring it down?*, mai 2015 (disponible à l'adresse suivante : <http://economiainfo.com/wp-content/uploads/2015/05/Boeri.pdf>). Les données disponibles suggèrent que les gels des salaires constituent une borne inférieure de la flexibilité des salaires. Par exemple, l'édition de décembre 2014 du bulletin économique de la Banque d'Espagne indique qu'en 2008, 5 % des accords salariaux en Espagne étaient des gels de salaires, mais qu'en 2013 près du tiers des salaires étaient gelés dans le secteur privé.

Graphique B

Évolution dans le temps du paramètre de rigidité à la baisse des salaires pour la zone euro

(régressions glissantes ; points de pourcentage)



Source : Anderton et Bonthuis (2015).

Notes : Le paramètre indique dans quelle mesure la sensibilité de la croissance du salaire nominal aux variations du chômage est atténuée durant les périodes de ralentissement économique (sur la base de régressions d'échantillons regroupant les données des différents pays de la zone euro). Plus le paramètre est positif, plus la sensibilité des salaires au chômage durant les périodes de ralentissement est faible. L'évolution dans le temps du paramètre est établie à partir de régressions glissantes.

dynamique des salaires (*Wage Dynamics Network*).² Au plan macroéconomique, Heinz et Rusinova (2011)² montrent que les salaires sont moins sensibles au changement lorsqu'il existe un écart de chômage positif. Ce résultat est confirmé par une récente étude réalisée par Anderton et Bonthuis (2015)³, qui montre que les salaires sont moins sensibles à une hausse du chômage en période de récession. Le graphique B présente l'évolution dans le temps du paramètre de rigidité des salaires estimé par Anderton et Bonthuis (2015), qui est également cohérente avec les informations ressortant du graphique A, ces deux graphiques dénotant une atténuation de la rigidité à la baisse des salaires à mesure que la crise se prolongeait.

Les institutions du marché du travail jouent un rôle important en termes d'ajustement des salaires. Le tableau fournit une vue d'ensemble des caractéristiques des négociations salariales sur le marché du travail de la zone euro et confirme l'importante hétérogénéité des institutions du marché

Tableau

Caractéristiques des négociations salariales dans les pays de la zone euro en 2014 et évolution depuis 2007

Pays	Densité syndicale	Coordination des négociations salariales	Principaux niveaux auxquels les négociations salariales sont menées	Fixation d'un salaire minimum
Belgique	55* ↗	5 ↕	5 ↕	3 ↕
Allemagne	18* ↘	4 ↕	3 ↕	1 ↕
Estonie	7** ↘	1 ↘	1 ↕	3 ↕
Irlande	34* ↗	1 ↘	1 ↘	6* ↕
Grèce	22* ↘	2 ↘	2 ↘	8 ↗
Espagne	17* ↗	3 ↘	3 ↕	8 ↗
France	8* ↗	2 ↕	3 ↕	8 ↕
Italie	37* ↗	3 ↕	3 ↕	1 ↕
Chypre	45* ↘	2 ↕	2 ↕	7 ↕
Lettonie	13** ↘	1 ↕	1 ↕	8 ↗
Lithuanie	9** ↘	1 ↕	1 ↕	5 ↕
Luxembourg	33** ↘	2 ↕	2 ↕	7 ↕
Malte	53** ↘	2 ↕	1 ↕	7 ↕
Pays-Bas	18* ↘	4 ↕	3 ↕	7 ↕
Autriche	27* ↘	4 ↕	3 ↕	2 ↗
Portugal	19** ↘	2 ↕	3 ↕	8* ↕
Slovénie	21* ↘	3 ↘	3 ↘	7 ↕
Slovaquie	13* ↘	3 ↗	2 ↕	8 ↗
Finlande	69* ↘	5 ↗	4 ↗	2 ↘

Sources : Jelle Visser, ICTWSS : *Database on Institutional Characteristics of Trade Unions, Wage Setting, State Intervention and Social Pacts in 51 countries between 1960 and 2014*, version 5.0, Amsterdam Institute for Advanced Labour Studies (AIAS), octobre 2015 et calculs de la BCE.

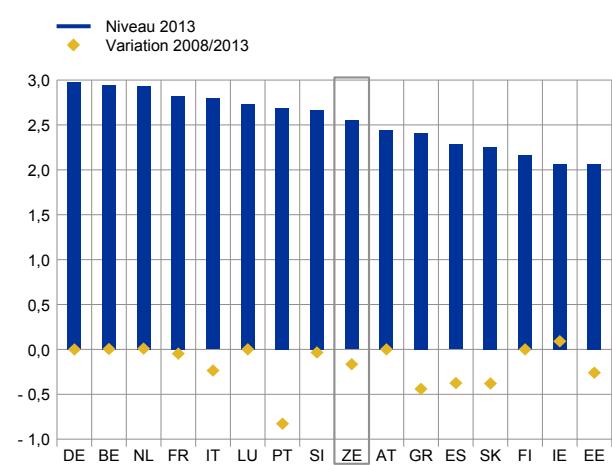
Notes : Les données se rapportent à 2014 sauf indication contraire (les données marquées d'un astérisque se rapportent à 2013 et celles marquées d'un double astérisque à 2012). Pour plus de détails, cf. le manuel de codes à l'adresse suivante : <http://www.uva-aias.net/208>. Les flèches indiquent le sens de la variation par rapport à 2007. La densité syndicale représente l'appartenance à un syndicat exprimée en part des salariés par rapport à l'emploi. La coordination des négociations salariales va de 5 = négociations au niveau central à 1 = négociations salariales fragmentées, principalement au niveau de l'entreprise. Le ou les niveaux dominants auxquels les négociations sont menées va de 5 = négociations au niveau central ou entre secteurs à 1 = négociations au niveau local ou de l'entreprise. La fixation d'un salaire minimum va de 0 = aucun salaire minimum statutaire, aucun accord sectoriel ou national à 8 = le salaire minimum est fixé par le gouvernement sans règle fixe.

² F. F. Heinz et D. Rusinova, *How flexible are real wages in EU countries? A panel investigation*, Working Paper Series, n° 1360, BCE, juillet 2011.

³ R. Anderton et B. Bonthuis, *Downward Wage Rigidities in the Euro Area*, GEP Research Paper Series, n° 15/09, université de Nottingham, juillet 2015.

Graphique C

Législation sur la protection de l'emploi



Source : OCDE.

Notes : Les pays sont classés selon leur rang en 2013. Les données sont fondées sur des indicateurs synthétiques relatifs à la façon dont le marché du travail est régulé (par exemple, période de préavis, indemnités de licenciement et recours à des contrats temporaires). Bien que l'indicateur n'appréhende pas tous les facteurs susceptibles d'affecter la réglementation, il fournit une indication raisonnable des rigidités qui permet une comparaison entre les pays. Une valeur élevée dénote une réglementation plus stricte. La moyenne pour la zone euro se compose de pays membres de l'OCDE et pour lesquels des données sont disponibles.

du travail entre les différents pays de la zone. Certains d'entre eux, tels que les États baltes, sont habituellement définis comme « flexibles », en raison de la décentralisation de leur processus de négociation salariale et de la relative faiblesse de leur densité syndicale. Toutefois, de nombreux autres pays de la zone euro se caractérisent par une forte représentation syndicale (par exemple, la Belgique, Malte et la Finlande), un degré élevé de coordination des processus de négociation salariale (par exemple la Belgique, l'Allemagne, les Pays-Bas, l'Autriche et la Finlande) et la fixation d'un salaire minimum (par exemple, la Grèce, l'Espagne, la France, la Lettonie, le Portugal et la Slovaquie). Avec des dispositifs d'indexation à l'échelle de l'économie et une législation stricte sur la protection de l'emploi (cf. graphique C), cette situation peut se traduire par des rigidités à la baisse des salaires.

Les pays de la zone euro, en particulier les plus touchés par la crise, ont mis en œuvre de vastes programmes de réformes structurelles.

Cela est confirmé par les modifications de la législation sur la protection de l'emploi (cf. graphique C), les réformes du marché du travail ayant principalement été mises en œuvre par des pays en proie à des tensions. Ces réformes incluent la décentralisation des négociations salariales collectives avec le développement de négociations au niveau de l'entreprise, des allègements des dispositifs d'indexation automatique des salaires, un nombre moins élevé de conventions collectives, un accroissement de la flexibilité des accords sur la durée du travail et une réduction des coûts d'embauche et de licenciement (cf. également l'encadré 2 de l'article 1).

Les réformes du marché du travail peuvent accroître la sensibilité des salaires à la sous-utilisation des capacités productives. Anderton et Bonthuis (2015), par exemple, constatent qu'avec une législation stricte sur la protection de l'emploi et une forte couverture syndicale, les salaires sont susceptibles d'être moins sensibles au chômage. Par conséquent, il est possible qu'un recul de ces indicateurs durant la crise explique aussi en partie le recul de la rigidité à la baisse des salaires dans les graphiques A et B⁴. Par exemple, Font et al. (2015)⁵ expliquent que la sensibilité des salaires réels au chômage en Espagne a augmenté après la mise en œuvre de réformes du marché du travail en 2012-2013. Ils avancent également que la procyclicité des salaires est moins prononcée pour les travailleurs à long terme, ceux qui disposent de contrats à durée indéterminée et les travailleurs plus

⁴ Les graphiques A et B font apparaître un fléchissement visible du degré de rigidité à la baisse des salaires à mesure que la crise se prolongeait. Cela pourrait s'expliquer notamment par la vague de réformes du marché du travail mises en œuvre dans plusieurs pays de la zone euro durant la crise, parfois conjuguées à une législation moins stricte sur la protection de l'emploi, ce qui pourrait avoir accentué les pressions à la baisse s'exerçant sur les salaires. Toutefois, d'autres facteurs, tels que l'assainissement budgétaire, sont susceptibles d'avoir joué un rôle.

⁵ P. Font, M. Izquierdo et S. Puente, *Real wage responsiveness to unemployment in Spain: asymmetries along the business cycle*, IZA Journal of European Labor Studies, Springer, 4:13, juin 2015.

âgés, qui sont mieux protégés contre les ajustements de salaire en période de ralentissement économique. En outre, Martin et Scarpetta (2012)⁶ démontrent que les réglementations du marché du travail affectent de nombreux autres canaux de propagation tels que la réallocation du travail et même la productivité (cf. également l'encadré 5), ce qui peut influer de façon indirecte sur l'évolution des salaires.

Obtenir des données empiriques solides sur les effets de certains types de réformes pose des difficultés, notamment si l'on examine l'évolution des données agrégées relatives aux salaires. Il est par exemple malaisé d'établir une distinction entre l'incidence des réformes et les effets provenant de l'évolution de la composition de l'emploi et de l'assainissement budgétaire. Par conséquent, une analyse plus approfondie est nécessaire pour comprendre l'ensemble des déterminants de l'ajustement des salaires qui ont été à l'œuvre dans la zone euro durant la crise⁷.

Afin d'améliorer la résistance de l'économie aux chocs, les salaires doivent correctement refléter les conditions sur le marché du travail et l'évolution de la productivité, ce qui souligne l'importance de réformes visant à accroître la flexibilité des salaires et la différenciation entre les travailleurs, les entreprises et les secteurs. Outre les facteurs mentionnés plus haut, l'amélioration de l'efficacité des politiques actives du marché du travail ainsi qu'une plus grande mobilité du travail au sein de la zone euro et entre les pays qui la composent, contribueront également à réduire l'inadéquation des compétences et le chômage structurel, accroissant de ce fait la sensibilité des salaires au chômage.

⁶ J.P. Martin et S. Scarpetta, *Setting it Right: Employment Protection, Labour Reallocation and Productivity*, *De Economist*, Springer, vol. 160(2), juin 2012.

⁷ Pour une analyse approfondie des canaux par lesquels les réformes du marché du travail et des biens et services affectent 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, mars 2015.

Encadré 5

Salaires, productivité et compétitivité : une approche granulaire

Les données au niveau des entreprises, qui ne sont disponibles que depuis quelques années, laissent penser qu'une simple comparaison des évolutions du salaire moyen avec celles de la productivité peut s'avérer insuffisante pour une analyse précise de la compétitivité d'un pays¹. En effet, les données granulaires ont révélé l'existence d'une hétérogénéité importante entre les entreprises en termes de productivité du travail, non seulement entre les secteurs mais également entre des entreprises opérant au sein d'un même secteur. Cela signifie que même si la hausse annuelle moyenne des salaires dans un pays est alignée sur les évolutions de la productivité moyenne, un nombre important d'entreprises affichant une croissance de la productivité plus faible pourraient voir leur compétitivité se détériorer. Il est par conséquent important d'analyser si la progression des salaires reflète la dynamique de la productivité de chaque entreprise.

En utilisant des données micro-agrégées, cet encadré montre, en premier lieu, qu'il existait avant la crise un décalage important entre la hausse des salaires et celle de la productivité au niveau des entreprises dans certaines économies de la zone euro, ce qui a accentué leurs pertes de compétitivité. En second lieu, il indique que l'ampleur de ce décalage était corrélée avec certaines caractéristiques de la conception des institutions du marché du travail affectant la formation des salaires.

Les dynamiques des salaires et de la productivité ne sont pas alignées entre les secteurs étroitement définis. Le graphique A présente la corrélation entre la croissance annuelle moyenne de la productivité et la hausse du coût de main-d'œuvre par salarié dans chaque secteur manufacturier en Allemagne, en Espagne, en France et en Italie avant la crise entre 2001 et 2007². Le graphique B fournit les mêmes informations pour les secteurs des services³. Durant la période qui a précédé la crise, la progression des salaires en Espagne et en Italie a été supérieure à la croissance de la productivité dans la plupart des secteurs de l'industrie et des services (apparaissant au-dessus de la ligne à 45 degrés dans les graphiques), ce qui concorde avec la perte de compétitivité persistante dans ces deux pays. En France, et dans une moindre mesure en Allemagne, le tableau varie

¹ Dans le présent encadré, la compétitivité s'entend au sens étroit, à savoir les coûts unitaires de main-d'œuvre ou les coûts salariaux nominaux par unité de production.

² Les données utilisées dans cet encadré proviennent du Réseau de recherche sur la compétitivité (*Competitiveness Research Network – CompNet*), un réseau créé par le Système européen de banques centrales en 2012 pour analyser les évolutions de la compétitivité dans une perspective exhaustive et multidimensionnelle. L'une des principales réalisations du réseau est la construction d'un ensemble de données micro-agrégées comportant plusieurs indicateurs relatifs à la compétitivité pour un large éventail d'États membres/secteurs de l'UE et d'années. Pour plus d'informations, cf. P. Lopez-Garcia et F. di Mauro, *Assessing European competitiveness: the new CompNet micro-based database, Working Paper Series*, n° 1764, BCE, mars 2015.

³ Les données couvrent les secteurs définis au niveau des rubriques à deux chiffres conformément au système de classification des secteurs NACE Rév. 2, ce qui correspond approximativement à 20 secteurs dans l'industrie manufacturière et 30 secteurs dans les services.

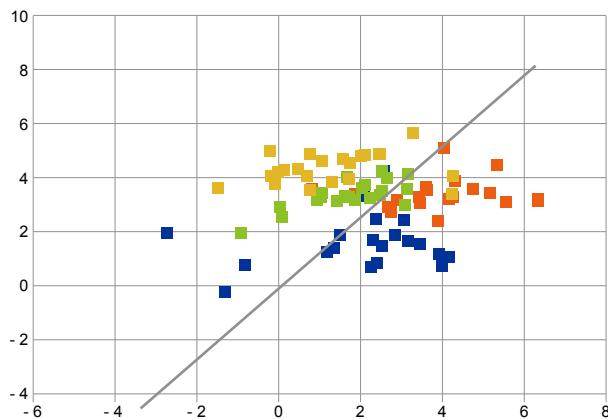
Graphique A

Croissance de la productivité et des salaires dans les secteurs manufacturiers (rubriques à 2 chiffres) en Allemagne, en Espagne, en France et en Italie ; 2001-2007

(variations annuelles moyennes en pourcentage)

Axe des abscisses : hausse annuelle de la productivité
Axe des ordonnées : hausse annuelle des salaires

Allemagne
Espagne
France
Italie



Sources : Données de CompNet et calculs de l'auteur.

Notes : Le taux de croissance des salaires au niveau du secteur est calculé comme la hausse moyenne pondérée du coût de la main-d'œuvre par salarié pour toutes les entreprises d'au moins 20 salariés opérant dans le secteur concerné. La même procédure est utilisée pour la croissance de la productivité par secteur. Les secteurs situés au-dessus de la ligne à 45 degrés sont ceux dans lesquels la croissance des salaires est supérieure à celle de la productivité.

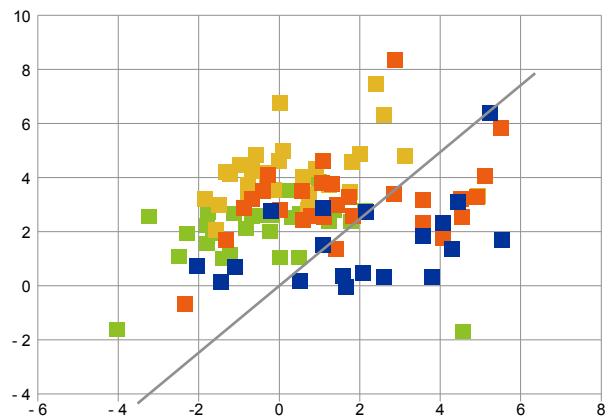
Graphique B

Croissance de la productivité et des salaires dans les secteurs des services (rubriques à 2 chiffres) en Allemagne, en Espagne, en France et en Italie ; 2001-2007

(variations annuelles moyennes en pourcentage)

Axe des abscisses : hausse annuelle de la productivité
Axe des ordonnées : hausse annuelle des salaires

Allemagne
Espagne
France
Italie



Sources : Données de CompNet et calculs de l'auteur.

Notes : Le taux de croissance des salaires au niveau du secteur est calculé comme la hausse moyenne pondérée du coût de la main-d'œuvre par salarié pour toutes les entreprises d'au moins 20 salariés opérant dans le secteur concerné. La même procédure est utilisée pour la croissance de la productivité par secteur. Les secteurs situés au-dessus de la ligne à 45 degrés sont ceux dans lesquels la croissance des salaires est supérieure à celle de la productivité.

sensiblement en fonction du secteur considéré. Dans le secteur manufacturier, la progression des salaires a généralement été conforme, ou même inférieure à la croissance de la productivité, ce qui n'a pas été le cas dans de nombreux secteurs des services, en particulier en France.

Compte tenu de la forte hétérogénéité des entreprises au sein même des secteurs, les évolutions des salaires devraient diverger entre les entreprises opérant dans le même secteur dans la mesure où la dynamique de leur productivité diffère. Comme le laissent supposer les graphiques A et B, la relation entre la croissance de la productivité et celle des salaires varie beaucoup entre les secteurs, phénomène souvent masqué par les mesures agrégées. Pour évaluer le degré d'alignement des salaires et de la productivité entre les pays, il est par conséquent préférable d'utiliser les évolutions par secteurs plutôt que les moyennes par pays. Toutefois, ce qui importe réellement pour la compétitivité est le fait que la croissance des salaires et celle de la productivité soient alignées au niveau des entreprises considérées individuellement. Les données par secteurs peuvent s'avérer trop agrégées pour évaluer le degré d'alignement, compte tenu de la forte hétérogénéité constatée au sein même des secteurs étroitement définis. Pour donner une idée de l'ampleur de cette hétérogénéité, selon les données de CompNet, les entreprises situées dans les 10 % supérieurs de la distribution de productivité d'un secteur manufacturier appartenant aux rubriques de classification à deux chiffres sont trois à quatre fois plus productives que celles se trouvant dans

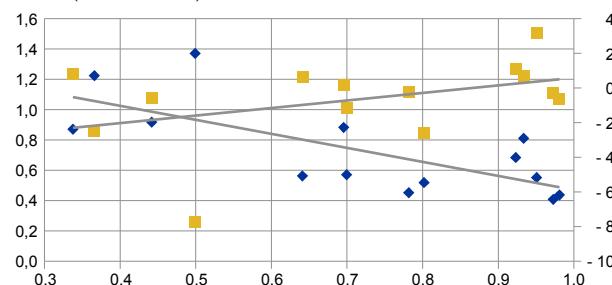
Graphique C

Décalage entre les salaires et la productivité et négociations collectives centralisées dans les grands secteurs ; 2005-2007

Axe des abscisses : part des entreprises soumises à des négociations collectives centralisées

Axe des ordonnées : décalage entre les salaires et la productivité au sein des secteurs (rubriques à deux chiffres)

- ◆ Dispersion des salaires par rapport à la dispersion de la productivité
- Écart entre le taux de croissance des salaires et celui de la productivité (échelle de droite)



Sources : Données de CompNet, enquête sur les entreprises menée en 2007 par le Réseau de recherche sur la dynamique des salaires et calculs de l'auteur.

Notes : La dispersion est mesurée comme l'écart entre le 80^e décile et le 20^e décile de la distribution de la variable dans un secteur donné. Les données sont fournies par CompNet et se rapportent aux entreprises d'au moins un salarié dans quatre pays de la zone euro pour lesquels il a été possible d'établir une correspondance avec les données du Réseau de recherche sur la dynamique des salaires, à savoir l'Espagne, l'Italie, l'Autriche et le Portugal. Les deux mesures du décalage se rapportent à la période 2005-2007. La part des entreprises soumises à des négociations collectives centralisées se rapporte à 2007.

les 10 % inférieurs. La dispersion est encore plus importante dans les services, le ratio pouvant aller jusqu'à cinq fois dans certains pays. Compte tenu de cette forte hétérogénéité, on peut raisonnablement s'attendre à des évolutions différentes de la productivité et, par conséquent, à des dynamiques des salaires différentes selon les entreprises au sein des secteurs étroitement définis. Toutefois, des éléments montrent que les décalages sont liés à l'existence de rigidités sur le marché du travail en raison de la conception des institutions de ce marché (cf. également l'encadré 4).

La façon dont sont conçues les institutions du marché du travail pourrait empêcher l'alignement de la hausse des salaires et de la croissance de la productivité au niveau des entreprises.

Les conventions collectives signées au niveau sectoriel, régional ou national en constituent un exemple. Dans ces accords, la hausse des salaires est fixée au mieux en fonction de la croissance moyenne de la productivité dans la région ou le secteur, ou même en fonction de la croissance de la productivité des entreprises les plus importantes

(en principe plus productives). Les entreprises affichant une productivité plus faible doivent se conformer à ces accords, qui fixent normalement un plancher pour les hausses de salaires. En conséquence, ces entreprises subiront une dégradation de leur compétitivité-coût. En l'absence de mesures compensatoires pour améliorer la compétitivité-prix et hors prix, ces entreprises pourraient être amenées à réduire leurs effectifs afin de réaligner la productivité du travail et les salaires. Le graphique C présente la corrélation entre deux mesures du décalage entre les salaires et la productivité dans un pays et un secteur donné, ainsi que la part des entreprises soumises à des conventions collectives centralisées (au niveau national, sectoriel ou régional) dans le pays ou le secteur correspondant. Le décalage est mesuré, premièrement, comme le ratio de la dispersion des salaires rapportée à la dispersion de la productivité dans le secteur et, deuxièmement, comme la différence entre le taux de croissance médian des salaires et le taux de croissance médian de la productivité. Les deux indicateurs se rapportent aux entreprises opérant dans le secteur manufacturier et celui des services définis au sens étroit⁴. Plus le ratio est faible, plus le décalage est grand – car cela impliquerait que les salaires sont identiques en dépit des différences importantes en termes de productivité de l'entreprise – et plus l'écart est grand entre les taux de croissance des salaires et de la productivité. Quelle que soit la mesure du décalage utilisée, le graphique C livre le même message : dans les pays ou les secteurs où les salaires ne sont pas fixés par les entreprises, le décalage entre

⁴ Dans les deux cas, le décalage est mesuré au niveau des rubriques à deux chiffres des secteurs puis agrégés pour des secteurs plus larges (industrie manufacturière, construction, commerce de gros et commerce de détail et autres services) en utilisant les pondérations de la valeur ajoutée pour permettre de fusionner les données avec celles du Réseau de recherche sur la dynamique des salaires (*Wage Dynamics Network*).

les évolutions des salaires et de la productivité est plus important et il en sera de même pour la détérioration de la compétitivité-coût.

En résumé, compte tenu de la forte hétérogénéité des performances des entreprises au sein des secteurs étroitement définis, ce qui importe vraiment pour la compétitivité-coût n'est pas l'alignement des évolutions moyennes des salaires et de la productivité mais la cohérence entre la hausse des salaires et la croissance de la productivité au niveau des entreprises. Cette cohérence peut toutefois être mise en péril par la façon dont sont conçues certaines institutions du marché du travail qui ne tiennent pas suffisamment compte des spécificités des entreprises.

Encadré 6

La création de conseils de la compétitivité dans le contexte de la lutte pour une véritable union économique

Le 21 octobre 2015, la Commission européenne a adopté une communication sur le renforcement du cadre de gouvernance de l'UE¹ pour donner suite aux propositions à court terme formulées dans le rapport des cinq présidents².

Le présent encadré porte essentiellement sur les propositions qui concernent plus particulièrement le renforcement de l'union économique. L'objectif de l'union économique est de s'assurer que les politiques économiques nationales, par la mise en œuvre des mesures structurelles nécessaires, sont axées sur le renforcement de la résilience des économies nationales et sur le soutien au bon fonctionnement de l'Union économique et monétaire (UEM) dans son ensemble³. Dans sa communication, la Commission annonçait que des améliorations seraient apportées au mode d'application du processus de coordination des politiques dans le cadre du Semestre européen. Elle proposait également une recommandation du Conseil sur la création de conseils nationaux de la compétitivité dans tous les États membres de la zone euro⁴.

La Commission a l'intention de rendre plus transparent le mode d'application du Semestre européen et de renforcer la dimension « zone euro » du processus, de manière à promouvoir les politiques qui assurent le bon fonctionnement de l'UEM. En pratique, il semble que cela se traduira en grande partie par le fait qu'il sera accordé plus de poids à la recommandation pour la zone euro que le Conseil émettra pour orienter, parallèlement à l'examen annuel de la croissance, les recommandations par pays, qui sont publiées à un stade ultérieur du processus. La Commission annonçait également qu'elle allait progressivement suggérer d'introduire des critères communs aux différents domaines de la politique afin d'encourager la mise en œuvre de réformes structurelles à l'échelle nationale, ce qui soutiendrait la convergence vers des structures économiques plus résilientes. En outre, elle va s'efforcer d'améliorer la mise en œuvre de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques en accroissant la transparence et en donnant une suite appropriée à tous les déséquilibres excessifs qui sont constatés. À ce propos, la Commission a annoncé qu'elle allait publier un compendium expliquant en détail le mode d'application de la procédure.

¹ Commission européenne, *Mesures à prendre pour compléter l'Union économique et monétaire*, 21 octobre 2015.

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

³ En ce qui concerne l'union financière, budgétaire et politique, cf. l'encadré intitulé *La création d'un comité budgétaire européen*, *Bulletin économique*, numéro 7, BCE, 2015.

⁴ Les pays de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro sont également encouragés à mettre en place des organes similaires.

Enfin, la mise en œuvre de réformes structurelles sera promue par une meilleure utilisation des fonds structurels de l'UE et de l'assistance technique fournie par les services de la Commission. Les modifications apportées au Semestre européen sont déjà en cours ; les premières ont été concrétisées par la récente publication de la recommandation pour la zone euro suggérée par la Commission, par le rapport sur le mécanisme d'alerte et par l'examen annuel de la croissance 2016. La proposition de recommandation du Conseil d'instaurer des conseils de la compétitivité devra être examinée par le Conseil au cours des prochains mois, ce qui laissera une certaine marge pour clarifier et renforcer la proposition de la Commission.

La proposition de recommandation du Conseil traduit la nécessité de donner un nouvel élan aux réformes, qui sont vitales pour accroître la résilience économique d'une union monétaire et pour garantir une capacité appropriée d'ajustement économique. La récente crise a démontré que les évolutions défavorables en matière de compétitivité et les rigidités structurelles étaient de nature à accroître la vulnérabilité des pays et à limiter leur capacité d'adaptation aux chocs. Toutefois, le cadre de gouvernance économique de l'UE n'a, jusqu'à présent, pas incité à procéder à une mise en œuvre suffisante des réformes structurelles nationales. C'est dans cet esprit que le rapport des cinq présidents a appelé à la mise en place de conseils de la compétitivité dans l'ensemble des pays de la zone euro, comme le propose maintenant la Commission.

Les conseils nationaux de la compétitivité peuvent contribuer à améliorer l'appropriation nationale des réformes structurelles en matière de compétitivité. À cette fin, la proposition de recommandation du Conseil vise à accroître l'expertise indépendante existant au niveau national en matière d'élaboration des politiques et à renforcer le dialogue en la matière entre l'UE et les pays membres de la zone euro. Pour que cette recommandation soit efficace, la Commission suggère de garantir que les conseils de la compétitivité soient dotés d'une autonomie fonctionnelle et d'un mandat étendu. Selon la proposition de recommandation du Conseil, les conseils de la compétitivité devraient suivre un concept de compétitivité dans une acception large, englobant la dynamique des coûts et des prix, ainsi que les facteurs extérieurs aux prix. Ces derniers en particulier tiennent compte des déterminants de la productivité et des paramètres évolutifs liés à l'innovation et à l'attrait de l'économie aux yeux des entreprises de manière plus générale⁵. Les conseils de la compétitivité seraient chargés de fournir les informations pertinentes aux parties prenantes aux processus de fixation des salaires au niveau national, tout en n'interférant pas avec le processus en tant que tel. En ce qui concerne leur organisation, la proposition de recommandation du Conseil prévoit qu'ils soient indépendants des gouvernements. Les conseils de la compétitivité devraient exercer leurs activités de manière continue, et rendre compte de leurs analyses et conseils dans un rapport annuel. La proposition de recommandation du Conseil précise également que des organismes nationaux existants pourraient jouer le rôle de conseil de la compétitivité dans la mesure où ils satisfont aux exigences en matière de mandat et d'organisation.

⁵ La recommandation ne précise pas la série de données à analyser. En fonction du type d'analyse, de telles données pourraient englober des données macroéconomiques, sectorielles ou, le cas échéant, au niveau des entreprises.

La proposition de recommandation du Conseil prévoit que la Commission coordonne les activités des conseils de la compétitivité. Une telle coordination vise à soutenir les objectifs fixés pour l'ensemble de la zone euro ; la Commission prendrait en compte les contributions du dispositif des conseils de la compétitivité, dans le cadre de leur rapport annuel, dans ses décisions sur les démarches à entreprendre dans le cadre de gouvernance.

Certains aspects pourraient être réexaminés pour renforcer la proposition de recommandation du Conseil. Comme l'a suggéré la Commission, les conseils nationaux de la compétitivité pourraient en effet faciliter la compréhension de l'évolution de la compétitivité et donner un nouvel élan à la mise en œuvre des réformes structurelles, à condition qu'ils soient dotés d'un mandat étendu et qu'ils soient pleinement indépendants. La recommandation de la Commission sur la création de conseils de la compétitivité comporte plusieurs garanties importantes relatives à leur indépendance. Toutefois, à l'heure actuelle, elle n'exige pas explicitement des conseils de la compétitivité de pouvoir communiquer publiquement en sus de la publication d'un rapport annuel, bien que cette exigence constitue un élément essentiel de leur indépendance et de leur engagement en faveur de la transparence. Il faudra également veiller à ce que les conseils nationaux de la compétitivité aient toute latitude pour décider avec quelles parties prenantes, à quel moment et avec quelle fréquence ils communiquent, afin de pouvoir réagir aux évolutions et initiatives nationales proposées par les autorités nationales et d'ainsi influer sur les débats nationaux. Le fondement juridique et l'expérience acquise dans le cadre de la mise en place des conseils budgétaires nationaux constituent des points de repère importants à cet égard.

En outre, la proposition de recommandation du Conseil reste assez vague quant au concept d'un réseau des conseils nationaux de la compétitivité de la zone euro. Il faudra s'assurer qu'un tel réseau, comme le suggère le rapport des cinq présidents, puisse échanger les meilleures pratiques et se prononcer en toute indépendance sur les démarches à entreprendre dans le cadre de la gouvernance macroéconomique de l'UE.

Globalement, les conseils de la compétitivité pourraient donner un nouvel élan à la mise en œuvre des réformes structurelles dans les pays de la zone euro, mais la mise en place appropriée, aux niveaux tant nationaux que de la zone euro, sera essentielle. En outre, de nouvelles mesures de grande ampleur seront cruciales pour faciliter une véritable union économique. Les propositions de la Commission constituent un premier pas vers une amélioration du cadre de gouvernance. Il ne faut toutefois pas perdre de vue les dimensions nécessaires à moyen et à long termes pour compléter l'UEM. Il convient de s'engager dans un nouveau processus de convergence vers des structures économiques plus résistantes, associé à un partage plus approfondi de la souveraineté en matière de politiques économiques et budgétaires. Ce processus devrait inclure le passage progressif d'une coordination fondée sur des règles à une prise de décision commune.

Encadré 7

L'examen des plans de projets budgétaires pour 2016

Le 17 novembre 2015, la Commission européenne a publié ses avis relatifs aux plans de projets budgétaires pour 2016 des pays de la zone euro non soumis à un programme d'aide financière ¹. Ces avis comportent une évaluation de la conformité des programmes présentés par les gouvernements avec les exigences du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) et font suite aux orientations définies par le Conseil européen dans ses recommandations spécifiques par pays concernant la politique budgétaire dans le cadre du Semestre européen 2015, adoptées par le Conseil « Affaires économiques et financières » le 14 juillet 2015 ².

L'évaluation de la Commission estime que seuls cinq des 16 projets de plans budgétaires sont pleinement conformes au PSC. Dans ses avis, la Commission évalue les plans de l'Allemagne, de l'Estonie, du Luxembourg, des Pays-Bas et de la Slovaquie (tous relevant du volet préventif) comme étant « conformes » aux dispositions du PSC, notant toutefois que les Pays-Bas s'écartent considérablement de leur objectif budgétaire à moyen terme (OMT) au cours de la période 2015-2016 et que la Slovaquie réalisera peu de progrès sur la voie de la réduction de son déficit structurel toujours élevé. La Commission considère les projets de budgets de sept pays comme n'étant que « globalement conformes » ³ : la Belgique, l'Irlande, la Lettonie, Malte, la Slovénie et la Finlande, qui relèvent du volet préventif, et la France, qui est soumise à la procédure de déficit excessif (PDE). Les plans budgétaires de quatre pays présentent, d'après la Commission, un « risque de non-conformité » avec le PSC. Il s'agit notamment de l'Espagne, qui fait encore l'objet d'une procédure de déficit excessif dont la date butoir est fixée à 2016. Au titre du volet préventif, elle inclut l'Italie, l'Autriche et la Lituanie, dont la procédure de déficit excessif s'est achevée en 2012 (en Italie) et en 2013 (en Lituanie et en Autriche). La Commission invite les pays dont les plans ne sont pas pleinement conformes à prendre les mesures nécessaires pour garantir la conformité de leur budget avec les dispositions du PSC. Des risques de non-conformité avec le PSC pèsent également sur le Portugal, qui n'a pas présenté de projet de plan budgétaire à l'échéance de la mi-octobre, en l'absence de nouveau gouvernement à l'issue des élections législatives. L'Eurogroupe a appelé à une codification du traitement des présentations anticipées ou tardives des projets de plans budgétaires.

¹ Les projets de plans budgétaires ont été publiés à la mi-octobre 2015 conformément au règlement (UE) n° 473/2013 (composante du « Two-Pack »). Le projet de plan budgétaire espagnol a été envoyé à la Commission dès le 11 septembre 2015.

² Cf. l'encadré intitulé *Recommandations spécifiques à chaque pays concernant la politique budgétaire dans le cadre du Semestre européen 2015*, *Bulletin économique*, numéro 6, BCE, septembre 2015.

³ Les avis de la Commission relatifs aux pays évalués comme étant « globalement conformes » au PSC ne reflètent pas pleinement les différents degrés de conformité. En réalité, pour trois pays relevant du volet préventif, à savoir la Belgique, Malte et la Slovénie (qui relèverait du volet préventif si la PDE était abrogée à temps à l'échéance de 2015), la prévision de la Commission indique des risques réels de non-conformité, le critère des dépenses affichant un écart significatif par rapport aux exigences, et le critère du solde structurel présentant un écart tout juste inférieur au seuil de signification.

Cet examen des projets de plans budgétaires a de nouveau révélé la complexité croissante et le manque de transparence du cadre de surveillance budgétaire, ce qui a conduit l'Eurogroupe, dans sa déclaration du 23 novembre 2015, à inviter explicitement la Commission à accroître la transparence et la prévisibilité de la procédure. La complexité provient de la coexistence de plusieurs règles. Dans le volet préventif du PSC, les dispositions du « Six-Pack » de 2011 ont instauré – pour des raisons fondées – la « référence des dépenses » comme indicateur supplémentaire de l'effort budgétaire. Cet indicateur était conçu pour garantir que les recettes supplémentaires, qui améliorent le solde structurel, ne soient pas reprises comme effort budgétaire mais soient entièrement utilisées pour la réduction de la dette. Si le solde structurel et les indicateurs de référence des dépenses envoient des signaux contraires sur le respect des exigences d'effort structurel aux termes du PSC, la Commission établit une évaluation globale pour décider lequel des deux indicateurs budgétaires elle considère le plus approprié pour son appréciation finale. Néanmoins, la manière dont cette évaluation globale est menée n'est toujours pas entièrement transparente, ce qui complique la tâche lorsque l'on veut évaluer si elle est appliquée de manière cohérente. De plus, le « gel » des exigences d'ajustement basées sur les estimations de la Commission des années précédentes peut éventuellement fausser l'évaluation de la conformité des politiques budgétaires par rapport au PSC⁴. Si cette méthode a été instaurée pour garantir une orientation *ex ante* fiable pour les gouvernements à la lumière de la volatilité de l'écart de production et des estimations du solde structurel, elle peut toutefois mener à des incohérences entre pays et peut même avoir pour résultat qu'un pays qui s'écarte significativement de son OMT soit évalué comme ayant atteint son OMT et comme respectant complètement les règles (comme ce fut le cas pour les Pays-Bas dans cette série de projets de plans budgétaires ; cf. tableau).

En outre, la clause de réforme structurelle et d'investissement, telle qu'introduite par la Commission en janvier 2015, peut réduire de manière substantielle les exigences d'effort structurel même pour les pays n'ayant pas atteint leurs OMT et présentant des ratios d'endettement très élevés. À titre d'exemple, l'Italie a obtenu au printemps 2015 une réduction de son exigence d'effort structurel pour 2016 par l'application de la clause de réforme structurelle ; le projet de plan budgétaire prévoit une demande d'élargissement de la marge de manœuvre dans le contexte de la clause structurelle et d'investissement⁵. Il y a donc de plus en plus d'incohérences entre les exigences d'effort structurel dans le volet préventif et celles édictées par la règle de la dette pour plusieurs pays, ce qui amène la Commission à indiquer dans ses prévisions des écarts significatifs par rapport aux exigences de la règle de l'endettement pour la Belgique et pour l'Italie⁶.

⁴ Il y a surtout lieu de noter que la méthodologie du « gel » prévoit que les exigences pour l'année *t* sont basées sur des données des prévisions de printemps de la Commission européenne en *t-1*. Néanmoins, les exigences basées sur l'année de prévision la plus favorable depuis *t-1* l'emporteront sur les exigences gelées, par exemple dans le cas où elles indiquent que le pays a déjà atteint son OMT.

⁵ La Commission a évalué le projet budgétaire de l'Italie comme étant susceptible de non-respect du PSC à la suite de l'insuffisance de son effort structurel par comparaison avec la recommandation du Conseil de juillet 2015, et examinera l'éligibilité de l'Italie pour une flexibilité accrue au titre du PSC au printemps 2016.

⁶ Cf. l'encadré intitulé *Flexibilité dans le Pacte de stabilité et de croissance*, *Bulletin économique*, numéro 1, BCE, 2015.

Tableau

Projets de plans budgétaires pour 2016

Avis de la Commission relatif à la conformité des projets de plans budgétaires pour 2016 avec le Pacte de stabilité et de croissance	Objectifs budgétaires à moyen terme (OMT)	Solde structurel en 2016 (prévisions d'automne 2015 de la Commission européenne)	Effort structurel effectif en 2016 (prévisions d'automne 2015 de la Commission européenne)	Engagement relatif aux efforts structurels pour 2016 en vertu du Pacte de stabilité et de croissance (en points de pourcentage)
« Conforme »				
Estonie (volet préventif)	0,0	0,2	- 0,1	objectif à moyen terme
Allemagne (volet préventif)	- 0,5	0,7	- 0,2	objectif à moyen terme
Luxembourg (volet préventif)	0,5	0,9	0,2	objectif à moyen terme
Pays-Bas (volet préventif)	- 0,5	- 1,4	- 0,3	- 0,2
Slovaquie (volet préventif)	- 0,5	- 2,0	0,0	0,25
« Globalement conforme »				
Belgique (volet préventif)	0,75	- 2,1	0,4	0,6
Finlande (volet préventif)	- 0,5	- 1,5	0,2	0,5
Lettonie (volet préventif)	- 1,0	- 1,9	0,2	0,3
Malte (volet préventif)	0,0	- 1,7	0,4	0,6
France (date butoir PDE 2017)	- 0,4	- 2,4	0,3	0,8
Irlande (date butoir PDE 2015)	0,0	- 2,1	0,8	0,6
Slovénie (date butoir PDE 2015)	0,0	- 2,5	0,2	0,6
« Risque de non-conformité »				
Autriche (volet préventif)	- 0,45	- 1,0	- 0,4	0,1
Italie (volet préventif)	0,0	- 1,5	- 0,5	0,1
Lithuanie (volet préventif)	- 1,0	- 1,4	- 0,2	0,1
Espagne (date butoir PDE 2016)	0,0	- 2,6	- 0,1	1,2
Portugal (date butoir PDE 2015)¹⁾	- 0,5	- 2,3	- 0,5	0,6

Sources : Commission européenne et AMECO.

Notes : Pour les pays faisant l'objet d'une PDE, la Commission évalue les projets de plans budgétaires comme étant « globalement conformes » si, selon ses prévisions, les objectifs de déficit nominal sont atteints, mais que l'effort budgétaire est sensiblement inférieur à la valeur recommandée, mettant en péril le respect de la recommandation PDE. La Commission évalue les pays soumis à une PDE comme présentant un « risque de non-conformité » si ses prévisions pour 2016 (sujettes à confirmation *a posteriori*) pouvaient conduire à un renforcement de la PDE étant donné que ni l'effort budgétaire recommandé, ni l'objectif de déficit nominal recommandé ne devraient être atteints. Quant aux pays soumis au volet préventif du PSC, la Commission évalue les projets de plans budgétaires comme étant « globalement conformes » si, selon ses prévisions, le plan risque de conduire à s'écarte quelque peu de l'OMT ou de la trajectoire d'ajustement vers cet objectif, mais que l'écart par rapport à l'ajustement requis ne devait pas être significatif. Les écarts par rapport aux objectifs budgétaires au titre du volet préventif sont qualifiés de « significatifs » s'ils dépassent 0,5 % du PIB au cours d'une année ou en moyenne 0,25 % du PIB au cours de deux années consécutives. Parallèlement, les pays membres sont jugés respecter le critère de réduction de la dette, « le cas échéant ». À son tour, dans le cadre du volet préventif, la Commission évalue les projets de plans budgétaires comme présentant un « risque de non-conformité avec le PSC » si la Commission table, dans ses prévisions, sur un écart significatif en 2016 par rapport à l'OMT ou à la trajectoire d'ajustement requise en direction de l'OMT et/ou sur le non-respect du critère de réduction de la dette, « le cas échéant ».

1) Le Portugal n'a pas présenté de projet de plan budgétaire pour 2016.

Pour les pays relevant de la procédure de déficit excessif, une asymétrie apparaît lorsqu'ils sont évalués comme « globalement conformes » par rapport au PSC s'ils ne respectent pas leurs exigences d'effort structurel mais que les prévisions indiquent qu'ils devraient respecter les objectifs de déficit nominal. En fait, ce type de plan budgétaire est risqué dans la mesure où, si le pays est identifié *ex post* comme ayant manqué les objectifs de déficit nominal annuel tels que définis par la recommandation du Conseil, la Commission devrait alors recommander de renforcer la PDE.

Les avis de la Commission reflètent la probabilité que l'effort structurel prévu pour 2015 ne permette pas, dans de nombreux pays de la zone euro, de respecter les engagements pris dans le cadre du PSC. Cela résulte, d'une part, d'un manque d'avancées vers les objectifs budgétaires à moyen terme (OMT) en vertu du volet préventif du PSC et, d'autre part, de l'insuffisance des efforts structurels en vertu du volet correctif de la procédure de déficit excessif. En particulier, selon les prévisions d'automne 2015 de la Commission et mesurées à l'aune de la variation du solde structurel, dans le cadre du volet préventif, les pays

qui sont considérés comme n'ayant pas encore atteint leurs OMT seraient amenés à assouplir leur orientation budgétaire de 0,2 % du PIB, en moyenne, bien que le volet préventif requière un resserrement de 0,3 % du PIB⁷. Dans le même temps, l'on prévoit une consolidation de 0,2 % du PIB pour les pays faisant l'objet d'une procédure de déficit excessif, alors que les dispositions du PSC exigeraient un effort budgétaire de 0,9 % du PIB. Enfin, les pays qui auront atteint leurs OMT début 2016 prévoient d'assouplir légèrement leur politique budgétaire dans le courant de cette même année, de 0,2 point de pourcentage du PIB en moyenne. Cela reflète notamment le fait que l'Allemagne consacre une part des réserves qu'elle a constituées pour absorber le coût budgétaire lié à l'afflux actuel de réfugiés⁸.

Les déficits d'efforts structurels concordent avec une orientation budgétaire globale pour la zone euro qui, l'année prochaine, suivra une tendance expansionniste. Selon les prévisions d'automne 2015 de la Commission, le solde primaire corrigé du cycle de la zone euro connaît, pour 2016, une évolution négative de 0,3 % du PIB, après correction des effets du cycle économique et des faibles taux d'intérêt.

Enfin, la Commission souligne que la ventilation des dépenses publiques ne permet pas suffisamment de soutenir la croissance. Plus particulièrement, si les récentes mesures visant à alléger la fiscalité du travail au sein de plusieurs pays de la zone euro s'inscrivent dans la bonne direction, la composition des dépenses ne montre qu'une évolution positive limitée en matière de soutien de la croissance, d'autant que la part du PIB comprenant les dépenses en capital devrait encore diminuer.

Le 23 novembre 2015, l'Eurogroupe a invité les États membres dont les plans présentent un risque de non-conformité avec les règles du volet préventif à prendre, en temps opportun, des mesures supplémentaires pour répondre aux risques pesant sur une convergence adéquate vers leurs OMT et pour respecter la règle relative à la dette. Les pays qui relèvent du volet correctif du PSC doivent quant à eux veiller à une correction rapide de leurs déficits excessifs, à une convergence adéquate en direction de leur objectif à moyen terme par la suite, et au respect de la règle relative à la dette. À cet égard, l'Eurogroupe a réaffirmé l'importance des efforts structurels et des mesures d'ajustement (*bottom-up*) dans le cadre du volet correctif, et a reconnu que « se contenter d'atteindre les grands objectifs peut ne pas suffire à corriger durablement les déficits excessifs. » Conformément à ces recommandations en matière de politique budgétaire, l'Italie, l'Autriche et la Lituanie, pour le volet préventif du PSC, ainsi que l'Espagne, pour son volet correctif, se sont engagées à prendre les mesures nécessaires pour combler les écarts mis en lumière par la Commission, assurant ainsi leur conformité au PSC. L'Eurogroupe a par ailleurs invité les États membres dont les projets de

⁷ Pour les deux pays soumis au volet préventif (la Belgique et l'Italie), la règle de la dette est actuellement contraignante. Selon les avis de la Commission, l'écart de conformité par rapport à la règle de la dette pour 2016 s'élève à 1,5 point de pourcentage du PIB pour la Belgique et à 3,7 points de pourcentage pour l'Italie, soit bien au-delà de leurs obligations respectives d'ajustement structurel pour une convergence adéquate en direction des OMT. Pour ces deux pays, la Commission décidera au printemps 2016 de la nécessité d'entamer une procédure de déficit excessif axée sur la dette.

⁸ La Commission prévoit que ces coûts seront sensiblement plus faibles que tels qu'envisagés dans le projet de plan budgétaire allemand.

plans budgétaires sont globalement conformes aux dispositions du PSC à veiller au respect de celles-ci dans le cadre de leur procédure budgétaire nationale, et a salué leur engagement à prendre le cas échéant des mesures compensatoires.

L'Eurogroupe évaluera en avril 2016 le suivi de l'examen des projets de plans budgétaires et des engagements nationaux. En particulier, il invite la Commission à accroître la transparence et le caractère prévisible de la procédure d'évaluation. Cette démarche est en effet nécessaire pour garantir que l'évaluation des projets de plans budgétaires constitue un mécanisme efficace d'avertissement précoce dans la constatation et le redressement des déséquilibres budgétaires au sein de la zone euro.

Articles

Quelles sont les origines du récent rebond de l'emploi dans la zone euro ?

Les effectifs employés dans la zone euro ont augmenté de plus de 2,2 millions depuis le point bas postérieur à la crise observé mi-2013. Le présent article étudie les sources et les caractéristiques de ce rebond, constatant qu'il est fortement concentré sur certains marchés du travail les plus touchés, dans une très grande mesure dans les secteurs à faible productivité. La majeure partie des emplois nets créés ces derniers trimestres sont des emplois salariés (par opposition aux autoentrepreneurs), à plein temps et hautement qualifiés, reposant pour un peu plus de la moitié sur des contrats temporaires. Le travail à temps partiel occupe également une place importante dans plusieurs économies. Les femmes et les travailleurs âgés en particulier ont bénéficié de cette augmentation, reflétant les tendances à long terme des évolutions de l'emploi dans la zone euro.

1

Introduction

Après près de cinq années de pertes d'emplois pratiquement interrompues s'élevant à plus de 5,5 millions de personnes, l'emploi dans la zone euro s'est stabilisé au deuxième trimestre 2013 et a augmenté depuis de plus de 2,2 millions de personnes. Même si cette hausse apporte une impulsion bien nécessaire aux marchés du travail de la zone euro, l'emploi reste inférieur de 2 % environ à son niveau d'avant la récente crise économique.

Le présent article analyse les sources de la hausse de l'emploi observée dans la zone euro depuis le point bas postérieur à la crise observé mi-2013, en mettant l'accent sur les évolutions dans les principales économies de la zone euro. En l'absence de données actualisées sur les flux d'emplois¹, l'article examine les éléments à l'origine du rebond récent des niveaux d'emploi, afin de fournir un éclairage sur les modifications de la composition de l'emploi. La section 2 fournit une vue d'ensemble des évolutions de l'emploi dans les différents pays de la zone euro, analysant les facteurs déterminants des récentes hausses à l'échelle nationale. L'encadré 1 compare les évolutions de l'emploi après la crise dans la zone euro et aux États-Unis. L'encadré 2 examine l'incidence des réformes structurelles récentes sur les évolutions de l'emploi sur certains des marchés du travail les plus touchés par la crise économique. La section 3 analyse la répartition sectorielle du rebond de l'emploi dans la zone euro. La section 4 étudie les caractéristiques des travailleurs et des postes correspondant aux emplois créés. La section 5 conclut par des recommandations de politique économique.

¹ La dernière directive relative aux statistiques de l'UE prévoit la publication de ces données fin 2017, mais plusieurs États membres envisagent une publication anticipée sur la base du volontariat.

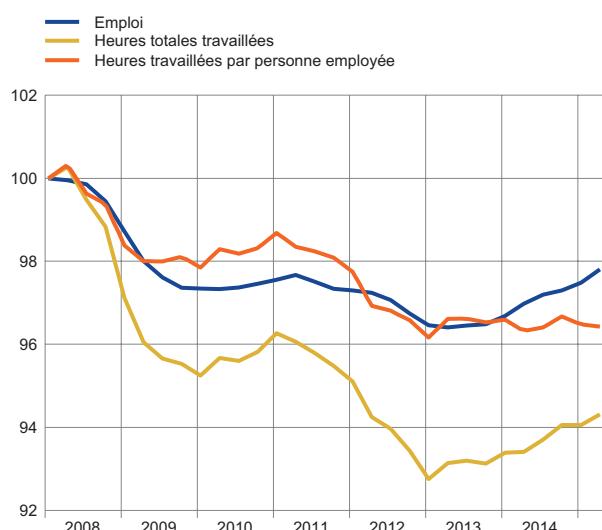
Évolutions récentes de l'emploi dans la zone euro

Au cours de la crise économique, entre le deuxième trimestre 2008 et le premier trimestre 2013, les niveaux d'emploi dans la zone euro ont baissé de près de 4 % par rapport à leurs pics d'avant la crise (cf. graphique 1), reflétant une baisse de plus de 5,5 millions des effectifs employés. Toutefois, le nombre total d'heures travaillées a encore baissé davantage, et reste inférieur d'environ 6 % à son pic d'avant la crise plus de sept ans auparavant, sous l'effet de fortes réductions d'effectifs et d'une baisse marquée et persistante du nombre d'heures travaillées par personne employée. La plus forte baisse du nombre d'heures travaillées reflète en partie les modifications de la composition sectorielle de l'emploi (cf. section 3).

Graphique 1

Emploi et heures travaillées dans la zone euro depuis le début de la crise économique

(indice : T1 2008 = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Après avoir enregistré un point bas postérieur à la crise au deuxième trimestre 2013, l'emploi dans la zone euro a affiché une expansion continue en glissement trimestriel. Ainsi, la zone euro comptait 2,2 millions de personnes supplémentaires occupant un emploi à l'été 2015. Si les taux de croissance actuels de l'emploi (légèrement inférieurs à 0,2 % en glissement trimestriel depuis le début du rebond) se prolongent, les effectifs employés de la zone euro pourraient renouer avec les niveaux d'avant la crise vers la mi-2018. Cependant, le redressement de l'emploi dans la zone euro a été jusqu'aujourd'hui beaucoup plus modéré que l'expansion marquée des effectifs employés aux États-Unis (cf. encadré 1).

Encadré 1

Le conte de deux crises : évolutions récentes de l'emploi dans la zone euro et aux États-Unis

La crise a lourdement pesé sur le niveau de l'emploi tant dans la zone euro qu'aux États-Unis. Ses points bas ont été marqués par une perte de près de 8 millions d'emplois aux États-Unis (soit environ 5,5 % de l'emploi total avant la récession) et de quelque 5,5 millions d'emplois dans la zone euro (soit près de 4 %). Le graphique A révèle les fortes différences entre la zone euro et les États-Unis en matière de dynamique conjoncturelle de l'emploi après le début de la récession de 2008-2009 (qui a commencé plus tôt aux États-Unis que dans la zone euro)². Aux États-Unis, après un recul beaucoup plus rapide et prononcé immédiatement après la récession, l'emploi a fortement rebondi à partir de début 2011. Plus de 10 millions de postes ont été créés, l'emploi dépassant ainsi de près de 2 % son niveau enregistré avant la crise. En revanche, dans la zone euro, les effectifs employés sont demeurés inférieurs de 2 % à leur niveau d'avant la crise, après une phase de contraction plus longue englobant la récession

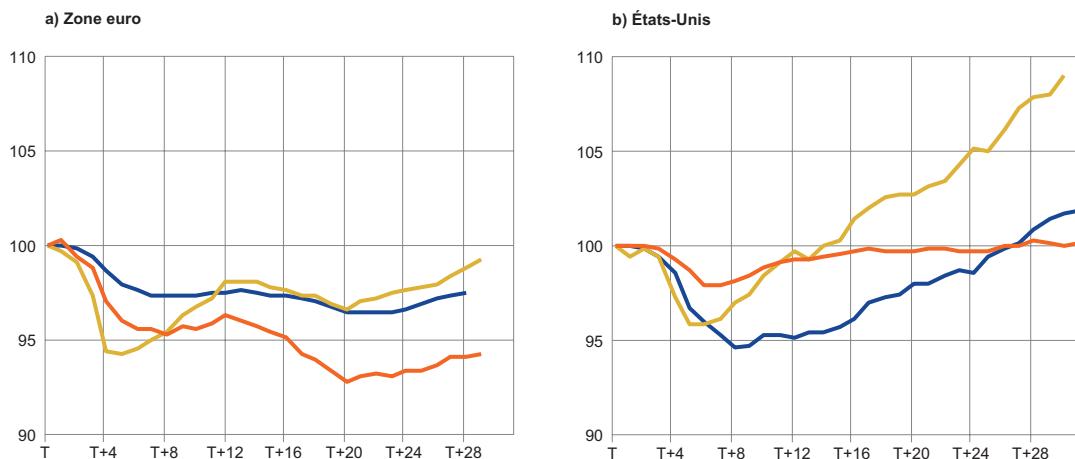
² Les données américaines relatives à l'emploi se rapportent au nombre total d'emplois occupés (et sont donc susceptibles d'inclure une faible proportion de personnes occupant plus d'un emploi). Pour la zone euro, les données se rapportent au total des effectifs employés.

Graphique A

Évolution de l'emploi et de la durée hebdomadaire du travail (exprimée en heures) depuis le début de la récession mondiale en 2008

(point haut du PIB avant la crise = 100 ; trimestres depuis le point haut du PIB (T))

— Emploi
 — PIB
 — Durée hebdomadaire du travail (exprimée en heures) par personne employée



Sources : Eurostat, Bureau de statistiques sur l'emploi (*US Bureau of Labor Statistics*) des États-Unis, calculs des services de la BCE.
 Notes : Le point haut en termes de PIB antérieur à la crise se rapporte au premier trimestre 2008 pour la zone euro et au quatrième trimestre 2007 pour les États-Unis. Pour les États-Unis, la durée hebdomadaire du travail (exprimée en heures) par personne employée fait référence au secteur privé dans son ensemble.

mondiale et une seconde récession qui a touché la zone entre le quatrième trimestre 2011 et le premier trimestre 2013 et ce, bien que 2,2 millions de postes aient été créés depuis le point bas de l'emploi, atteint seulement mi-2013.

La réaction plus forte du marché du travail qui a été observée aux États-Unis n'est pas le reflet d'un ralentissement conjoncturel plus prononcé. En fait, le PIB en volume a plus fortement reculé dans la zone euro qu'aux États-Unis sous l'effet de la crise économique et financière mondiale, avec une baisse de 5,8 % de la production entre le point haut et le point bas (4,2 % aux États-Unis). L'ajustement moins dynamique des effectifs observé dans la zone euro, notamment durant la récession de 2008-2009, reflète probablement en partie un recours plus important à des ajustements de la moyenne des heures travaillées³. Le graphique A montre que la durée hebdomadaire du travail par personne a diminué plus fortement dans la zone euro qu'aux États-Unis après le début de la récession de 2008-2009 et qu'elle demeure nettement inférieure aux niveaux antérieurs à la crise.

Des différences en termes de dynamique des coûts de main-d'œuvre entre la zone euro et les États-Unis ont probablement contribué aux divergences des évolutions de l'emploi (cf. graphique B). Les coûts de main-d'œuvre ont fortement augmenté dans la zone euro durant

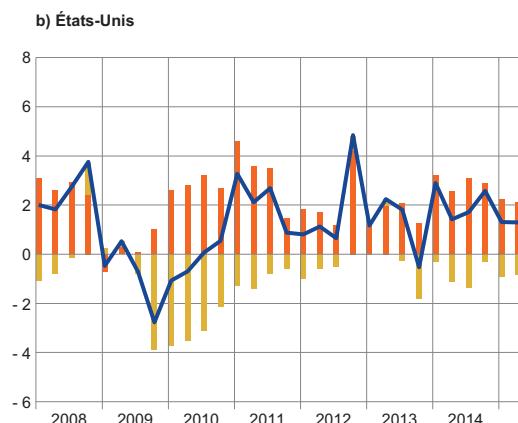
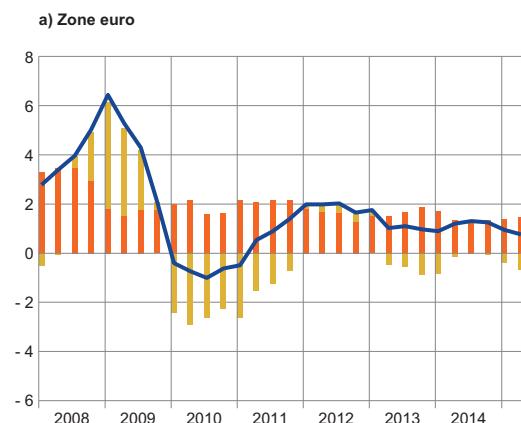
³ Dans les deux zones économiques, les entreprises ont réagi à la récession en réduisant la durée de travail moyenne des salariés. Toutefois, aux États-Unis, cet effet a été éclipsé par la contribution beaucoup plus importante des suppressions d'emplois à la réduction du nombre total d'heures travaillées, tandis que dans la zone euro (notamment dans l'industrie), une plus grande proportion de cette réduction a résulté de la diminution de la durée hebdomadaire de travail moyenne des salariés, sous l'effet de dispositifs de chômage partiel financés par le secteur public. Cf. également l'encadré intitulé *Les évolutions du marché du travail dans la zone euro et aux États-Unis depuis le début de la crise financière mondiale* du *Bulletin mensuel* d'août 2013.

Graphique B

Évolution du coût de la main-d'œuvre, de la productivité et de la rémunération depuis le début de la récession mondiale en 2008

(variations annuelles en pourcentage ; données relatives à la productivité inversées)

- Coûts unitaires de main-d'œuvre
- Productivité par personne employée
- Rémunération par tête



Sources : Eurostat, Bureau de statistiques sur l'emploi (US Bureau of Labor Statistics) des États-Unis, calculs des services de la BCE.

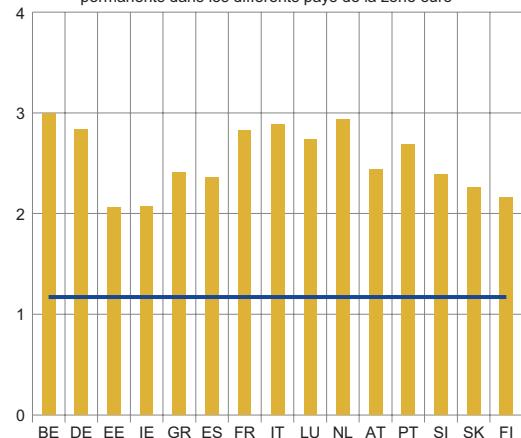
Notes : Le point haut en termes de PIB antérieur à la crise se rapporte au premier trimestre 2008 pour la zone euro et au quatrième trimestre 2007 pour les États-Unis. La variation de la productivité est inversée, une variation positive de la productivité contribuant à limiter la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre.

Graphique C

Degrés de protection de l'emploi

(échelle de six niveaux, 0 = le moins restrictif, 6 = le plus restrictif)

- Législation sur la protection de l'emploi des travailleurs permanents aux États-Unis
- Législation sur la protection de l'emploi des travailleurs permanents dans les différents pays de la zone euro



Sources : OCDE et calculs de la BCE.

Notes : Les indicateurs synthétiques relatifs à la législation sur la protection de l'emploi se rapportent à la mise à jour de la base de données commune OCDE/IDB sur la protection de l'emploi (OECD/IDB Employment Protection Database) datant de 2013. Les données relatives à la Slovénie se rapportent à 2014. Chypre, la Lettonie, la Lituanie et Malte ne sont pas présentés, en raison de l'absence de données relatives à la législation sur la protection de l'emploi. La « législation sur la protection de l'emploi des travailleurs permanents » se rapporte au degré de protection (et aux coûts de licenciement) pour les salariés bénéficiant de contrats permanents (à durée indéterminée) contre les licenciements individuels et collectifs. Un tableau analogue se dégage lorsque l'on s'intéresse aux travailleurs temporaires (bien que l'écart soit encore plus prononcé).

la phase initiale de la crise, dans un contexte de contraction de la productivité reflétant le maintien de sureffectifs plus importants qu'aux États-Unis. La progression des salaires dans la zone euro (mesurée par le taux de croissance annuel de la rémunération par tête⁴) est ressortie en moyenne à 1,9 % environ depuis le début de la récession mondiale, avec toutefois un léger ralentissement après le début de la seconde récession qui a touché la zone au quatrième trimestre 2011, contre 2,3 % pour les États-Unis. Cependant, si l'on prend également en compte l'impact de l'évolution défavorable de la productivité qui a résulté du maintien d'importants sureffectifs (en particulier durant la phase initiale de la crise), cela permet d'expliquer la croissance globalement plus soutenue des coûts unitaires de main-d'œuvre dans la zone euro depuis le début de la crise. Ces coûts ont augmenté de quelque 1,7 % en moyenne en rythme annuel dans la zone euro, contre 1,3 % aux États-Unis. Dans le même temps, aux États-Unis, la progression plus forte de la rémunération par tête a été contrebalancée dans une plus grande mesure

⁴ Les profils sont similaires qu'il s'agisse des personnes employées ou des heures travaillées.

que dans la zone euro par des évolutions plus prononcées de la productivité, qui ont contribué à limiter la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre.

Des facteurs institutionnels pourraient également contribuer à expliquer le rebond nettement plus prononcé de l'emploi observé aux États-Unis depuis la récession mondiale. Outre le fait, souvent mentionné, que la zone euro a davantage recours au chômage partiel financé par le secteur public, la législation sur la protection de l'emploi (*Employment protection legislation* – EPL) est nettement moins stricte pour les travailleurs américains que pour les travailleurs de la zone euro. Sur la base des indicateurs synthétiques de l'OCDE sur la protection de l'emploi pour les quinze pays de la zone euro pour lesquels des données sont disponibles, le graphique C montre que même les pays de la zone affichant les degrés de protection de l'emploi les plus faibles (l'Estonie, l'Irlande et la Finlande) offrent considérablement plus de protection aux travailleurs permanents que les États-Unis. La mesure du degré de protection de l'emploi de ces trois pays de la zone euro ne s'écarte que d'un écart-type de la moyenne synthétique de la zone, tandis que pour les États-Unis, elle se situe à trois écarts-types de la moyenne⁵. La législation sur la protection de l'emploi freine probablement la réaction de l'emploi lors d'épisodes de récession. Toutefois, si elle empêche les entreprises de se restructurer en vue de répondre aux évolutions durables de l'activité ou si elle réduit les incitations à l'embauche (en raison de coûts d'ajustement potentiellement élevés⁶), la législation sur la protection de l'emploi peut prolonger la période d'ajustement, de sorte que le rebond de l'emploi agrégé sera plus lent et plus faible.

Dans la zone euro, une plus forte protection de l'emploi accordée aux travailleurs et le recours étendu à des dispositifs de chômage partiel visant à préserver l'emploi ont contribué à freiner les pertes d'emplois durant la phase initiale de la crise. Toutefois, un haut degré de protection de l'emploi et le recours prolongé au chômage partiel dans certaines économies de la zone sont susceptibles d'avoir freiné l'ajustement du marché du travail⁷ et retardé la réallocation structurelle du travail en faveur d'entreprises et de secteurs en plus forte croissance durant la reprise⁸.

Au total, le marché du travail américain, nettement plus flexible que celui de la zone euro, a permis à ce pays d'accélérer considérablement l'ajustement de l'emploi au cours de la crise et a contribué à un rebond plus rapide de la croissance de l'emploi que cela n'a été le cas dans la zone euro. Cette rapidité de l'ajustement aux États-Unis après la crise résulte de la combinaison d'un rebond plus prononcé et plus rapide de l'activité économique, d'ajustements proportionnellement moins importants du nombre d'heures travaillées par salarié, du degré moins élevé de protection de l'emploi et d'une contribution plus forte de l'évolution de la productivité pour limiter la croissance des coûts de main-d'œuvre. En conséquence, l'emploi américain est

⁵ On peut obtenir des résultats similaires en utilisant la législation sur la protection de l'emploi pour les salariés dont les contrats sont temporaires malgré une forte hétérogénéité entre les pays et des efforts importants pour améliorer la flexibilité de l'emploi dans de nombreux pays de la zone euro au cours des dernières années.

⁶ Cf. O. Blanchard et J. Wolfers, *The Role of Shocks and Institutions in the Rise of European Unemployment: The Aggregate Evidence*, *The Economic Journal*, vol. 110, n° 462, *Conference Papers*, 2000.

⁷ Comme l'a suggéré Mario Draghi dans son discours, *Unemployment in the euro area* lors du *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium*, Jackson Hole, 22 août 2014.

⁸ Cf., par exemple, E. J. Bartelsman, P.A. Gautier et J. de Wind, *Employment Protection, Technology Choice, and Worker Allocation*, *De Nederlandsche Bank Working Paper*, n° 295, mai 2011.

aujourd'hui supérieur de 2 % à son niveau d'avant la crise, la durée hebdomadaire du travail par personne a commencé à se redresser et la croissance des coûts de main-d'œuvre demeure limitée.

Deux grandes économies de la zone euro, l'Allemagne et l'Espagne, ont contribué pour près des deux tiers à l'augmentation totale des effectifs employés dans la zone depuis le deuxième trimestre 2013 (cf. graphique 2 et tableau 1), avec des hausses de 592 000 et 724 000 personnes, respectivement.

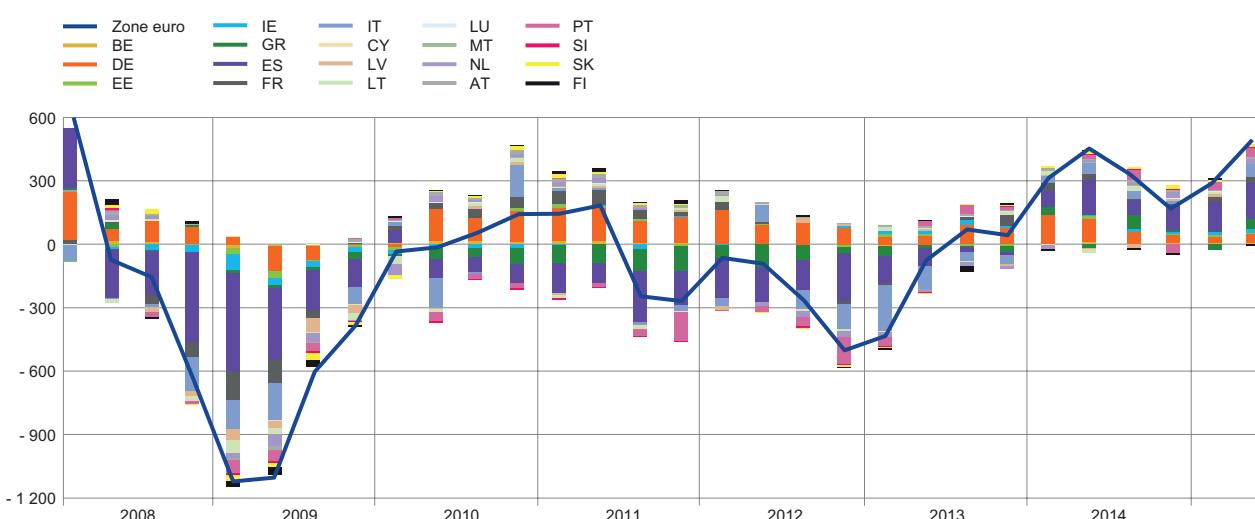
Cette évolution ne reflète pas simplement des effets liés à la taille du pays, les effectifs employés n'ayant augmenté sur la même période que de 190 000 en France et 127 000 en Italie, soit 15 % environ de la hausse totale dans la zone euro. La contribution des autres pays a été de 252 000 personnes au total, suite à des rebonds conjoncturels marqués dans nombre des pays les plus touchés par la crise.

Le récent rebond a été notamment caractérisé par les hausses marquées de l'emploi dans plusieurs des économies auparavant en difficulté, où l'emploi a été touché particulièrement sévèrement par la crise. Tandis qu'en termes de création nette d'emplois, le rebond récent en Espagne apparaît particulièrement prononcé (contribuant à un peu plus d'un tiers de l'augmentation totale observée dans la zone euro entre le deuxième trimestre 2013 et le deuxième trimestre 2015⁹), la hausse des effectifs compense moins d'un cinquième des pertes d'emplois totales enregistrées durant la crise dans cette économie (cf. graphique 3)¹⁰.

Graphique 2

Évolution des effectifs employés dans la zone euro et contributions par pays depuis le début de la crise économique

(variations en glissement trimestriel en milliers)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : La crise a commencé après le point haut du PIB de la zone euro.

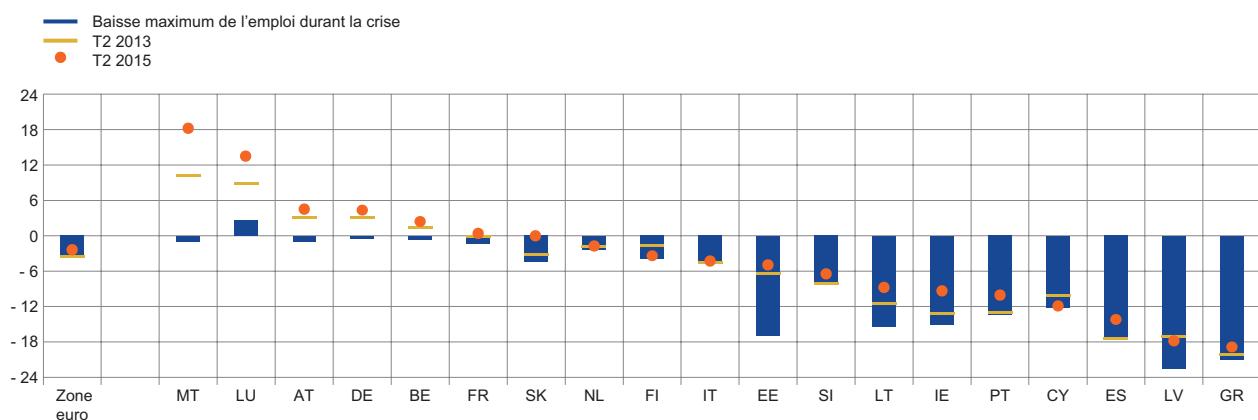
⁹ À ce titre, l'expansion espagnole récente dépasse même la plus forte augmentation observée en Allemagne sur la même période, en dépit de la grande différence de taille des marchés du travail allemand et espagnol. En Allemagne, la population active et la population en âge de travailler sont environ le double de celles de l'Espagne.

¹⁰ Cf., par exemple, l'article intitulé *L'incidence de la crise économique sur les marchés du travail de la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2014.

Graphique 3

Écart de l'emploi par rapport au pic d'avant la crise et modifications depuis le deuxième trimestre 2013

(écart en pourcentage par rapport au pic de l'emploi avant la crise ; pays classés selon l'ampleur du rebond au 2^e trimestre 2015)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les pics antérieurs à la crise sont spécifiques à chaque pays et se situent entre le premier trimestre 2007 et le deuxième trimestre 2009, pour tenir compte d'une incidence avancée ou retardée de la crise. Les dernières données relatives au Luxembourg se rapportent au premier trimestre 2015.

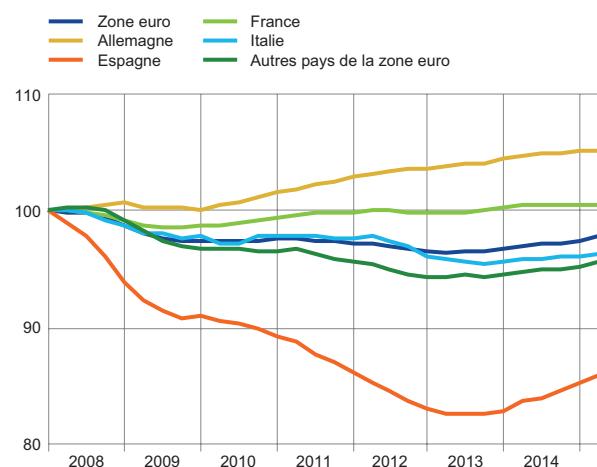
De même qu'en Espagne, le rebond de l'emploi dans la zone euro a été également soutenu par des augmentations sensibles des effectifs employés en Irlande, en Grèce et au Portugal. À elles trois, ces économies ont contribué à quelque 15 % de la croissance des effectifs employés dans la zone euro depuis le deuxième trimestre 2013. Cette ampleur est comparable à la hausse combinée générée par les deux économies de taille nettement plus importante que sont la France et l'Italie sur cette période, mais avec des profils de croissance de l'emploi très différents au fil de la crise.

Le graphique 4 présente des profils d'emploi distincts pour les quatre principales économies de la zone euro depuis le début de la crise. Tandis que les effectifs employés en Allemagne ont augmenté de façon quasi ininterrompue depuis le début de la récession en 2008, l'Espagne a enregistré des pertes d'emploi constantes jusqu'au récent retournement. Par conséquent, l'emploi en Allemagne est à présent supérieur de 5 % à son niveau d'avant la crise (seuls le Luxembourg et Malte font mieux), tandis qu'en Espagne, il reste inférieur de 15 % à son pic antérieur à la crise malgré la forte reprise observée récemment. En France, les effectifs employés ont légèrement dépassé leurs niveaux d'avant la crise, en grande partie sous l'effet de hausses importantes de l'emploi dans le secteur public (cf. tableau 1). En Italie, la crise a eu des effets défavorables nettement plus persistants sur l'emploi total, qui est resté largement inchangé, contrairement aux évolutions agrégées au niveau de la zone euro et à celles de nombreuses petites économies de la zone euro.

Graphique 4

Évolution de l'emploi dans une sélection de pays de la zone euro

(indice : T1 2008 = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Note : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2015.

Encadré 2

Les réformes du marché du travail en Irlande, en Espagne et au Portugal

Le présent encadré décrit les principales réformes du marché du travail mises en œuvre en Irlande, en Espagne et au Portugal sur la période 2011-2014. Dans ces trois pays, et particulièrement en Espagne et au Portugal, où les marchés du travail étaient plus rigides qu'en Irlande, les réformes avaient pour objet d'améliorer le fonctionnement des marchés du travail et accroître l'employabilité.

Même s'il n'est pas encore possible de tirer des conclusions solides, on peut établir un lien entre ces réformes et les évolutions positives observées récemment sur les marchés du travail de ces pays, comme le dénote la réaction rapide de l'emploi et du chômage à la croissance du PIB (cf. graphique). Néanmoins, certains problèmes antérieurs à la crise sont encore largement présents en Espagne et au Portugal, par exemple la forte segmentation du marché du travail, attestée par la part plus importante des emplois temporaires dans les emplois créés. Dans le même temps, le chômage demeure très élevé. Même si les signes actuels d'un redressement de l'emploi sont encourageants, d'autres mesures sont nécessaires dans ces pays pour remédier aux rigidités et aux inefficacités qui subsistent.

Irlande

L'effort de réforme mené en Irlande sur cette période avait deux objectifs principaux : améliorer l'efficacité du système de fixation des salaires et renforcer les politiques actives du marché du travail.

La réforme du système de négociations collectives a principalement porté sur la révision des réglementations fixant les salaires minimums et les conditions de travail dans certains secteurs au moyen des ordonnances de réglementation de l'emploi (*Employment Regulation Orders – ERO*) et des conventions de branche existantes (*Registered Employment Agreements – REA*). La réforme a rationalisé le nombre de salaires minimums sectoriels et a limité leur champ d'application. Elle a également accru l'adaptabilité des accords aux évolutions des conditions économiques. Ces réformes ont été remises en cause par des développements judiciaires en 2011 et 2013, quand les ERO et les REA ont été déclarées inconstitutionnelles.

Des politiques actives du marché du travail ont été mises en œuvre afin d'améliorer les incitations au retour à l'emploi des chômeurs et d'accroître l'employabilité. Ces mesures avaient notamment pour objectif un meilleur profilage des chômeurs. Un point de contact unique pour toutes les questions relatives à l'emploi et au soutien du revenu a été créé en 2012 et ce dispositif a été progressivement déployé depuis.

Comparé à l'Irlande, les efforts de réforme de l'Espagne et du Portugal ont englobé un éventail beaucoup plus large de politiques du marché du travail, qui était nécessaire pour remédier aux inefficacités et aux rigidités nettement plus importantes sur ce marché. En Espagne et au Portugal, les réformes du marché du travail visaient principalement à améliorer

l'embauche en contrats à durée indéterminée, à renforcer l'efficacité du système de négociations collectives, à accroître la flexibilité du temps de travail, à renforcer les politiques actives du marché du travail et à réduire les distorsions dans le système d'indemnisation du chômage.

Espagne

De nombreuses mesures destinées à faciliter les embauches en contrats à durée indéterminée ont été introduites en Espagne. La définition du licenciement pour motif équitable lié à des raisons économiques a été clarifiée et les licenciements collectifs ont été facilités par la suppression de l'autorisation administrative préalable. Les indemnités de licenciement versées aux salariés bénéficiant d'un contrat permanent ont également été réduites. La durée maximale des contrats à durée déterminée a été réduite et un nouveau type de contrat de travail doté d'une période d'essai d'un an a été introduit. Des mesures budgétaires temporaires ont été mises en œuvre pour remédier à la segmentation et favoriser l'embauche en contrats à durée indéterminée. En 2014, le gouvernement a introduit un taux forfaitaire de 100 euros pour les cotisations sociales à la charge de l'employeur pour tous les nouveaux salariés en contrats permanents, sous réserve d'une création nette d'emplois. En 2015, une nouvelle mesure a remplacé le taux forfaitaire, exemptant les 500 premiers euros de salaire des cotisations sociales à la charge de l'employeur.

La flexibilité du temps de travail a été améliorée en supprimant l'autorisation administrative nécessaire pour réduire le temps de travail pour des raisons techniques, économiques et d'organisation. Des mesures ont également été introduites pour permettre une répartition plus irrégulière des heures travaillées tout au long de l'année.

La réforme du système de négociations collectives a supprimé la clause de favorabilité dans les conventions collectives à un niveau plus élevé. La priorité a été donnée aux conventions collectives au niveau des entreprises par rapport aux accords de branche ou régionaux. La réforme a également élargi l'applicabilité des clauses permettant de déroger à une convention sectorielle et a mis un terme à la survie indéfinie de conventions collectives qui étaient arrivées à expiration mais n'avaient pas été renouvelées (*ultraactividad*).

S'agissant des politiques actives du marché du travail, la conditionnalité de la recherche d'un emploi a été renforcée et l'accès aux contrats d'apprentissage a été facilité. Les agences de travail temporaire ont été autorisées à travailler en tant qu'agences de recrutement et de placement. L'aide financière aux chômeurs de longue durée a été augmentée et les politiques d'activation ont été développées. Des mesures pour l'emploi ont été mises en œuvre afin de faciliter les embauches en contrats à durée indéterminée.

Portugal

La rigueur de la législation en matière de protection de l'emploi a été atténuée en réduisant les indemnités de licenciement et en assouplissant la définition du licenciement individuel. La définition du licenciement légal fondé sur des raisons économiques et sur la compétence a également été assouplie. Les indemnités de licenciement ont été réduites, les droits acquis étant protégés afin de limiter les éventuels effets négatifs de la réforme durant la crise.

Le niveau des allocations chômage a été abaissé, tandis que la couverture était élargie afin de renforcer les dispositifs de protection sociale.

La flexibilité du temps de travail a été améliorée en réduisant les primes pour heures supplémentaires et en introduisant des comptes épargne-temps convenus entre l'employeur et le salarié. Le temps de travail a été augmenté en supprimant quatre jours fériés nationaux et trois jours de congés annuels, qui étaient auparavant accumulés sur la base d'un faible absentéisme.

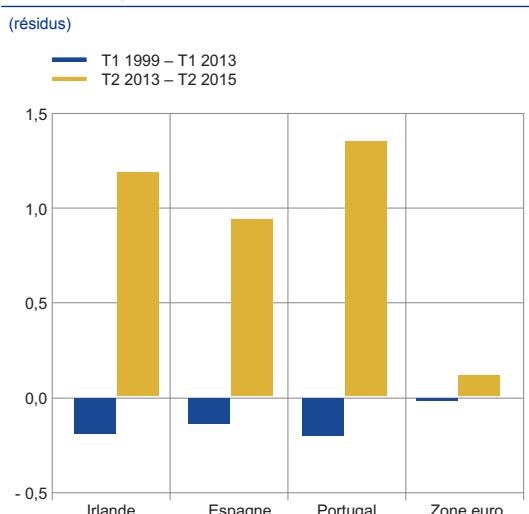
Des mesures de fixation des salaires ont été mises en œuvre en 2012 et 2014.

Les possibilités d'extension des conventions collectives ont été restreintes en 2012 par l'introduction d'un critère de représentativité devant être rempli pour que l'extension d'un accord puisse être envisagée. Les autres mesures mises en œuvre en 2012 pour promouvoir des négociations décentralisées au niveau de l'entreprise incluent la possibilité pour les conventions collectives à l'échelle d'un secteur de définir les conditions dans lesquelles des écarts par rapport à la convention peuvent intervenir dans les entreprises ; elles portent également sur l'élargissement de la latitude offerte aux syndicats de déléguer aux comités d'entreprise la possibilité de conclure des accords collectifs. En 2014, la durée d'existence des conventions collectives a été raccourcie. Les mesures portant sur les extensions des conventions collectives ont été en partie annulées en 2014.

Des mesures pour moderniser les agences pour l'emploi et améliorer l'efficacité des politiques actives du marché du travail ont également été mises en œuvre. Les programmes de formation ont été rationalisés, en mettant l'accent sur des modules courts et couvrant davantage de chômeurs. Des incitations à l'embauche ont été introduites et des programmes de stage ont été créés pour soutenir l'emploi des jeunes.

Graphique

Résidus de la relation entre les variations du taux d'emploi et la croissance du PIB avant et après la crise



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Note : Fondé sur une relation statique entre les variations du taux d'emploi et les variations en pourcentage du PIB pour la période comprise entre le premier trimestre 1999 et le deuxième trimestre 2015.

Dans l'ensemble, ces mesures montrent que les efforts de réforme ont été importants dans ces trois pays, en particulier en Espagne et au Portugal. Les mesures mises en œuvre ont vraisemblablement un impact sur le rythme de la création d'emplois. Le graphique montre que le résidu d'un taux d'emploi simple et d'une régression du PIB a été largement positif en moyenne entre le deuxième trimestre 2013 et le deuxième trimestre 2015. Même si aucune conclusion solide ne peut être tirée de cette analyse partielle, le résidu positif significatif pourrait être lié dans une certaine mesure à l'incidence des réformes. L'important au stade actuel est que la mise en œuvre des réformes se poursuive à un rythme soutenu. L'impact des réformes du marché du travail devrait être significatif à

moyen terme si d'autres mesures, en particulier celles qui visent à remédier à la segmentation et aux distorsions qui subsistent dans le processus de fixation des salaires, continuent d'être mises en œuvre de manière crédible et irréversible.

3

Facteurs sectoriels de la hausse de l'emploi

Loin devant les autres facteurs, le principal contributeur sectoriel à l'augmentation globale de l'emploi observée dans la zone euro depuis 2013 est le secteur des services. À lui seul, le secteur des services marchands a ajouté 1,5 million de personnes à l'emploi total dans la zone euro (cf. tableau 1).

La prédominance des services marchands se manifeste aussi à l'échelle nationale, les quatre principales économies de la zone euro ayant toutes enregistré de fortes hausses des effectifs employés dans ce secteur. Au sein du secteur des services marchands, l'augmentation a été largement concentrée sur les segments les plus larges « services aux entreprises » et « commerce et transports », où l'activité s'accroît généralement plus tôt et plus fortement que dans les autres segments.

En outre, au niveau des sous-secteurs, on observe d'autres différences importantes dans les facteurs de demande à l'origine de la forte croissance récente de l'emploi en Espagne par rapport à l'Allemagne et, dans une moindre mesure, par rapport à la France et à l'Italie. L'augmentation enregistrée en Espagne est davantage axée sur le segment du commerce et des transports, lié à la consommation (de même qu'en Estonie, en Grèce, en Lettonie, en Lituanie et au Portugal lors du rebond récent), alors que dans les autres grandes économies, l'augmentation semble orientée vers les sous-secteurs des services liés aux entreprises, des services professionnels, des services techniques et des services de soutien. Cependant, le secteur de la finance et des assurances, qui a été frappé particulièrement durement durant la crise, continue de freiner la croissance de l'emploi dans la zone euro. Dans la majorité des

Tableau 1

Ventilation des créations nettes d'emplois dans la zone euro par secteurs et par pays du deuxième trimestre 2013 au deuxième trimestre 2015

(en milliers)

	Zone euro	Allemagne	Espagne	France	Italie	Autres pays de la zone euro
Variation nette	2 158,0	592,0	724,0	190,0	127,0	525,0
en pourcentage de l'augmentation dans la zone euro	100,0	27,4	33,5	8,8	5,9	24,3
Industrie hors construction	68,3	58,0	90,0	- 71,6	- 39,4	31,3
Construction	- 84,3	2,0	49,0	- 81,3	- 42,0	- 12,0
Services marchands	1 541,6	317,0	458,0	118,6	116,0	532,0
Dont :						
Commerce et transports	623,8	128,0	302,0	17,1	- 50,8	227,5
Services TIC	69,0	- 13,0	8,0	6,0	12,7	55,3
Finance et assurances	- 63,1	- 8,0	- 11,0	8,3	- 10,3	- 42,1
Immobilier	38,9	7,0	16,0	- 4,1	7,7	12,3
Services aux entreprises	873,0	203,0	143,0	91,3	156,7	279,0
Services non marchands	441,9	206,0	102,0	190,2	- 5,3	- 51,0
Autres services	151,9	21,0	35,0	20,1	66,9	8,9

Sources : Eurostat (données des comptes nationaux) et calculs de la BCE.

pays, y compris trois des quatre principaux, le niveau de l'emploi dans ce secteur était plus bas au deuxième trimestre 2015 qu'au deuxième trimestre 2013, malgré de légères améliorations au cours des derniers trimestres.

Le secteur des services non marchands et le secteur acyclique des autres services ont également apporté des contributions significatives à l'augmentation récente de l'emploi dans la zone euro. Les augmentations enregistrées dans le secteur des services non marchands du ressort de l'État (qui recouvre la défense, la santé, l'éducation et d'autres activités du secteur public) ont contribué pour 15 % environ à l'augmentation totale des effectifs employés de la zone euro depuis mi-2013, et ont été particulièrement marquées en Allemagne et en France. La variation est nettement plus faible en Espagne et même négative en Italie (ainsi qu'à Chypre, en Lettonie, aux Pays-Bas, au Portugal et en Finlande), reflétant un degré d'assainissement budgétaire plus élevé et une diminution de l'emploi dans le secteur public dans ces économies.

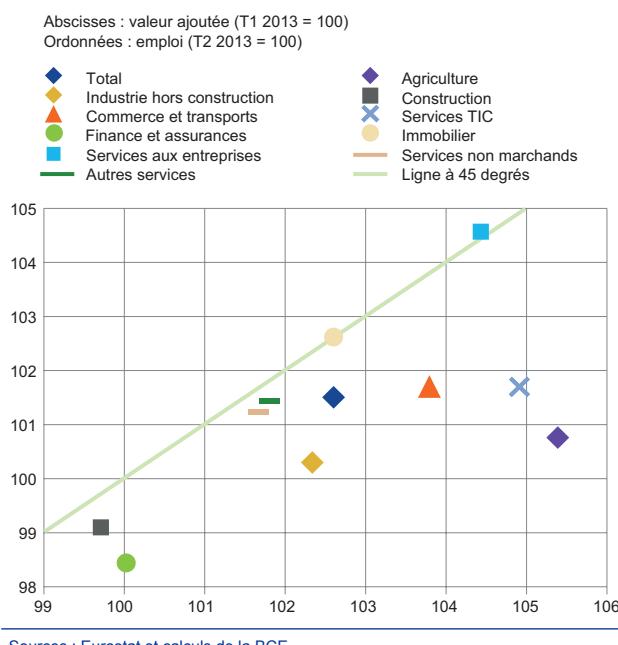
Dans le secteur industriel (hors construction), l'augmentation des effectifs employés observée ces derniers trimestres constitue un retournement très net par rapport à la tendance à long terme d'avant la crise. À l'échelle des pays, le rebond reflète une forte reprise en Espagne, tandis que même les plus modestes hausses observées en Allemagne font plus que compenser les diminutions en cours dans d'autres économies de la zone euro (y compris la France et l'Italie, mais aussi la Belgique, la Lettonie et la Finlande à un degré élevé). Le redressement en Espagne reflète un rebond notable, mais sans doute éphémère, de l'embauche dans le secteur industriel après les fortes réductions des effectifs enregistrées dans certains compartiments du secteur manufacturier durant la crise.

Les baisses actuelles de l'emploi dans le secteur de la construction à l'échelle de la zone euro masquent des divergences significatives au niveau des pays, en partie liées à la résorption de déséquilibres antérieurs dans le secteur du logement dans certains pays. Dans une certaine mesure, les évolutions récentes reflètent une correction de la dynamique de l'emploi nettement différente d'un pays à l'autre depuis le début de la récession en 2008. La vive progression de l'emploi dans le secteur de la construction en Espagne ces derniers mois pourrait refléter en partie un fort rebond conjoncturel après cinq années de pertes d'emplois quasi ininterrompues. Durant la crise, l'emploi dans la construction en Espagne a diminué de près des deux tiers. Dans une moindre mesure, des évolutions analogues sont perceptibles en Estonie, en Irlande, en Lettonie et en Lituanie, après des baisses globales plus faibles de l'emploi dans la construction dans ces pays au cours de la crise. En revanche, en Allemagne, où l'emploi dans la construction a continué jusque très récemment de croître presque sans interruption après une unique et brève contraction en 2008, la stabilisation indique un niveau pratiquement inchangé, mi-2015, par rapport à 2013. Cependant, à l'échelle de l'ensemble de la zone euro, les pertes d'emplois actuellement enregistrées dans certains pays (plus particulièrement en Belgique, en France et aux Pays-Bas) ont plus que compensé le rebond récent de l'emploi en Espagne dans le secteur de la construction, quoique à un moindre degré ces derniers trimestres.

Graphique 5

Croissance cumulée de la valeur ajoutée et de l'emploi dans la zone euro du deuxième trimestre 2013 au deuxième trimestre 2015

(indice : valeur ajoutée T1 2013 = 100; emploi T2 2013 = 100)

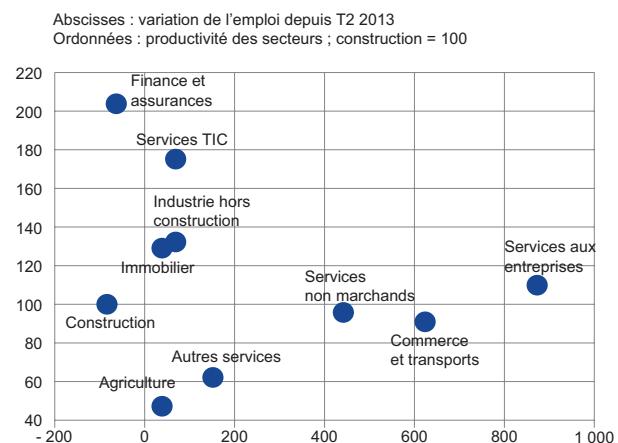


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Graphique 6

Variations de l'emploi dans la zone euro par secteurs du deuxième trimestre 2013 au deuxième trimestre 2015 et niveaux de productivité relatifs avant la crise

(variation de l'emploi en milliers ; indice de productivité sectorielle par rapport à la construction)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les niveaux de productivité sont les moyennes dans chaque secteur entre le premier trimestre 2000 et le premier trimestre 2008, selon la disponibilité des données.

La composition sectorielle de la croissance observée de l'emploi reflète en partie la croissance plus précoce et plus forte de l'activité dans les secteurs à l'origine du rebond. Le graphique 5 représente la croissance cumulée de l'activité sectorielle (mesurée par l'augmentation de la valeur ajoutée) entre le point bas postérieur à la crise observé en 2013 et 2015, comparé à la croissance cumulée de l'emploi sur la même période. Les observations supérieures à 100 de l'axe des abscisses montrent dans quels secteurs l'emploi a augmenté (c'est-à-dire tous, à l'exception de la construction et du secteur de la finance et des assurances, tandis que l'emploi dans l'industrie n'a augmenté que modestement). La forte concentration des observations au-dessous de la ligne des 45 degrés reflète en partie la tendance positive attendue de la croissance de la productivité, mais aussi probablement le profil conjoncturel classique observé à la suite d'une récession (les entreprises pouvant attendre un certain temps avant d'ajuster leur stratégie de recrutement à l'augmentation de la demande adressée à leur production), ainsi que le retournement par rapport à des périodes antérieures prolongées de maintien de sureffectifs.

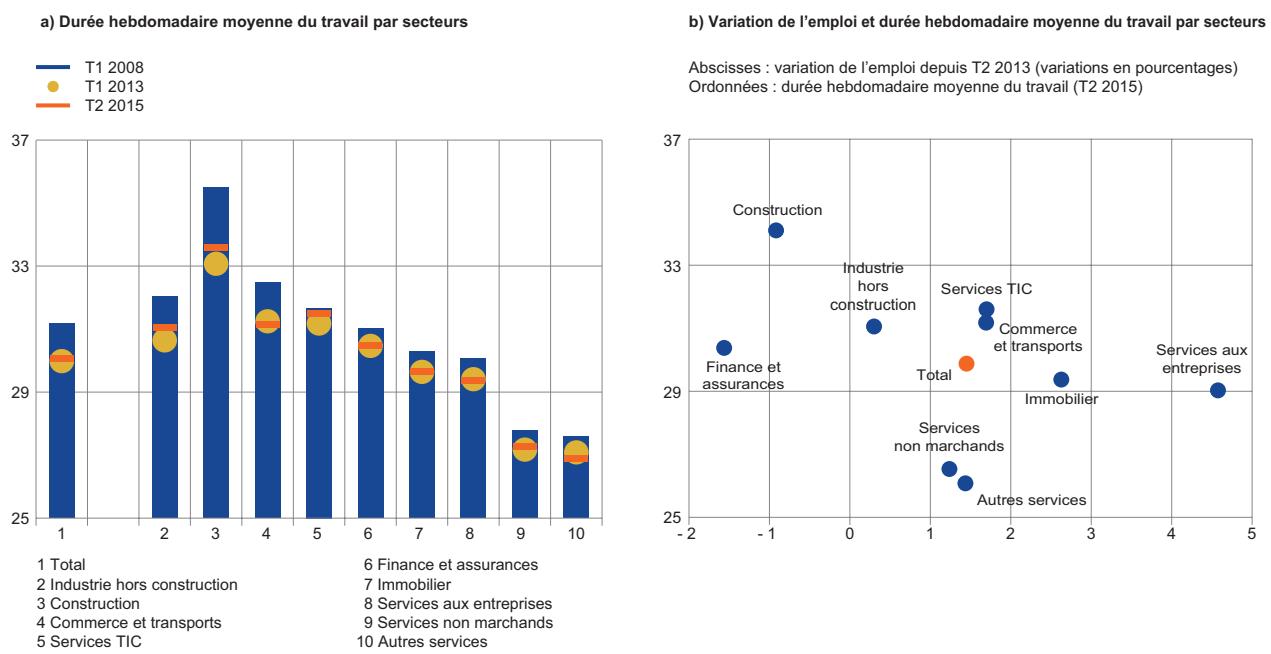
Dans une perspective plus large, une grande part de la croissance récente de l'emploi observée dans la zone euro paraît concentrée dans des secteurs à niveau de productivité relativement faible

(cf. graphique 6). En comparant l'accroissement de l'emploi par secteurs depuis le deuxième trimestre 2013 avec les niveaux de productivité moyens d'avant la crise (pour faire abstraction des niveaux de productivité artificiellement élevés dus aux fortes réductions d'emploi dans plusieurs secteurs), le graphique 6 montre qu'une faible part de la récente augmentation de l'emploi dans la zone euro est concentrée dans les secteurs à plus forte productivité comme celui de la finance et des assurances, ou celui des services liés aux technologies de l'information et de la communication (TIC). La plupart des économies de la zone euro présentent des profils similaires. Ces profils, qui reflètent à plusieurs égards la tendance structurelle de fond (vers une plus grande part de l'emploi dans le secteur des services) commune à de nombreuses économies industrielles avancées, n'offrent guère de perspectives de retournement rapide de la faible croissance de la productivité dans la zone euro.

Graphique 7

Variation de la durée hebdomadaire moyenne du travail dans la zone euro durant la crise et après la crise

(durée hebdomadaire du travail par personne employée)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La durée hebdomadaire moyenne du travail est présentée au moment du pic d'avant la crise au premier trimestre 2008 et après la crise au premier trimestre 2013. Les données relatives à l'agriculture ne sont pas représentées en raison d'un faible niveau de fiabilité.

Les modifications sectorielles significatives observées au fil de la crise contribuent également à expliquer pour partie la diminution prononcée du nombre total d'heures travaillées. Ainsi que le montre le graphique 7, la durée hebdomadaire moyenne du travail des personnes employées a nettement diminué (de 4 % environ) durant la crise et n'a pratiquement pas remonté depuis. Les diminutions ont été particulièrement fortes dans le secteur de la construction ainsi que dans ceux de l'industrie hors construction et du commerce et des transports, dans lesquels le temps de travail hebdomadaire moyen est généralement supérieur à celui des autres secteurs de l'économie (cf. graphique 7, volet a). Toutefois, le rebond récent de l'emploi a eu tendance à être plus marqué dans les secteurs où la durée hebdomadaire du travail est généralement inférieure à la moyenne (cf. graphique 7, volet b), entraînant un redressement très modéré du nombre total d'heures travaillées dans l'économie (cf. graphique 1).

4

Caractéristiques des salariés et des postes à l'origine du rebond de l'emploi

La majorité des emplois nets créés dans la zone euro au cours des deux dernières années s'est concentrée sur les emplois les plus qualifiés, à plein temps et salariés (par opposition aux autoentrepreneurs), le nombre de nouveaux contrats temporaires (à durée déterminée) dépassant légèrement celui des contrats permanents (à durée indéterminée), tout en affichant une forte hétérogénéité d'un pays à l'autre (cf. graphiques 8 à 13). Les femmes

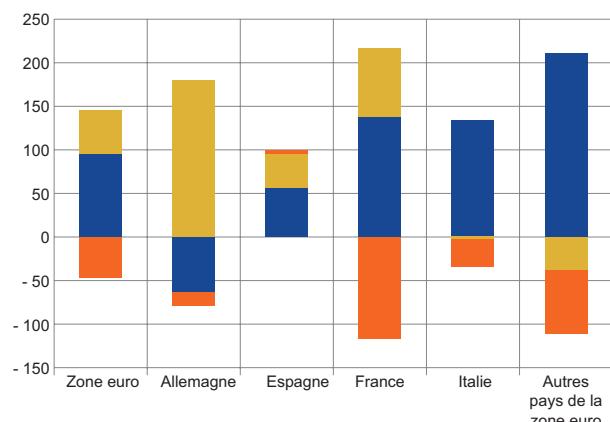
et les travailleurs âgés ont été les principaux bénéficiaires de la récente hausse de l'emploi, en ligne avec les évolutions plus générales de l'emploi observées aussi avant la crise. Les données récentes tirées de l'enquête de l'UE sur les forces de travail indiquent que plus de 2 millions de nouveaux postes très qualifiés ont été créés au cours des deux dernières années¹¹. Les emplois à plein temps demeurent supérieurs aux emplois à temps partiel en termes de créations nettes d'emplois suivant un rapport de deux à un. Les contrats temporaires contribuent plus largement que les contrats permanents à la croissance de l'emploi dans la zone euro (représentant respectivement 52 % et 48 % des créations nettes d'emplois au deuxième trimestre 2013), bien qu'il existe des différences considérables entre les pays. Comme cela est évoqué plus loin, l'autoentrepreneuriat, bien qu'il recule globalement à l'échelle de la zone euro, est devenu un moteur important de la création d'emplois dans certains pays de la zone.

Graphique 8

Créations nettes d'emplois entre le deuxième trimestre 2013 et le deuxième trimestre 2015 par niveau de qualification

(en pourcentage de l'augmentation nette globale de l'emploi)

- Qualification élevée
- Qualification intermédiaire
- Qualification faible



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les niveaux de qualification (faible, intermédiaire et élevée) ont trait au niveau d'étude le plus élevé atteint par les salariés. « qualification faible » se rapportant aux diplômes élémentaires, éventuellement obtenus, à la fin de la scolarité obligatoire, « qualification intermédiaire » aux diplômes de fin d'études secondaires (généralement obtenus à 18-19 ans) et « qualification élevée » aux diplômes de l'enseignement supérieur.

D'après l'enquête la plus récente de l'UE sur les forces de travail, une part importante des emplois nets créés dans la zone euro au cours des derniers trimestres s'est concentrée sur les plus qualifiés et les diplômés de l'enseignement supérieur, s'accompagnant d'une (nouvelle) baisse sensible pour les personnes ayant obtenu peu de diplômes à la fin de la scolarité obligatoire ou seulement les diplômes élémentaires (cf. graphique 8). La hausse de l'emploi s'est fortement concentrée sur les plus qualifiés, souvent au détriment des moins qualifiés. Ce phénomène peut s'expliquer par un certain nombre de facteurs, notamment les modifications structurelles en cours des exigences en milieu professionnel qui rendent indispensables des qualifications plus élevées ainsi que de vraisemblables modifications dans le temps des pratiques de sélection des candidats, en raison de l'élévation du niveau de qualification chez les personnes à la recherche d'un emploi¹².

L'Allemagne fait figure d'exception au regard de l'évolution plus générale de la zone euro, la croissance nette de l'emploi étant orientée davantage vers les travailleurs de qualification

intermédiaire. Les profils d'emploi récemment observés en Allemagne paraissent donc contredire les notions répandues de « perte de substance » des postes de qualification intermédiaire¹³. Ils reflèteraient plutôt pour partie la plus grande

¹¹ Les calculs sont effectués en appliquant les modifications de la part des travailleurs de qualification élevée, intermédiaire et faible entre le deuxième trimestre 2013 et le deuxième trimestre 2015 aux données de comptabilité nationale relatives aux variations des niveaux d'emploi.

¹² Cf., par exemple, A.S. Modestino, D. Shoag et J. Ballance, *Upskilling: Do Employers Demand Greater Skill When Skilled Workers Are Plentiful?*, Federal Reserve Bank of Boston Working Paper, n° 14-17, 2015.

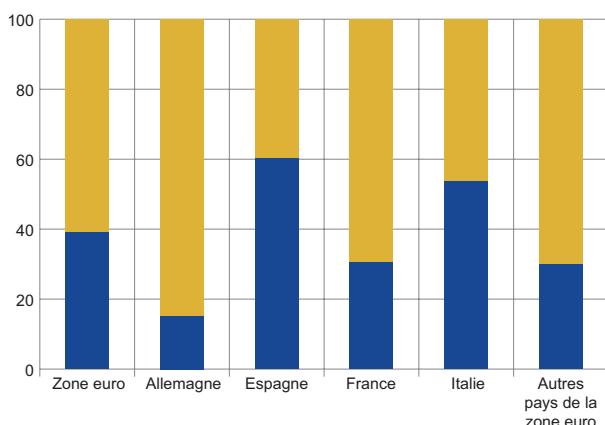
¹³ Cf., par exemple, D. Acemoglu et D. Autor, *Skills, Tasks and Technologies: Implications for Employment and Earnings*, Handbook of Labor Economics, Vol. 4, Part B, 2014, p. 1043-1171.

Graphique 9

Créations nettes d'emplois entre le deuxième trimestre 2013 et le deuxième trimestre 2015 par sexe

(en pourcentage de l'augmentation nette globale de l'emploi)

— Hommes
— Femmes



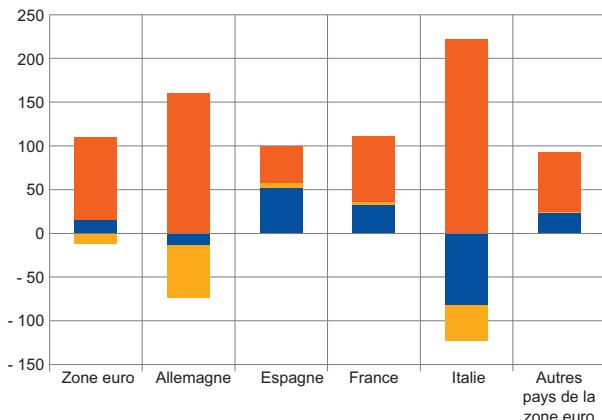
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Graphique 10

Créations nettes d'emplois entre le deuxième trimestre 2013 et le deuxième trimestre 2015 par âge

(en pourcentage de l'augmentation nette globale de l'emploi)

— Tranche d'âge de forte activité (25-54 ans)
— Jeunes (< 25 ans)
— Seniors (55-74 ans)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

spécialisation de l'économie allemande dans le secteur manufacturier (et par là même un recours généralement plus important à des qualifications intermédiaires et des diplômes de niveau technicien, par opposition aux diplômes universitaires), ainsi qu'une importance plus grande accordée à l'enseignement technique et à l'apprentissage (grâce à la dualité du système), qui représente une voie d'accès alternative à de nombreux postes de travail en Allemagne¹⁴.

La progression récente de l'emploi s'est fortement concentrée sur les femmes et les travailleurs âgés (cf. graphiques 9 et 10), reflétant en partie les évolutions à long terme de la croissance de l'emploi observées aussi avant la crise. La récente accentuation de la croissance de l'emploi des femmes est générale à l'échelle de la zone euro et peut être observée dans tous les pays sauf l'Espagne et l'Italie. Pour une large part, cette évolution reflète l'augmentation tendancielle du taux d'activité des femmes sur le marché du travail, qui n'a pas diminué avec la crise. Elle reflète également en partie la concentration de la croissance récente de l'emploi dans des secteurs qui emploient généralement une proportion plus élevée de femmes dans leurs effectifs totaux.

Des progressions importantes de l'emploi des travailleurs plus âgés ont été observées durant la crise¹⁵. La tendance reflète plusieurs facteurs explicatifs, pour l'essentiel les réformes structurelles antérieures des régimes de retraite et d'indemnisation visant à repousser l'âge de départ à la retraite, ainsi que les

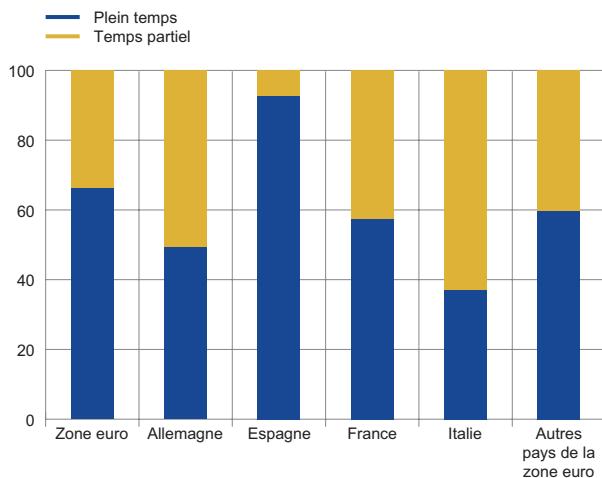
¹⁴ Cf. S. J. Prais, *Productivity, education and skills: an international perspective*, Cambridge University Press, 1995, et V. Jarvis, M. O'Mahony et H. Wessels, *Product Quality, Productivity and Competitiveness*, NIESR Occasional Paper Series, n° 55, National Institute of Economic and Social Research, 2002.

¹⁵ Cf., par exemple, le rapport 2012 sur les questions structurelles intitulé *Euro area labour markets and the crisis* (Les marchés du travail dans la zone euro face à la crise), BCE, octobre 2012 ainsi que *Tous concernés ? L'expérience des différents groupes sur le marché du travail au lendemain de la crise*, Perspectives de l'emploi de l'OCDE 2013, OCDE.

Graphique 11

Créations nettes d'emplois entre le deuxième trimestre 2013 et le deuxième trimestre 2015 : emploi à plein temps et à temps partiel

(en pourcentage de l'augmentation nette globale de l'emploi)

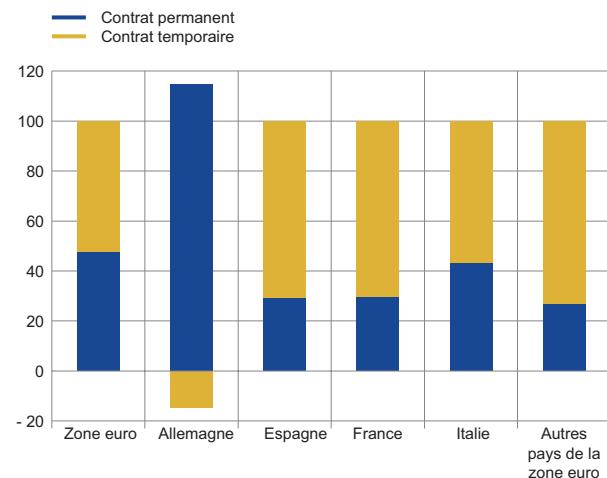


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Graphique 12

Créations nettes d'emplois entre le deuxième trimestre 2013 et le deuxième trimestre 2015 par catégorie de contrat

(en pourcentage de l'augmentation nette globale de l'emploi)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

modifications de la composition de la catégorie des travailleurs plus âgés, l'élévation du niveau d'études rendant intéressant un allongement de la vie active. En outre, les évolutions récentes reflètent probablement également des besoins financiers accrus après une perte de richesse ou de revenus subie par les ménages en raison de la crise financière. Par ailleurs, si les travailleurs jeunes ont assurément été sévèrement touchés durant la crise, il reste à déterminer dans quelle mesure les légères baisses enregistrées récemment par l'emploi des moins de 25 ans dans la zone euro reflètent essentiellement les évolutions générales de la demande de travail au profit d'une main-d'œuvre plus qualifiée, comme indiqué précédemment, ou les tendances à long terme de l'offre qui veulent que les tranches d'âge plus jeunes restent plus longtemps dans le système éducatif¹⁶.

66 % de la récente croissance nette de l'emploi dans la zone euro résulte de l'emploi à plein temps, même si les différences d'un pays à l'autre sont importantes (cf. graphique 11). Les données les plus récentes montrent que, entre le deuxième trimestre 2013 et le deuxième trimestre 2015, l'emploi à plein temps a représenté un peu moins de 50 % de la hausse totale des effectifs nets en Allemagne et 57 % en France. En Espagne il a représenté près de 93 %, reflétant en partie la concentration sectorielle proportionnellement plus forte de la hausse de l'emploi dans l'industrie et dans la construction. En Italie, 63 % environ de la progression (plus faible) des effectifs employés s'explique par le développement du travail à temps partiel. Les proportions sont significativement plus élevées dans certains pays – en

¹⁶ On ne peut pas conclure du graphique 9 que la faible création d'emplois au profit des jeunes observée au cours des deux dernières années reflète un rationnement des emplois en faveur des travailleurs plus âgés. Deux études microéconomiques approfondies récentes laissent penser que sur de nombreux marchés du travail locaux, l'emploi des jeunes est souvent un complément à l'emploi supplémentaire de travailleurs plus âgés. Cf., par exemple, l'encadré intitulé *The lump of labour fallacy: a reassessment for the euro area in Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets*, Occasional Paper Series, n° 159, ECB, February 2015 et R. Böhme, *The effect of early retirement schemes on youth employment*, IZA World of Labor, 2014: 70.

particulier en Estonie, aux Pays-Bas et en Autriche – où la création de postes à temps partiel contraste désormais avec la diminution nette des postes à plein temps.

L'hétérogénéité d'un pays à l'autre est particulièrement visible dans la combinaison emplois permanents/emplois temporaires si l'on décompose la hausse de l'emploi. Le graphique 12 montre que si les créations d'emplois au cours de la période s'achevant au deuxième trimestre 2015 à l'échelle de la zone euro proviennent à parts quasiment égales des contrats permanents et des contrats temporaires (48 % et 52 %, respectivement), en France et en Espagne les contrats temporaires sont à l'origine de 70 % environ de la progression nette de l'emploi¹⁷. La part des contrats temporaires dans les nouveaux emplois dépasse également la moyenne de la zone euro en Grèce et en Italie. Toutefois en Allemagne (de même qu'en Irlande, en Autriche et, dans une moindre mesure, en Lettonie et en Lituanie), la croissance de l'emploi au cours des deux dernières années a donné lieu à une hausse prononcée du nombre de personnes bénéficiant de contrats permanents, et même à une légère diminution du nombre total de celles employées sur la base de contrats temporaires.

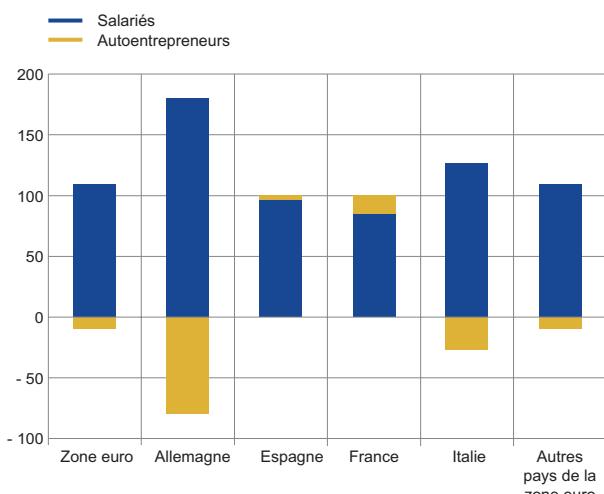
D'après l'enquête la plus récente de l'UE sur les forces de travail, l'autoentrepreneuriat a apporté une contribution modeste à la récente progression de l'emploi dans certaines économies de la zone euro, mais il a reculé lors de la reprise à l'échelle de la zone euro.

Si l'autoentrepreneuriat a généralement diminué lentement dans la zone euro depuis le début de la récession en 2008 (annulant, dans une certaine mesure, la faible croissance positive observée avant la crise), il a apporté une contribution positive à la récente progression de l'emploi en France, où la création d'emplois par d'autres moyens a été relativement modeste, générant 15 % environ de la création nette totale d'emplois depuis le deuxième trimestre 2013. C'est également le cas, dans une moindre mesure, en Espagne. Dans plusieurs pays, comme la Belgique, l'Estonie, l'Irlande, les Pays-Bas et la Slovénie, les proportions sont plus élevées, reflétant en partie des modifications structurelles plus importantes dans l'organisation de l'activité (recours à l'externalisation, au travail indépendant, etc...) ainsi qu'une évolution des tendances sur le marché du travail et de la démographie¹⁸. À l'échelle de la zone euro, pourtant, venant contrebalancer ces évolutions, la diminution

Graphique 13

Créations nettes d'emplois entre le deuxième trimestre 2013 et le deuxième trimestre 2015 : salariat et autoentrepreneuriat

(en pourcentage de l'augmentation nette globale de l'emploi)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

¹⁷ En Slovaquie la proportion est même plus élevée, l'intégralité de la croissance nette de l'emploi observée depuis mi-2013 s'expliquant par les contrats temporaires. Si les contrats temporaires demeurent nettement plus répandus en Espagne que dans nombre de pays de la zone euro – à un peu moins de 24 % de l'emploi total, contre quelque 15 % en moyenne pour la zone euro – leur utilisation reste nettement plus faible qu'avant la crise, où ils représentaient autour d'un tiers de l'emploi total.

¹⁸ Des tendances similaires ont été observées au Royaume-Uni, où l'autoentrepreneuriat s'est particulièrement bien tenu au cours des dernières années, évolution attribuée en partie à des facteurs conjoncturels et en partie à des évolutions démographiques (les travailleurs âgés souhaitant se maintenir sur le marché du travail). Cf., par exemple, T. Sadomir, *Self-employment: what can we learn from recent developments?*, *Quarterly Bulletin*, Bank of England, 2015 Q1.

de l'autoentrepreneuriat dans d'autres pays (notamment en Allemagne et, dans une moindre mesure, en Italie) a entraîné un recul global de l'autoentrepreneuriat au moment où l'emploi s'est redressé.

5

Remarques de conclusion

Après un redressement du PIB de la zone euro d'origine essentiellement domestique, l'emploi dans la zone a augmenté d'un peu plus de 2,2 millions.

Même si ce n'est pas encore suffisant pour compenser les pertes importantes enregistrées durant la crise économique persistante, l'écart par rapport aux niveaux d'avant la crise a été divisé par deux et la croissance de l'emploi s'est diffusée largement, y compris à plusieurs des pays les plus sévèrement touchés par la crise.

Au niveau sectoriel, la croissance nette de l'emploi s'est fortement concentrée dans le secteur des services. C'est notamment le cas dans les secteurs du commerce et des transports, des services aux entreprises et des services non marchands, où le développement de l'activité est généralement plus propice à l'emploi que dans les autres secteurs. La dimension sectorielle de l'expansion contribue également à expliquer la hausse relativement atone du nombre total d'heures travaillées par rapport aux points bas atteints au plus fort de la crise, la durée hebdomadaire du travail par personne étant généralement plus faible dans les secteurs où la croissance de l'emploi a été la plus soutenue depuis la reprise.

En termes de caractéristiques des salariés et des postes, l'essentiel de la croissance nette de l'emploi a concerné des emplois très qualifiés, à plein temps et salariés (par opposition à l'autoentrepreneuriat), alors qu'une part légèrement plus importante des nouveaux emplois créés l'ont été sur la base de contrats temporaires plutôt que permanents. Les femmes et les travailleurs âgés en ont bénéficié dans une plus large mesure que les autres groupes, reflétant pour l'essentiel les tendances à long terme de la croissance de l'emploi, qui étaient apparues dès avant la crise.

La plus grande place des contrats temporaires en Espagne (et de manière croissante en France) souligne la forte dualité qui caractérise ces marchés du travail. Certains affirment que le recours généralisé aux contrats temporaires a une incidence négative sur la richesse des salariés et détourne de l'investissement en capital humain, restreignant ainsi le potentiel d'amélioration des compétences et de croissance de la productivité à long terme. Néanmoins, dans un contexte de taux de chômage élevé (qui dépasse toujours 20 % en Espagne), les contrats temporaires offrent un accès au travail et pourraient déboucher dans un deuxième temps sur des emplois plus permanents.

Si la hausse des effectifs employés dans la zone euro a été importante au cours des deux dernières années, elle demeure légèrement inférieure à la forte progression de l'emploi observée aux États-Unis. Cette évolution reflète vraisemblablement en partie la plus grande flexibilité du marché du travail aux États-Unis, qui a été également à l'origine d'un ajustement de l'emploi nettement plus important et plus rapide durant la période de crise. La progression moins

importante dans la zone euro (et l'ajustement plus étalé dans le temps) pourrait refléter le redressement de l'activité économique plus faible qu'aux États-Unis par rapport aux niveaux d'avant la crise, le degré plus élevé de protection de l'emploi et une contribution moins marquée de l'évolution de la productivité comme moyen de freiner la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre. Ces facteurs ont empêché le redéploiement et la réallocation des effectifs vers les secteurs et les entreprises en plus forte croissance. Par conséquent, les niveaux d'emploi dans la zone euro demeurent relativement en retrait par rapport à leurs pics d'avant la crise, alors que le nombre de postes aux États-Unis dépasse désormais son niveau d'avant la crise.

Les nouvelles caractéristiques des statistiques monétaires et financières

La BCE a récemment publié des statistiques monétaires et financières considérablement améliorées. Ces améliorations ont été motivées par deux facteurs essentiellement. Premièrement, l'innovation financière ayant modifié le paysage financier en Europe, les autorités publiques sont demandeuses d'informations supplémentaires. Deuxièmement, de nouvelles exigences sont apparues avec l'adoption du Système européen de comptes – SEC 2010, qui met à jour les normes statistiques constituant le cadre méthodologique pour l'élaboration des comptes des secteurs financier et non financier en Europe. Le présent article offre une vue d'ensemble de ces nouvelles caractéristiques et donne des exemples montrant l'intérêt pratique des statistiques améliorées.

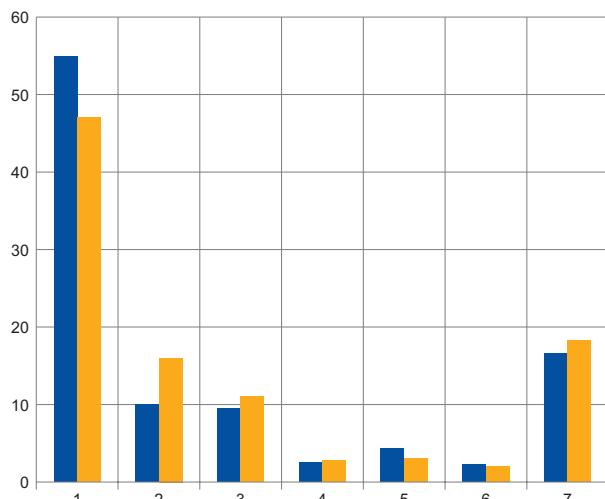
1 Introduction

Graphique 1

Part des secteurs financiers de la zone euro dans le total des actifs

(pourcentages calculés à partir des encours)

— Part dans le total des actifs, T4 2009
— Part dans le total des actifs, T2 2015



- 1 IFM autres que les fonds d'investissement monétaires
2 Fonds d'investissement non monétaires
3 Sociétés d'assurance
4 Fonds de pension
5 VFT
6 Fonds d'investissement monétaires
7 AIF autres que les VFT

Source : BCE.

Depuis sa création, la BCE établit des statistiques monétaires et financières qui retracent avec précision les évolutions monétaires et financières les plus récentes ainsi que l'évolution du système financier¹. Ces statistiques ont pour objet de dresser un tableau complet et détaillé des secteurs financiers de la zone euro afin de soutenir la politique monétaire de la BCE ainsi que ses fonctions macroprudentielles.

La structure du système financier évolue sous l'effet de l'innovation financière et de l'arrivée de nouveaux participants et de nouveaux produits, d'où la nécessité d'une mise à jour régulière des définitions et de la collecte des données.

Le graphique 1 présente l'évolution de l'importance relative des secteurs financiers dans la zone euro. En dépit d'une légère diminution, la part des institutions financières monétaires (IFM) représentait encore la moitié environ du bilan du secteur financier de la zone euro à fin juin 2015. Celle des véhicules financiers effectuant des opérations de titrisation (VFT) a également fléchi en raison d'une baisse de l'activité sur le marché de la titrisation. En revanche, les fonds d'investissement ont gagné en importance relative, représentant un sixième du système financier.

¹ Dans la plupart des cas, la collecte des statistiques monétaires et financières est régie par les règlements BCE s'adressant au secteur financier, à savoir les règlements BCE/2013/33 (obligations de déclaration statistique concernant le bilan des IFM), BCE/2013/34 (taux d'intérêt des IFM), BCE/2013/38 (fonds d'investissement), BCE/2013/39 (organismes de chèques et virements postaux) et BCE/2013/40 (véhicules de titrisation).

La récente publication de statistiques monétaires et financières améliorées, établies à partir du SEC 2010, a été une étape importante de ce processus d'actualisation. L'amélioration de ces statistiques, et en particulier celle de leurs dispositifs de déclaration, est le résultat d'un processus qui a débuté en 2012, et auquel ont participé des statisticiens, des responsables de la politique économique, des analystes et le secteur financier. Grâce à l'implication étroite des deux derniers groupes, un équilibre a pu être atteint entre les bénéfices d'une analyse économique solide pour chaque série de données et le coût lié à la déclaration et à la gestion d'informations supplémentaires.

L'article aborde successivement les différents types de statistiques monétaires et financières. Il examine les bilans des IFM (en section 2), les taux d'intérêt bancaires (en section 3), les fonds d'investissement (en section 4), les véhicules financiers effectuant des opérations de titrisation (en section 5) et les émissions de titres (en section 6). La section 7 présente des éléments de conclusion.

2

Les bilans des IFM

Les statistiques relatives aux bilans des IFM contribuent de plusieurs façons à la stabilité financière et à l'analyse monétaire. Les évolutions mensuelles sont analysées en détail en raison de la relation entre croissance monétaire et inflation à moyen et long terme. Dans la mesure où les banques représentent la principale source de financement du secteur privé non financier (notamment les sociétés non financières et les ménages) dans la zone euro, les données de bilan des IFM fournissent des informations rapidement disponibles sur les évolutions potentielles du financement dont dispose l'économie réelle. Les données de bilan collectées auprès des banques et des autres institutions financières (AIF) sont également intégrées dans les comptes financiers trimestriels de la zone euro, qui fournissent une vue d'ensemble du financement, des investissements financiers et de la situation bilancielle par secteurs institutionnels.

À compter de juillet 2015, les données publiées relatives aux statistiques de bilan des IFM ont été améliorées grâce à l'ajout de nouvelles ventilations, qui apparaissent toutes au bilan agrégé du secteur des IFM de la zone euro.

La ventilation des rubriques du bilan par contreparties a été élargie, ce qui permet désormais une distinction cohérente des différents secteurs. Ces secteurs recouvrent les sociétés d'assurance, les fonds de pension, les fonds d'investissement non monétaires, les banques centrales, les autres institutions de dépôt et les autres institutions financières. Les parts émises par les fonds d'investissement figurent de façon identifiable dans la rubrique des actifs en capital. Ces nouvelles ventilations sont intégralement conformes au SEC 2010. À cela s'ajoutent les dépôts et les prêts intra-groupes des IFM, les prêts aux administrations publiques et VFT par durée initiale, les portefeuilles de titres de créance émis par les administrations publiques d'une durée initiale inférieure ou égale à un an, et les dérivés financiers ainsi que les intérêts courus sur les prêts et les dépôts s'ils sont enregistrés parmi les « autres créances » et les « autres engagements ». Le tableau 1 résume ces nouvelles ventilations.

Tableau 1**Nouvelles rubriques des bilans des IFM**

Fréquence	Rubrique	Description	Contreperte
Mensuelle	Dépôts et prêts	Ventilation des contreparties par sous-secteur des IFM	Banque centrale Autres institutions de dépôt
		Identification des positions intra-groupes des autres institutions de dépôt	Autres institutions de dépôt
	Dépôts, pensions et prêts	Identification des fonds d'investissement non monétaires	Fonds d'investissement non monétaires Autres institutions financières
		Identification distincte des sociétés d'assurance et des fonds de pension	Sociétés d'assurance Fonds de pension
	Prêts aux administrations publiques et aux VFT	Ventilation par durée initiale ≤ à 1 an	Administrations publiques VFT
		> à 1 an et ≤ à 5 ans	
		> à 5 ans	
	Portefeuilles de titres de créance émis par les administrations publiques par durée initiale	Identification des titres de créance émis par les administrations publiques d'une durée initiale ≤ à 1 an	Administrations publiques
	Portefeuilles de parts et actions de fonds d'investissement non monétaires	Catégories distinctes figurant auparavant parmi les « actions et autres participations »	Fonds d'investissement non monétaires IFM Non-IFM Non-résidents
	Prêts corrigés des cessions et de la titrisation (nouvelle méthode)	Encours et transactions financières	Administrations publiques Fonds d'investissement non monétaires Sociétés d'assurance Fonds de pension Sociétés non financières Ménages
Trimestrielle	Dépôts et prêts	Ventilation par secteurs des positions intra-zone euro vis-à-vis de chaque pays de la zone euro	Administrations publiques Fonds d'investissement non monétaires Sociétés d'assurance Fonds de pension Autres institutions financières Sociétés non financières Ménages
	Portefeuilles de titres de créance	Identification des autres institutions financières	Autres institutions financières
		Identification des sociétés d'assurance	Sociétés d'assurance
	Portefeuilles d'actions	Identification des autres institutions financières	Autres institutions financières
		Identification des sociétés d'assurance et fonds de pension	Sociétés d'assurance Fonds de pension
	Dérivés financiers	Identification des positions, si enregistrées parmi les autres créances/engagements	
	Intérêts courus sur les prêts/dépôts	Identification des positions, si enregistrées parmi les autres créances/engagements	

Une caractéristique essentielle des nouvelles statistiques est qu'elles permettent d'avoir une vision plus complète des prêts consentis par les banques de la zone euro à l'économie réelle. Plus précisément, elles comprennent de nouvelles données sur les positions et les transactions (c'est-à-dire les remboursements de prêts par les emprunteurs) relatives aux prêts qui ont été sortis des bilans des IFM pour cession ou titrisation. Ces données servent à améliorer les séries relatives aux prêts corrigés des cessions et de la titrisation, ce qui accroît la comparabilité des taux de croissance entre les pays².

Une deuxième caractéristique essentielle a trait à l'identification des parts de fonds d'investissement (non monétaires) dans les actifs des IFM. Cela signifie qu'il est possible d'évaluer dans quelle mesure les IFM ont diversifié leurs portefeuilles de parts émises par ces fonds. Le graphique 2 retrace les acquisitions, par les IFM, de parts de fonds d'investissement résidents. De décembre 2014 à août 2015, les IFM ont systématiquement enregistré des achats nets de parts de fonds d'investissement, dans un contexte de très bas niveau des taux d'intérêt. Cela indique probablement que les IFM ont diversifié leurs portefeuilles, en quête d'une

² Cf. l'encadré intitulé *Nouvelles données relatives aux prêts au secteur privé corrigés des cessions et de la titrisation* du *Bulletin économique*, numéro 7, BCE, novembre 2015.

Graphique 2

Achats nets de parts de fonds d'investissement non monétaires de la zone euro par les IFM hors Eurosysteme

(transactions financières ; montants en milliards d'euros)

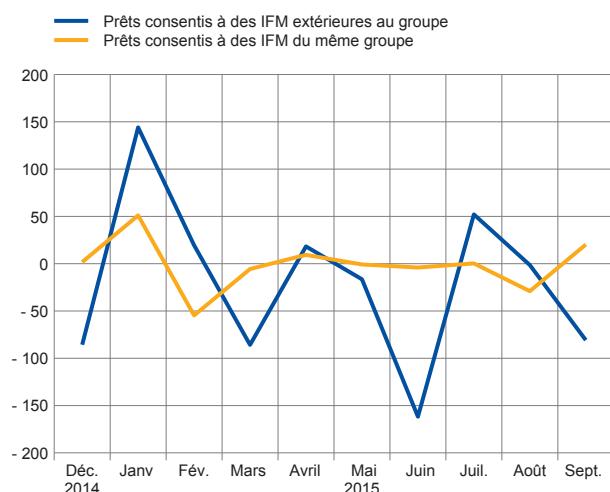


Source : BCE.

Graphique 3

Prêts consentis par des IFM de la zone euro à d'autres IFM de la zone euro

(transactions financières ; montants en milliards d'euros)



Source : BCE.

rémunération plus élevée, et atteste d'un rééquilibrage des portefeuilles induit par le programme d'achats d'actifs (APP) de l'Eurosysteme. De plus, cette ventilation permet un suivi indépendant des dépôts des fonds d'investissement, sur lesquels l'APP devrait avoir une forte incidence.

Une troisième caractéristique essentielle des nouvelles statistiques concerne les positions intra-groupes des IFM.

À partir de l'actif/passif des IFM (hors Eurosysteme), il est désormais possible d'identifier les prêts/dépôts auprès des IFM appartenant au même groupe. Fin 2014, les positions intra-groupes des IFM représentaient la moitié environ du total des prêts/dépôts des IFM vis-à-vis d'autres IFM. De décembre 2014 à septembre 2015, les transactions cumulées avec les IFM appartenant au même groupe ont contribué à hauteur de 12 milliards d'euros à une diminution des positions, et les transactions cumulées avec d'autres IFM extérieures au groupe y ont contribué pour 198 milliards (cf. les transactions mensuelles correspondantes dans le graphique 3). Cette nouvelle ventilation permet un suivi distinct des transactions intra-groupes et des transactions avec des IFM extérieures au groupe, la dynamique de ces deux types de transactions pouvant être très différente, notamment en période de crise. Par conséquent, elle rend possible l'analyse du fonctionnement des marchés interbancaires et de la transmission de la liquidité de l'Eurosysteme au sein des groupes bancaires.

3 Les taux d'intérêt bancaires

Les statistiques relatives aux taux d'intérêt bancaires fournissent des informations

primordiales pour l'analyse monétaire. Elles fournissent des informations sur les taux d'intérêt

appliqués par les banques aux dépôts des ménages et des sociétés et aux prêts qui leur sont consentis. En particulier, les statistiques relatives aux contrats nouveaux recouvrent des informations sur les taux d'intérêt fixés dans les contrats nouveaux entre les banques et leurs clients. Elles reflètent les conditions d'offre et de demande sur les marchés de dépôts et de prêts à la date du contrat. Ces statistiques permettent d'évaluer la transmission des modifications de taux directeurs aux taux appliqués aux dépôts des ménages et des sociétés et aux prêts qui leur sont consentis. Elles permettent également d'identifier une éventuelle fragmentation des marchés de dépôts et de prêts bancaires, notamment en période de crise, et donc la mise en œuvre par les autorités publiques de mesures ciblées pour améliorer le

fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire. En outre, les modifications de taux d'intérêt bancaires influent sur le coût du capital, ce qui influence les décisions d'investissement des ménages et des sociétés ainsi que le taux de substitution entre consommation actuelle et consommation future. Les taux d'intérêt bancaires relatifs aux encours complètent les données collectées dans le cadre du dispositif relatif aux statistiques de bilan des IFM et contribuent à l'analyse des effets de revenu, dans la mesure où les modifications de taux d'intérêt bancaires influent sur les intérêts versés ou perçus des ménages et des sociétés, et donc sur leur revenu disponible. Les statistiques relatives aux taux d'intérêt bancaires permettent également le suivi des marges d'intérêt. Enfin, elles donnent des informations sur le degré d'intégration des marchés financiers européens, offrant aux consommateurs la possibilité de comparer les taux appliqués par les banques dans les différents pays.

La fourniture d'informations supplémentaires concernant les prêts renégociés, à compter de la période de référence de décembre 2014, permet de combler d'importantes lacunes dans la compréhension des taux d'intérêt appliqués aux contrats nouveaux³. Cela a été possible grâce à l'introduction de nouveaux indicateurs relatifs à la renégociation de prêts consentis aux ménages (ventilés par objet) et aux sociétés. Associées aux indicateurs existants relatifs aux contrats nouveaux, ces données permettent d'estimer le montant brut du flux de prêts nouveaux accordés aux ménages et aux sociétés.

Les statistiques de taux d'intérêt bancaires relatives aux encours ont été améliorées pour favoriser une meilleure analyse de l'impact des changements de politique sur les revenus d'intérêts des banques et les paiements d'intérêts des ménages et des sociétés. Les nouveaux indicateurs fournissent des informations détaillées sur les taux d'intérêt appliqués aux prêts, ventilés par durée initiale et par durée résiduelle, ainsi que sur leur fréquence de révision. Ces données complètent les montants de prêts correspondants, collectés dans le cadre du dispositif relatif aux statistiques de bilan des IFM, et contiennent des informations

Tableau 2

Nouveaux indicateurs relatifs aux statistiques de taux d'intérêt bancaires

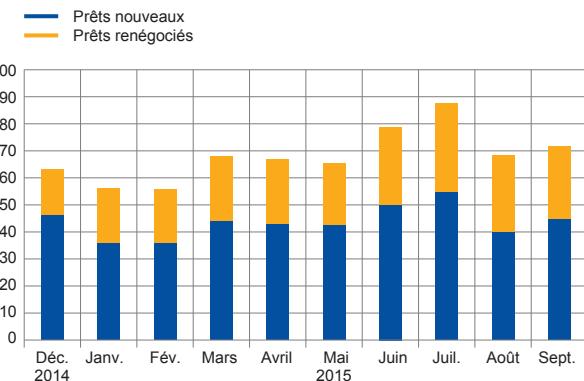
Rubrique	Contrepartie	Ventilation par durée
Prêts, taux d'intérêt sur les encours	- Ménages - Sociétés	D'une durée initiale : - > à 1 an - > à 1 an et durée résiduelle ≤ à 1 an - > à 1 an, durée résiduelle > à 1 an et révision du taux d'intérêt au cours des 12 prochains mois - > à 2 ans - > à 2 ans et durée résiduelle ≤ à 2 ans - > à 2 ans, durée résiduelle > à 2 ans et révision du taux d'intérêt au cours des 24 prochains mois
Rubrique	Contrepartie	Ventilation par objet
Prêts renégociés, volumes de contrats et taux d'intérêt	- Ménages - Sociétés	- Total (sociétés) - Prêts à la consommation (ménages) - Prêts au logement (ménages) - Autres (ménages)

³ Pour les besoins des statistiques de taux d'intérêt bancaires, les « contrats nouveaux » se définissent comme tout nouveau contrat entre le client et la banque. Les contrats nouveaux recouvrent l'ensemble des contrats financiers définissant pour la première fois le taux d'intérêt appliqué au dépôt ou au prêt, et l'ensemble des renégociations de contrats de dépôt ou de prêt existants, la renégociation faisant référence à la participation active du client dans la redéfinition des modalités relatives à un contrat de prêt ou de dépôt existant. Ainsi, par exemple, la hausse ou la baisse d'un taux d'intérêt variable résultant de la correction automatique du taux d'intérêt pratiqué par la banque n'est pas un contrat nouveau et n'est donc pas enregistrée dans les statistiques de taux d'intérêt bancaire sur les contrats nouveaux.

Graphique 4

Contrats nouveaux de prêt au logement consentis aux ménages de la zone euro

(volume de contrats nouveaux ; montants en milliards d'euros)

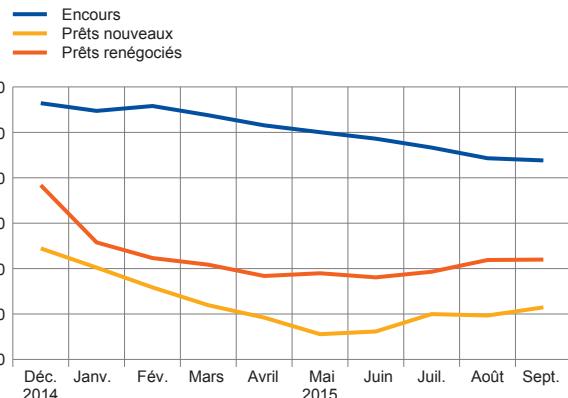


Source : BCE.

Graphique 5

Taux d'intérêt appliqués aux encours et aux contrats nouveaux de prêt au logement consentis aux ménages de la zone euro

(en pourcentage annuel hors charges)



Source : BCE.

4

Les fonds d'investissement

Le secteur des fonds d'investissement connaît une croissance rapide, et son importance pour l'analyse économique suit la même évolution. Au deuxième trimestre 2015, les fonds d'investissement représentaient 16 % environ, soit une part significative, du système financier de la zone euro. Les actifs de ces fonds domiciliés dans la zone euro ont presque doublé depuis 2009, s'élevant à plus de 10 000 milliards d'euros début 2015 (cf. graphique 6). Cette évolution résulte pour près d'un tiers de transactions économiques, le reste pouvant s'expliquer par la forte augmentation des prix des actifs au cours des dernières années. Compte tenu de cette hausse et du rôle joué par les fonds d'investissement dans le processus d'intermédiation financière, il est essentiel de disposer de données précises et rapidement disponibles concernant ce secteur. Lorsque les fonds d'investissement font l'acquisition d'actions et de titres de créance émis par l'économie réelle,

permettant de mesurer l'incidence potentielle des décisions de politique monétaire sur les revenus futurs des ménages et des sociétés, ainsi que sur le niveau d'activité économique et d'inflation.

Entre décembre 2014 et septembre 2015, les taux d'intérêt appliqués aux prêts nouveaux ont été légèrement inférieurs à ceux des prêts renégociés.

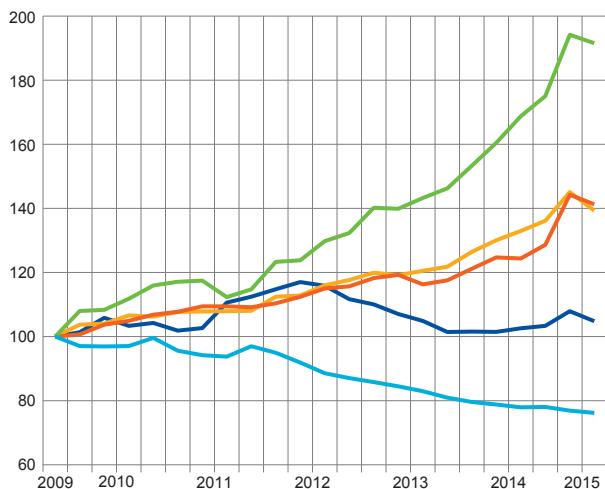
Le fait d'isoler les prêts renégociés permet de les extraire du montant total de contrats nouveaux, ce qui donne une indication du montant de prêts nouveaux consentis aux ménages et aux sociétés dans les pays de la zone euro ; ces informations peuvent ensuite servir à mesurer approximativement l'évolution des prêts nouveaux à l'économie réelle. Dans la zone euro, au cours de la période comprise entre décembre 2014 et septembre 2015, par exemple, un tiers environ des contrats nouveaux de prêt au logement consentis aux ménages ont été en fait des renégociations de prêts existants (cf. graphique 4), les deux tiers restants étant véritablement des prêts nouveaux accordés aux ménages pour l'achat d'un logement. Le taux d'intérêt appliqué aux nouveaux prêts au logement consentis aux ménages peut être calculé en utilisant cette approche aux taux d'intérêt moyens pondérés des contrats nouveaux. Entre décembre 2014 et septembre 2015, les taux d'intérêt appliqués aux prêts véritablement nouveaux ont été légèrement inférieurs à ceux des renégociations de prêts existants (cf. graphique 5). Les taux d'intérêt appliqués aux prêts nouveaux et aux prêts renégociés dans la zone euro ont été nettement inférieurs, en moyenne, à ceux des encours de prêts au logement.

Graphique 6

Croissance des encours des secteurs financiers de la zone euro depuis le quatrième trimestre 2009

(T4 2009 = 100)

- IFM
- Sociétés d'assurance et fonds de pension
- AIF
- Fonds d'investissement
- VFT



Source : BCE et calculs de la BCE.

ils sont une source de financement pour les entreprises, même lorsque les banques sont en difficulté, d'où leur importance non seulement pour l'analyse économique et monétaire de la BCE mais également pour l'évaluation de la stabilité financière dans la zone euro.

L'amélioration du processus de déclaration des données relatives aux fonds d'investissement prend en compte l'innovation financière. Afin de préserver la qualité des statistiques relatives aux fonds d'investissement, les données collectées à compter de 2015 sont conformes au SEC 2010, comme indiqué précédemment. Des ventilations supplémentaires, spécifiques à ce secteur, ont également été introduites. Plus important encore, les données relatives aux fonds établis en tant que fonds négociables en bourse (exchange-traded funds – ETF) font désormais l'objet d'une sous-rubrique de l'ensemble des fonds. En outre, les informations relatives aux émissions et aux remboursements de parts de fonds d'investissement sont désormais disponibles pour l'ensemble des États membres. Le tableau 3 présente une vue d'ensemble détaillée des nouvelles ventilations.

Tableau 3

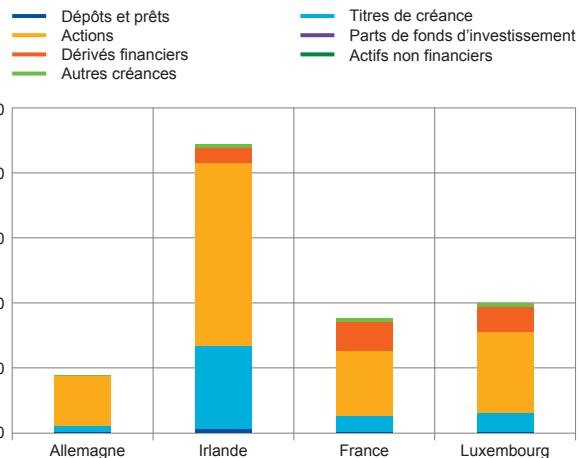
Nouvelle ventilation des rubriques du bilan des fonds d'investissement

Fréquence	Rubrique	Description	Contrepartie
Mensuelle	ETF	Identification des ETF comme sous-rubrique de l'ensemble des fonds d'investissement	Banque centrale Autres institutions de dépôt
	Prêts aux administrations publiques et aux VFT	Ventilation par durée initiale ≤ 1 an > 1 an et ≤ 5 ans > 5 ans	Administrations publiques VFT
	Parts de fonds d'investissement	Cession et remboursement de parts de fonds d'investissement	Ensemble de l'économie
Trimestrielle	Portefeuilles de titres de créance	Identification des contreparties	Fonds d'investissement non monétaires Autres institutions financières Sociétés d'assurance Fonds de pension
	Portefeuilles d'actions	Identification des contreparties	IFM Administrations publiques Fonds d'investissement non monétaires Autres institutions financières Sociétés d'assurance Fonds de pension Sociétés non financières Ménages
	Portefeuilles de parts de fonds d'investissement	Identification des titres prêtés ou cédés dans le cadre d'accords de pension	

Graphique 7

Total des actifs des VFT par pays, ventilés par catégories d'actifs

(montants en milliards d'euros ; août 2015)



Source : BCE.

Au sein du secteur des fonds d'investissement, les ETF ont récemment été le centre d'intérêt non seulement des investisseurs, mais également des autorités de régulation et de supervision⁴. Ce sous-secteur a connu une croissance rapide et favorisé l'innovation financière. Il est donc important que l'évolution des ETF fasse l'objet d'un suivi dans le cadre de la stabilité financière dans la zone euro. Comme le montrent les données nouvellement collectées, les ETF représentent actuellement 4,6 % environ du total des actifs de l'ensemble des fonds d'investissement. Malgré cette faible proportion, l'importance des ETF au sein du secteur des fonds d'investissement n'a cessé de croître au cours des dernières années : les nouvelles données permettent de suivre cette évolution. Elles permettent également d'évaluer la structure des bilans des ETF. Le graphique 7 illustre la taille en valeur absolue et la structure du total des actifs des ETF dans les pays de la zone euro où ces fonds sont très présents.

5

Les véhicules financiers effectuant des opérations de titrisation

Les VFT sont une composante importante du système financier en raison de leur rôle dans les opérations de titrisation, même si le total de leurs actifs ne représente que 3 % du secteur financier de la zone euro (cf. graphique 1). La titrisation implique généralement le transfert d'actifs illiquides (tels que les prêts) ou du risque de crédit attaché à un portefeuille d'actifs, vers un VFT qui les utilisera pour adosser ses émissions de titres.

En dépit des nombreuses initiatives prises récemment par les banques centrales et d'autres autorités afin de relancer la titrisation en tant que source de financement de marché pour les banques, les opérations continuent de revêtir essentiellement la forme de titrisations retenues. Avant la crise financière, la titrisation était une importante source de financement pour les banques *via* le modèle d'« octroi puis cession de crédits » : les banques octroyaient des prêts et, par le biais de la titrisation, elles transféraient le risque de crédit aux investisseurs. Toutefois, depuis le début de la crise financière, la titrisation a été essentiellement motivée par la nécessité pour les banques de constituer des garanties dans le cadre des opérations de refinancement de banque centrale : plutôt que d'être rachetés par les investisseurs, les titres de créance émis par les VFT ont été retenus par les banques émettrices des prêts. Au deuxième trimestre 2015, l'encours des titres de créance émis par les VFT de la zone euro s'élevait à 1 400 milliards d'euros, tandis que les portefeuilles des banques de la zone euro représentaient 800 milliards.

Les nouvelles données collectées à la suite de l'actualisation du règlement BCE/2013/40 relatif aux véhicules de titrisation permettent de mieux

⁴ Par exemple, l'importance croissante des ETF a été examinée par le Conseil de stabilité financière dans sa publication intitulée *Potential financial stability issues arising from recent trends in Exchange-Traded Funds (ETFs)*, 2011.

Tableau 4

Nouvelles rubriques introduites dans les statistiques relatives aux VFT

Rubrique	Nouvelles ventilations par contreparties
Dépôts et créances	<ul style="list-style-type: none"> - Banques du reste du monde - Non-banques du reste du monde
Prêts titrisés (total)	<ul style="list-style-type: none"> - IFM - Administrations publiques - Fonds d'investissement non monétaires - Autres institutions financières - Sociétés d'assurance et fonds de pension - Sociétés non financières - Ménages - Reste du monde
Prêts titrisés (émis par les IFM de la zone euro)	<ul style="list-style-type: none"> - IFM - Fonds d'investissement non monétaires - Autres institutions financières
Rubrique	Nouvelles ventilations par durée
Dépôts et créances	<ul style="list-style-type: none"> - ≤ 1 an - > 1 an
Prêts et dépôts reçus	<ul style="list-style-type: none"> - ≤ 1 an - > 1 an

appréhender les activités qui ne sont pas directement liées aux banques de la zone euro, notamment les prêts émis par d'autres secteurs ou par des entités non résidentes. Cela est particulièrement pertinent s'agissant du secteur bancaire parallèle (activités comparables à des activités bancaires qui ont lieu en dehors du système bancaire officiel) et du rôle que la titrisation pourrait jouer pour favoriser l'activité de prêt direct à l'économie réelle. De plus, la collecte des données a été étendue de façon à inclure les opérations comportant des transferts d'assurance ou des risques de réassurance du secteur de l'assurance vers les VFT⁵. Le tableau 4 résume les deux caractéristiques principales qui ont été ajoutées aux statistiques relatives aux VFT : (a) nouvelles ventilations par contreparties, en particulier pour les transferts de prêts titrisés vers les VFT ; et (b) nouvelles

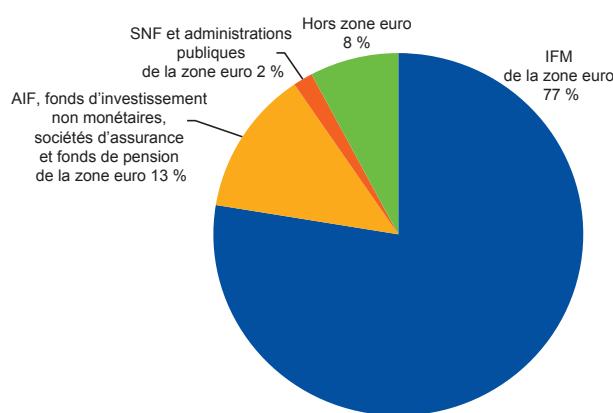
ventilations par durée des dépôts détenus par les VFT, ou des prêts directement consentis par les VFT ou reçus de ces véhicules.

Les nouvelles ventilations par contreparties des prêts titrisés fournissent des informations plus détaillées concernant la contribution de la titrisation à l'activité de prêt non bancaire à l'économie réelle. Auparavant, les ventilations par secteurs emprunteurs étaient disponibles uniquement pour les prêts émis par les IFM de la zone euro. Comme le montre le graphique 8, les entités autres que les IFM de la zone euro ont émis 23 % (268 milliards d'euros) du total des prêts titrisés détenus par les VFT.

Graphique 8

Prêts titrisés par les VFT de la zone euro au deuxième trimestre 2015, ventilés par secteurs émetteurs

(en pourcentage)

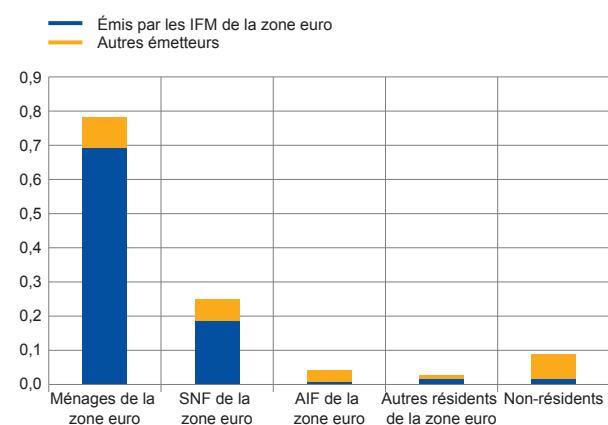


Source : BCE.

Graphique 9

Prêts titrisés par les VFT de la zone euro au deuxième trimestre 2015, ventilés par secteurs emprunteurs

(montants en milliers de milliards d'euros)



Source : BCE.

⁵ Ces volumes sont actuellement faibles et aucune ventilation distincte n'est publiée dans le cas des VFT effectuant des opérations de titrisation de produits d'assurance.

S'agissant des prêts titrisés non émis par des IFM de la zone euro, au deuxième trimestre 2015, les VFT détenaient 91 milliards d'euros et 64 milliards, respectivement, des prêts consentis aux ménages et aux sociétés non financières de la zone euro (cf. graphique 9). Si le montant des prêts aux non-résidents émis par les IFM de la zone euro est faible, la titrisation par d'autres émetteurs *via* les VFT de la zone euro représente 72 milliards d'euros. Ces autres émetteurs appartiennent à des juridictions dans lesquelles les activités des VFT sont davantage tournées vers l'international que vers l'intérieur, comme par exemple l'Irlande, le Luxembourg et les Pays-Bas. Ces trois pays représentent également une part significative des dépôts et des créances des VFT de la zone euro sur les banques non résidentes (23 milliards d'euros au deuxième trimestre 2015) et les non-banques (8 milliards).

Les nouvelles ventilations de la durée des dépôts détenus par les VFT et des prêts consentis directement aux VFT ou reçus de ces entités fournissent des informations sur la liquidité et le financement des IFM. La moitié environ des dépôts et des créances des VFT vis-à-vis d'autres contreparties sont d'une durée inférieure ou égale à un an et consistent principalement en des dépôts auprès des banques de la zone euro. En ce qui concerne les dépôts et les créances reçus, ils sont pour près du tiers de courte durée.

6 Les émissions de titres

Les statistiques relatives aux émissions de titres fournissent des informations sur les entrées et les sorties de capitaux sur les marchés financiers. Les statistiques mensuelles relatives aux émissions de titres recouvrent des données sur les encours, les émissions, les remboursements et les taux de croissance des titres de créance et des actions cotées. Ces séries sont ventilées par pays et par secteurs émetteurs, par type d'instrument, par durée initiale, par type de coupon et par devise de libellé. Avec les données de bilan des IFM et celles relatives aux taux d'intérêt bancaires, ainsi que les prix sur les marchés financiers, ces données permettent d'analyser le phénomène de substitution entre financement bancaire (canal du crédit bancaire) et financement de marché (émissions de titres).

Les données améliorées relatives aux émissions de titres ont été collectées pour la première fois en janvier 2015 et portaient sur novembre 2014. Les données collectées avant janvier 2015 ont été conservées et servent à produire des séries chronologiques longues.

L'actualisation introduit plusieurs nouveaux secteurs institutionnels et réorganise la classification de certaines unités institutionnelles au sein des secteurs^{6,7}. Le graphique 10 montre l'impact de ces changements sur les encours

⁶ Pour des informations plus détaillées concernant l'évolution des statistiques relatives aux émissions de titres cf. *User guide to the update of securities issues statistics under the amended Guideline ECB/2014/15*, disponible à l'adresse suivante http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/users_guide_sec_issues_statistics_2014_15.pdf

⁷ Pour de plus amples détails concernant l'actualisation des normes internationales, cf. l'article intitulé *Nouvelles normes internationales en matière de statistiques – Améliorations de la méthodologie et de la disponibilité des données* du *Bulletin mensuel* d'août 2014.

Graphique 10

Encours des titres de créance établis selon le cadre juridique précédent et selon le cadre actuel

(montants en milliards d'euros)



Source : BCE et calculs de la BCE.

de titres de créance émis par les principaux secteurs figurant dans les données publiées. Pour les nouveaux secteurs, qui sont conformes au SEC 2010, des données rétropolées sont disponibles à compter de décembre 2012.

En outre, l'actualisation sert à harmoniser la déclaration des données relatives aux obligations zéro coupon. Les règles de valorisation qui s'appliquent aux obligations zéro coupon sont explicitement définies dans les obligations juridiques. Ces nouvelles données font actuellement l'objet d'un examen de qualité interne, plusieurs modifications ayant dû être introduites dans les processus de déclaration et de traitement des statistiques. Les nouvelles séries relatives aux obligations zéro coupon devraient être publiées courant 2016.

En outre, parmi les nouvelles obligations juridiques figure pour la première fois la fourniture de données relatives aux titres émis par les véhicules financiers effectuant des opérations de titrisation. Comme il ne s'agit pas d'un sous-secteur officiel du SEC 2010, les données relatives aux titres émis par les VFT sont également présentées dans le secteur des autres institutions financières. Les nouvelles informations contiendront des ventilations par échéances et par type de taux d'intérêt, et devraient être publiées en 2016.

7 Conclusions

Au cours de l'année 2015, la BCE a rendu disponible plusieurs séries de données améliorées relatives aux statistiques monétaires et financières.

Elles recouvrent des statistiques relatives aux postes des bilans des IFM, aux taux d'intérêt bancaires, aux fonds d'investissement, aux VFT et aux émissions de titres.

Les bilans des IFM peuvent désormais faire l'objet de ventilations plus détaillées, par contreparties et par instruments financiers. Ces ventilations sont conformes au SEC 2010. Elles font apparaître les dépôts et les prêts intra-groupes, ce qui peut être utile pour analyser les épisodes de crise financière. De plus, la correction des cessions et de la titrisation des prêts consentis par les IFM au secteur privé a été améliorée afin de tenir compte des soldes et des remboursements de prêts décomptabilisés.

Les statistiques relatives aux taux d'intérêt bancaires permettent de calculer les volumes et les taux des prêts véritablement nouveaux. Il faut, pour cela, enregistrer séparément les prêts renégociés octroyés aux ménages (ventilés par objet du prêt) et aux sociétés. En outre, les nouvelles données recouvrent les taux d'intérêt des prêts ventilés par durée initiale et par durée résiduelle, ainsi que la date suivante de refixation des taux, ce qui permet de mieux comprendre l'incidence des décisions de politique monétaire sur le revenu d'intérêts des banques et les taux d'intérêt versés par les ménages et par les sociétés.

Plusieurs améliorations ont été apportées aux statistiques concernant les fonds d'investissement. Les données collectées à compter de 2015 ont été mises en conformité avec le cadre du SEC 2010. De surcroît, les données relatives aux fonds établis en tant que VFT apparaissent désormais comme une

sous-rubrique de l'ensemble des fonds, et les données relatives aux émissions et aux remboursements de parts de fonds d'investissement sont désormais disponibles pour l'ensemble des pays de la zone euro.

De nouvelles caractéristiques ont été ajoutées aux statistiques sur les VFT.

Elles améliorent les informations disponibles concernant les prêts titrisés non émis par des banques de la zone euro, les ventilations à court et à long terme des dépôts détenus par les VFT, et les prêts octroyés directement aux VFT ou reçus de ces entités.

Enfin, conformément au SEC 2010, plusieurs nouveaux secteurs institutionnels, y compris les VFT, figurent désormais dans les statistiques relatives aux émissions de titres. La classification de certaines unités institutionnelles au sein de ces secteurs a également été mise en conformité. De nouvelles séries harmonisées sur les obligations zéro coupon devraient être publiées en temps voulu.

Pour l'avenir, le cadre statistique de la BCE sera enrichi dans deux domaines en 2016. Premièrement, la BCE commencera à collecter quotidiennement des statistiques relatives aux transactions effectuées sur les compartiments suivants du marché monétaire : opérations garanties, opérations en blanc, *swaps* de change et *swaps* de taux d'intérêt référencés sur un taux au jour le jour. Ces données, qui seront collectées transaction par transaction auprès des principales IFM de la zone euro, fourniront des informations supplémentaires sur le mécanisme de transmission des décisions de politique monétaire. Deuxièmement, les statistiques concernant les sociétés d'assurance de la zone euro seront harmonisées grâce à la réutilisation, dans une large mesure, des rapports prudentiels établis dans le cadre de Solvabilité II. La charge de déclaration devrait s'en trouver réduite à son minimum. La collecte d'informations statistiques relatives aux sociétés d'assurance renforcera davantage encore l'analyse monétaire et financière.

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)
							Total	Hors produits alimentaires et énergie					
	1	2	3	4	5	6	7	8	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	-0,2	1,8	0,4	0,5	1,6	0,0	0,0	0,5	1,4	0,2
T3	0,5	0,5	-0,2	1,8	0,3	0,5	1,7	0,1	0,0	0,2	1,7	0,1	
2015 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	—	—	—	—	—	—	0,4	1,8	0,0	-0,1	0,0	1,6	-0,1
Octobre	—	—	—	—	—	—	0,6	1,8	0,2	-0,1	0,3	1,3	0,1
Novembre ³⁾	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	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.

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

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

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

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	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	
	Octobre	-0,14	-0,12	-0,05	0,02	0,13	0,32	0,08	
	Novembre	-0,13	-0,14	-0,09	-0,02	0,08	0,37	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	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	
	Octobre	-0,35	-0,33	-0,31	-0,03	0,63	0,96	1,82	1,40	-0,32	-0,25	0,66	1,69	
	Novembre	-0,41	-0,40	-0,40	-0,13	0,58	0,98	1,73	1,34	-0,41	-0,36	0,58	1,77	

Source: BCE.

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

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

2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon		
	Référence		Principaux secteurs													
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Standard & Poor's 500	Nikkei 225		
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	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	
	Octobre	342,2	3 275,5	658,6	261,3	598,9	290,0	183,4	478,7	360,4	263,5	362,3	823,9	2 024,8	18 374,1	
	Novembre	358,2	3 439,6	703,0	269,0	640,1	297,3	187,0	507,4	394,1	270,3	385,3	850,1	2 080,6	19 581,8	

Source: BCE.

2 Évolutions financières

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

		Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement						Indicateur composite du coût d'emprunt					
		À vue	Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux		TAEG ³⁾		Par période de fixation initiale du taux			TAEG ³⁾								
				≤ 2 ans	> 2 ans			Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an			Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16						
2014	Novembre	0,20	0,92	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	1,56	7,14	17,10	5,07	6,21	6,53	2,75	2,41	2,51	2,50	2,67	2,75	2,48						
2015	Janvier	0,19	0,86	1,01	1,95	7,18	17,12	5,25	6,42	6,73	2,76	2,31	2,55	2,45	2,44	2,69	2,40						
	Février	0,18	0,85	0,97	1,53	7,13	17,05	5,18	6,47	6,82	2,79	2,08	2,48	2,35	2,49	2,58	2,37						
	Mars	0,17	0,83	0,89	1,24	7,13	17,05	5,16	6,17	6,50	2,72	2,10	2,43	2,24	2,40	2,53	2,29						
	Avril	0,16	0,79	0,87	1,19	7,03	17,01	4,89	6,13	6,42	2,66	2,01	2,38	2,17	2,36	2,49	2,23						
	Mai	0,16	0,82	0,84	1,13	6,98	17,08	5,04	6,29	6,60	2,67	2,05	2,33	2,10	2,30	2,45	2,17						
	Juin	0,15	0,78	0,77	1,11	6,97	17,02	4,88	6,15	6,47	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	6,53	2,61	2,05	2,25	2,21	2,36	2,56	2,22						
	Août	0,14	0,67	0,67	1,00	6,83	17,03	5,30	6,28	6,62	2,60	2,12	2,35	2,30	2,33	2,60	2,26						
	Septembre	0,14	0,67	0,67	1,08	6,85	17,06	5,21	6,18	6,55	2,68	2,07	2,36	2,29	2,39	2,61	2,25						
	Octobre ^(p)	0,14	0,66	0,65	0,99	6,71	16,97	5,21	6,03	6,43	2,65	2,06	2,32	2,30	2,41	2,58	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 renouvelables et découverts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux						Indicateur composite du coût d'emprunt				
		À vue	D'une durée :		≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros						
			≤ 2 ans	> 2 ans	Taux variable et période ≤ 3 mois	5	6	7	Taux variable et période ≤ 3 mois	8	9	10	Taux variable et période ≤ 3 mois	11	12	13	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2014	Novembre	0,24	0,44	1,16	3,57	3,80	3,86	3,42	2,38	2,84	2,63	1,74	2,17	2,27	2,51		
	Décembre	0,23	0,43	1,25	3,49	3,68	3,75	3,24	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	3,00	2,31	2,82	2,05	1,66	2,03	2,20	2,46		
	Février	0,21	0,35	1,04	3,43	3,57	3,72	3,14	2,24	2,71	2,39	1,51	1,98	2,15	2,37		
	Mars	0,21	0,32	0,97	3,39	3,46	3,65	3,10	2,16	2,65	2,32	1,61	2,12	2,00	2,36		
	Avril	0,19	0,30	0,89	3,34	3,46	3,58	2,97	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	2,97	2,15	2,46	2,23	1,56	1,85	2,04	2,27		
	Juin	0,18	0,31	1,09	3,25	3,19	3,48	2,88	2,09	2,32	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	2,05	2,19		
	Août	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	2,14		
	Septembre	0,17	0,26	0,98	3,20	3,23	3,52	2,89	2,03	2,25	2,21	1,49	1,88	2,18	2,22		
	Octobre ^(p)	0,16	0,26	0,80	3,09	3,18	3,42	2,89	2,04	2,27	2,20	1,43	1,69	2,03	2,15		

Source: BCE.

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

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

2 Évolutions financières

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

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

	Encours							Émissions brutes ¹⁾							
	Total	IFM (y compris Euro- système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro- système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		
			Sociétés finan- cières autres que les IFM	Véhi- cules finan- ciers	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale	Autres admini- strations pu- bliques			Sociétés finan- cières autres que les IFM	Véhi- cules finan- ciers	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale	Autres admini- strations pu- bliques	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Court terme															
2012	1 426	581	146	.	75	558	66	703	491	37	.	52	103	21	
2013	1 247	477	122	.	67	529	53	508	314	30	.	44	99	21	
2014	1 309	544	119	.	59	538	50	409	219	33	.	39	93	25	
2015	Avril	1 408	599	133	.	80	533	62	350	156	39	.	38	82	35
	Mai	1 393	589	133	.	80	532	59	324	138	36	.	36	80	33
	Juin	1 325	559	119	.	75	517	56	296	123	30	.	34	77	32
	Juillet	1 327	558	115	.	81	520	54	338	143	34	.	39	91	31
	Août	1 330	558	119	.	79	515	59	290	132	28	.	22	79	29
	Septembre	1 312	545	113	.	75	520	59	341	161	29	.	29	93	30
Long terme															
2012	15 205	4 814	3 166	.	842	5 758	624	255	98	45	.	16	84	12	
2013	15 108	4 405	3 086	.	921	6 069	627	222	70	39	.	16	89	9	
2014	15 137	4 048	3 168	.	993	6 286	643	221	66	44	.	16	85	10	
2015	Avril	15 293	3 999	3 233	.	1 031	6 389	641	226	70	38	.	21	87	10
	Mai	15 373	3 981	3 256	.	1 034	6 462	640	190	50	44	.	6	85	4
	Juin	15 353	3 937	3 268	.	1 028	6 485	634	207	69	34	.	13	87	5
	Juillet	15 312	3 915	3 288	.	1 036	6 437	636	224	79	42	.	10	83	10
	Août	15 255	3 893	3 246	.	1 035	6 444	637	112	42	19	.	4	44	4
	Septembre	15 285	3 865	3 263	.	1 043	6 482	633	256	63	80	.	16	93	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 finan- cières autres que les IFM		Sociétés non finan- cières		
			Sociétés finan- cières autres que les IFM	Véhi- cules finan- ciers	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale	Autres ad- ministrations publiques			Sociétés finan- cières autres que les IFM	Véhi- cules finan- ciers	Sociétés non finan- cières		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
Encours														
2012	16 631,3	5 395,6	3 311,9	.	917,3	6 316,2	690,3	4 598,1	404,7	615,6	3 577,9			
2013	16 355,3	4 881,5	3 208,5	.	987,9	6 597,8	679,6	5 646,1	569,1	748,1	4 329,0			
2014	16 446,9	4 591,7	3 287,0	.	1 051,6	6 823,7	692,9	5 957,2	591,1	785,8	4 580,3			
2015	Avril	16 700,7	4 598,1	3 366,2	.	1 111,0	6 921,8	703,5	7 001,8	683,9	909,2	5 408,8		
	Mai	16 766,0	4 570,0	3 388,8	.	1 113,8	6 994,0	699,5	7 023,0	675,5	902,4	5 445,1		
	Juin	16 678,2	4 496,0	3 387,3	.	1 103,1	7 001,4	690,4	6 842,8	664,3	880,5	5 298,0		
	Juillet	16 639,6	4 473,3	3 403,0	.	1 116,6	6 956,9	689,9	7 113,7	695,0	914,8	5 503,9		
	Août	16 584,2	4 450,5	3 364,7	.	1 113,5	6 959,6	696,0	6 575,9	630,6	849,9	5 095,4		
	Septembre	16 596,7	4 409,9	3 375,3	.	1 117,6	7 001,9	692,0	6 273,0	582,5	806,4	4 884,0		
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	.	8,0	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,0	0,3			
2014	-0,6	-7,7	0,4	.	4,9	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8			
2015	Avril	-0,2	-6,7	2,5	.	6,6	2,1	1,9	1,5	6,8	1,1	0,8		
	Mai	-0,6	-7,1	0,9	.	5,6	2,1	1,4	1,3	5,8	1,2	0,7		
	Juin	-1,0	-7,7	1,3	.	4,3	1,6	-0,8	1,0	4,1	0,6	0,7		
	Juillet	-1,2	-7,5	0,5	.	4,0	1,5	-0,6	1,1	3,3	0,3	0,9		
	Août	-1,0	-7,2	0,5	.	4,0	1,8	-0,2	1,1	3,3	0,5	0,9		
	Septembre	-0,5	-7,4	2,5	.	4,4	2,4	-1,8	1,0	3,3	0,5	0,7		

Source: BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs¹⁾

(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	88,3	82,4	92,1	90,1	104,4	86,3
T3	92,7	88,7	89,6	-	-	-	107,6	88,6
2015 Juin	92,3	88,5	89,2	-	-	-	106,0	87,6
Juillet	91,3	87,5	88,3	-	-	-	105,1	86,7
Août	93,0	89,0	89,8	-	-	-	108,1	89,1
Septembre	93,8	89,6	90,7	-	-	-	109,6	90,2
Octobre	93,6	89,4	90,3	-	-	-	109,0	89,6
Novembre	91,1	87,0	87,8	-	-	-	106,0	86,9
	variation en pourcentage par rapport au mois précédent							
2015 Novembre	-2,7	-2,7	-2,8	-	-	-	-2,8	-3,0
2015 Novembre	-7,9	-8,4	-6,8	-	-	-	-5,3	-6,9
	variation en pourcentage par rapport à l'année précédente							

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 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
Octobre	7,135	7,621	27,105	7,460	311,272	134,839	4,251	0,733	4,4227	9,349	1,088	1,124
Novembre	6,840	7,607	27,039	7,460	312,269	131,597	4,249	0,707	4,4453	9,313	1,083	1,074
	variation en pourcentage par rapport au mois précédent											
2015 Novembre	-4,1	-0,2	-0,2	0,0	0,3	-2,4	0,0	-3,6	0,5	-0,4	-0,5	-4,4
2015 Novembre	-10,5	-0,8	-2,3	0,3	1,8	-9,3	0,9	-10,6	0,4	0,8	-9,9	-13,9
	variation en pourcentage par rapport à l'année précédente											

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
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	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	-
	T3	10,9	-55,7	66,6	57,9	45,5	-0,2	-109,7	-4,6	-44,8	8,5	2,7	-
2015	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	63,5	12,7	50,8	27,9	-7,9	-3,2	-65,1	10,5	35,3	85,7	-7,0	-
	Août	-6,4	-10,7	4,3	0,3	-2,8	10,2	-21,4	-8,8	-9,5	13,5	1,4	-
	Septembre	-46,2	-57,8	11,5	29,7	56,3	-7,2	-23,3	-6,4	-70,7	-90,8	8,3	-
flux cumulés sur 12 mois													
2015	Septembre	674,9	486,5	188,4	405,9	337,4	363,4	150,0	31,7	-134,9	-0,9	8,8	-
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2015	Septembre	6,6	4,7	1,8	4,0	3,3	3,5	1,5	0,3	-1,3	0,0	0,1	-

Source: BCE.

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

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

Total	PIB											
	Demande intérieure									Solde extérieur ¹⁾		
	Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks ²⁾	Total	Exporta- tions ¹⁾	Importa- tions ¹⁾		
	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 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
T3	0,3	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
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 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
T3	1,6	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2014 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	—	—
T3	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 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	—	—
T3	1,6	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

Sources: Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

3 Activité économique

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
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	Agri-culture, sylvicul-ture et pêche	Industrie manu-fac-turière, énergie et services publics	Con-struction	Commerce, trans-port, héberge-ment et restauration	Informa-tion et communica-tion	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)

	Population active, millions ¹⁾	Sous-emploi, % de la population active ¹⁾	Chômage												Taux de vacance d'emploi ²⁾
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ¹⁾	Par âge				Par sexe					
			Millions	% de la population active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes			
			1	2		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	9,755	11,3	8,433	11,5	1,6	
2013	159,334	4,6	19,232	12,0	5,9	15,638	10,8	3,594	24,3	10,309	11,9	8,923	12,1	1,5	
2014	160,308	4,6	18,631	11,6	6,1	15,219	10,4	3,413	23,7	9,928	11,5	8,704	11,8	1,7	
2014 T4	160,956	4,6	18,418	11,5	6,1	15,104	10,3	3,314	23,2	9,785	11,3	8,633	11,6	1,8	
2015 T1	160,089	4,7	17,948	11,2	5,9	14,719	10,1	3,229	22,7	9,513	11,0	8,435	11,4	1,7	
T2	160,446	4,6	17,711	11,0	5,7	14,521	9,9	3,190	22,5	9,418	10,9	8,292	11,2	1,7	
T3			17,343	10,8		14,224	9,7	3,118	22,1	9,237	10,7	8,106	11,0		
2015 Mai	–	–	17,696	11,0	–	14,519	9,9	3,177	22,4	9,439	10,9	8,257	11,1	–	
Juin	–	–	17,689	11,0	–	14,503	9,9	3,187	22,5	9,408	10,9	8,281	11,2	–	
Juillet	–	–	17,417	10,9	–	14,312	9,8	3,105	22,1	9,274	10,7	8,143	11,0	–	
Août	–	–	17,358	10,8	–	14,231	9,7	3,127	22,2	9,233	10,7	8,125	11,0	–	
Septembre	–	–	17,253	10,8	–	14,130	9,7	3,123	22,2	9,203	10,6	8,050	10,9	–	
Octobre	–	–	17,240	10,7	–	14,093	9,6	3,148	22,3	9,240	10,7	8,000	10,8	–	

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					Construction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatriculations de voitures particulières						
	Total (hors construction)		Principaux secteurs industriels					Total	Produits alimentaires, boissons, tabac	Produits non alimentaires	Carburants							
	Industrie manufacturière	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	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	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	-3,7	-1,6	-1,3	-1,5	-5,0	-11,1					
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,3	-0,1	-0,8	-0,9	-0,6	-0,9	-4,4					
2014	0,8	1,7	1,2	1,8	2,6	-5,5	1,7	3,3	1,3	0,3	2,3	0,3	3,8					
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	1,7					
2015 T1	1,6	1,1	-0,1	1,1	2,4	4,6	-1,5	1,2	2,1	1,0	3,1	2,1	9,0					
T2	1,3	1,6	0,9	2,7	0,8	-1,1	-0,6	5,5	2,2	1,3	3,2	2,5	6,9					
T3	1,9	2,2	1,0	2,5	2,6	0,3	-0,9	2,0	2,8	2,2	3,2	4,1	9,4					
2015 Mai	1,7	2,3	2,1	3,9	0,3	-3,7	0,3	5,2	2,5	1,8	3,3	2,2	6,8					
Juin	1,5	1,8	0,7	2,1	2,3	-0,2	-1,0	7,7	1,9	0,6	3,1	2,7	7,5					
Juillet	1,8	1,6	0,0	1,8	2,7	3,8	-0,3	3,2	3,2	2,3	3,6	3,0	9,9					
Août	2,2	2,7	1,1	4,0	2,8	-1,6	-1,4	3,4	2,2	2,6	2,0	4,1	8,3					
Septembre	1,7	2,3	1,8	2,2	2,2	-1,4	1,8	-0,6	2,9	1,6	4,0	5,3	9,8					
Octobre													5,8					
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)																		
2015 Mai	-0,1	0,3	0,3	1,3	-0,5	-2,7	0,2	0,0	0,2	0,3	0,3	-0,5	-1,5					
Juin	-0,3	-0,8	-0,3	-1,5	-0,5	2,9	-0,8	1,8	0,0	-0,4	0,3	0,4	1,6					
Juillet	0,7	0,8	-0,4	1,6	1,2	2,0	0,4	-1,5	0,6	0,5	0,6	0,3	2,2					
Août	-0,4	-0,2	0,3	-1,0	0,1	-3,0	0,5	-1,6	0,0	0,6	-0,5	1,6	-0,9					
Septembre	-0,3	-0,5	0,0	-0,3	-1,3	1,2	-0,4	-2,6	-0,1	-0,6	0,1	0,0	0,8					
Octobre													-0,9					

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

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	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 de confiance dans l'industrie	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 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	-12,7	-13,8	-8,7	6,6	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2012	90,5	-11,6	78,9	-21,9	-27,7	-15,0	-6,5	86,5	46,2	46,3	47,6	47,2
2013	93,8	-9,1	78,7	-18,5	-29,2	-12,2	-5,4	87,1	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,6	-3,9	80,4	-10,0	-27,4	-3,2	4,8	87,6	51,8	53,3	52,5	52,7
2014 T4	100,9	-4,5	80,8	-11,2	-24,3	-5,1	5,3	87,9	50,4	51,2	51,7	51,5
2015 T1	102,6	-4,0	81,1	-6,2	-24,9	-1,6	5,6	88,2	51,4	52,6	53,6	53,3
T2	103,7	-3,2	81,1	-5,1	-24,9	-0,2	7,6	88,3	52,3	53,4	54,1	53,9
T3	104,6	-3,0	81,3	-6,9	-23,2	2,9	10,5	88,4	52,3	53,6	54,0	53,9
2015 Juin	103,5	-3,4	-	-5,5	-24,2	-1,3	7,9	-	52,5	53,6	54,4	54,2
Juillet	104,0	-2,9	81,1	-7,0	-23,8	1,1	8,9	88,1	52,4	53,6	54,0	53,9
Août	104,1	-3,7	-	-6,7	-22,7	3,5	10,1	-	52,3	53,9	54,4	54,3
Septembre	105,6	-2,3	-	-7,0	-23,2	4,2	12,4	-	52,0	53,4	53,7	53,6
Octobre	106,1	-2,0	81,5	-7,5	-20,7	6,4	12,3	88,7	52,3	53,6	54,1	53,9
Novembre	106,1	-3,2	-	-5,9	-17,8	5,8	12,8	-	52,8	54,0	54,6	54,4

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)

Taux d'épargne (brut) ¹⁾	Ménages							Sociétés non financières					
	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
2012	12,5	97,8	-1,8	1,7	-5,1	0,6	-2,3	30,6	1,1	133,7	1,5	-6,7	1,2
2013	12,7	96,4	-0,4	1,3	-4,1	0,4	-2,2	32,0	3,0	132,2	2,3	-1,0	1,0
2014	12,7	95,7	0,7	1,9	1,0	2,6	0,8	32,5	3,9	132,9	1,8	3,5	1,0
2014 T3	12,8	95,5	1,3	1,8	-0,9	2,8	0,4	32,0	3,3	132,1	1,7	3,0	0,8
T4	12,7	95,7	0,8	1,9	1,0	2,6	0,8	32,5	3,9	133,3	1,8	2,1	1,0
2015 T1	12,7	95,3	1,9	1,9	-0,3	3,6	1,2	32,6	4,1	135,3	2,7	2,1	1,4
T2	12,8	95,0	2,0	1,9	-0,2	2,4	1,2	33,2	4,8	134,7	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		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	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
	T3	875,1	801,6	73,5	511,7	432,1	185,9	173,1	152,0	138,6	25,5	57,8	9,2	4,5
2015	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	295,5	270,1	25,4	173,8	146,0	62,0	58,1	51,4	46,5	8,4	19,4	3,2	1,6
	Août	288,7	269,9	18,7	166,9	144,9	62,6	58,1	50,0	46,2	9,2	20,8	3,3	1,2
	Septembre	291,0	261,6	29,4	171,0	141,2	61,4	56,8	50,7	45,9	7,9	17,7	2,7	1,7
		flux cumulés sur 12 mois												
2015	Septembre	3 506,1	3 202,6	303,5	2 057,3	1 744,9	736,1	677,6	610,6	543,4	102,0	236,6	40,2	55,1
		flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB												
2015	Septembre	34,2	31,2	3,0	20,1	17,0	7,2	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 :				
			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole			
			1	2	3	7	8	9	10	11	12	13		
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2014	T4	4,1	0,1	499,2	237,4	103,0	145,7	408,9	437,0	261,6	64,2	104,1	294,7	66,1
2015	T1	5,6	1,8	509,5	241,5	105,1	149,5	421,9	447,6	259,8	70,1	109,6	315,1	55,4
	T2	8,2	3,9	513,7	242,5	105,3	153,6	428,7	452,2	264,7	69,5	110,5	316,0	59,9
	T3	4,4	0,7	506,7			421,0	445,0					313,5	
2015	Avril	9,1	5,1	171,3	81,5	35,3	51,0	143,2	151,2	88,8	23,9	36,3	106,4	19,7
	Mai	2,8	0,0	170,4	80,4	34,4	50,9	141,9	148,8	87,3	22,5	36,6	102,8	20,6
	Juin	12,7	6,5	172,0	80,6	35,6	51,7	143,6	152,1	88,6	23,1	37,6	106,7	19,6
	Juillet	7,0	0,7	172,7	79,7	35,2	52,5	143,4	150,1	86,3	23,1	37,6	105,8	18,2
	Août	5,5	2,8	166,1	77,2	34,2	50,8	137,7	147,1	83,6	22,8	37,6	103,3	16,9
	Septembre	0,9	-1,0	167,9			139,9	147,8					104,4	
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2014	T4	2,9	2,3	118,0	113,9	120,6	122,0	117,4	102,7	102,7	100,3	104,1	104,8	97,7
2015	T1	2,6	5,1	119,1	115,2	120,6	123,3	118,9	106,4	106,5	105,0	106,3	108,6	105,9
	T2	3,0	2,4	117,2	113,6	118,8	121,7	118,1	103,7	103,9	100,6	104,9	106,6	99,4
	T3													
2015	Mars	7,3	10,5	119,5	115,9	118,7	124,5	119,7	107,9	108,2	105,9	108,9	110,0	108,8
	Avril	3,5	3,3	117,4	114,5	119,4	122,2	118,5	104,1	104,6	103,6	103,5	107,3	101,4
	Mai	-2,6	-2,3	116,4	112,7	116,8	120,4	117,1	101,9	101,9	98,6	103,7	104,1	99,6
	Juin	8,1	6,1	117,8	113,7	120,2	122,5	118,7	105,0	105,2	99,6	107,4	108,3	97,2
	Juillet	3,0	1,8	118,7	113,0	118,9	125,4	118,8	105,8	104,8	103,4	108,1	108,3	96,7
	Août	2,0	5,2	114,7	110,4	115,1	121,5	113,8	104,5	104,9	98,2	106,0	103,9	100,2

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 harmonisé¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

Indice : 2005 = 100	Total				Total (cvs : variation en pourcentage par rapport à la période précédente)							Pour mémoire : prix administrés	
	Total		Biens	Services	Total	Produits alimen- taires transfor- més	Produits alimentaires non trans- formés	Produits manufac- turés hors énergie	Energie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix adminis- trés	
	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	0,3	-0,1	-3,0	0,2	-0,1	1,7
2015 T1	116,8	-0,3	0,7	-1,4	1,1	-0,3	0,2	0,6	0,1	-4,2	0,3	-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	0,2	-2,5	0,4	0,0	0,8
2015 Juin	118,5	0,2	0,8	-0,4	1,1	0,0	0,1	-0,1	0,1	-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	0,0	-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	0,0	-1,7	0,0	-0,2	0,7
Octobre	118,2	0,1	1,1	-0,8	1,3	0,1	0,0	0,4	0,1	-0,5	0,1	0,0	0,7
Novembre ²⁾	118,0	0,1	0,9	—	1,1	0,0	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	—	—
Biens													
Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports		Communications	Services de loisirs et personnels	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	-1,3	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 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	—
Octobre	1,6	0,6	3,2	-2,1	0,6	-8,5	1,2	1,1	1,4	-0,1	1,8	1,2	—
Novembre ²⁾	1,5	0,7	2,6	—	0,5	-7,3	—	—	—	—	—	—	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production hors construction										Construction	Prix de l'immobilier résidentiel ¹⁾	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commercial ¹⁾			
	Total (indice : 2010 = 100)	Total		Industrie hors construction et énergie					Énergie							
		Secteur manufacturier	Total	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation										
	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 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	0,1	-6,5	0,4	1,0	3,2			
T3	104,0	-2,6	-2,6	-0,5	-1,1	0,6	-0,6	-1,0	0,2	-8,2	.	.	.			
2015 Mai	104,9	-2,0	-1,5	-0,3	-0,6	0,7	-0,8	-1,3	0,0	-6,2	—	—	—			
Juin	104,9	-2,1	-1,7	-0,3	-0,6	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,8	—	—	—			
Juillet	104,7	-2,1	-2,0	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,3	0,1	-6,5	—	—	—			
Août	103,9	-2,6	-2,7	-0,5	-1,1	0,6	-0,7	-1,2	0,2	-8,2	—	—	—			
Septembre	103,5	-3,2	-3,0	-0,6	-1,5	0,6	-0,4	-0,6	0,2	-10,0	—	—	—			
Octobre	103,2	-3,1	-2,8	-0,7	-1,9	0,6	-0,1	-0,2	0,2	-9,7	—	—	—			

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

1) 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				Exportations ¹⁾	Importations ¹⁾	Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾			
			Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe			Total	Alimentaires	Non alimentaires	Total	Alimentaires	Non alimentaires	
	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 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
Octobre	—	—	—	—	—	—	—	—	43,9	-8,3	3,8	-14,6	-6,9	0,8	-13,3
Novembre	—	—	—	—	—	—	—	—	42,8	-8,0	5,8	-15,5	-8,8	-2,2	-14,5

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 5	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière 1	Commerce de détail 2	Services 3	Construction 4		Industrie manufacturière 6	Services 7	Industrie manufacturière 8	Services 9
1999-2013	4,8	–	–	-1,8	34,1	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	29,9	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,8	-1,4	1,2	-17,6	14,4	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	-13,0	-0,1	49,5	53,6	49,9	49,9
2015 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	-12,1	-1,6	44,6	53,5	48,7	50,4
Octobre	-2,3	2,1	4,8	-10,3	-2,3	44,3	54,0	48,6	49,9
Novembre	-0,7	2,3	4,1	-9,3	-0,4	45,6	53,3	49,3	49,7

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) 1	Total 2	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾ 7
			Salaires et traitements 3	Cotisations sociales des employeurs 4	Économie marchande 5	Principalement économie non marchande 6	
% du total en 2012	100,0	100,0	74,6		25,4		69,3
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 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
T3	.	.	.	.	.	.	1,6

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									
			Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufactu- rière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restau- ration	Information et communi- cation	Activités financières et d'assu- rance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entre- prises et de soutien	Adminis- tration publique, enseigne- ment, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
1	2	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 T3	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
T2	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											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Pensions	Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans	11	12	
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	6	7						
Encours												
2012	864,1	4 233,3	5 097,4	1 798,6	2 099,6	3 898,2	8 995,6	126,0	483,3	181,0	790,4	9 786,0
2013	909,7	4 476,3	5 386,1	1 683,3	2 142,8	3 826,1	9 212,1	121,4	418,1	86,5	626,0	9 838,1
2014	968,5	4 952,5	5 921,1	1 598,4	2 149,2	3 747,6	9 668,7	123,9	427,7	104,4	656,0	10 324,7
2014 T4	968,5	4 952,5	5 921,1	1 598,4	2 149,2	3 747,6	9 668,7	123,9	427,7	104,4	656,0	10 324,7
2015 T1	993,5	5 155,4	6 148,9	1 529,2	2 150,0	3 679,1	9 828,0	125,8	437,5	96,4	659,7	10 487,6
T2	1 014,0	5 298,8	6 312,8	1 480,0	2 160,7	3 640,7	9 953,5	90,3	441,1	98,6	629,9	10 583,4
T3	1 028,2	5 425,3	6 453,5	1 449,1	2 164,6	3 613,7	10 067,2	98,4	457,6	73,2	629,1	10 696,3
2015 Mai	1 006,4	5 258,0	6 264,3	1 489,7	2 156,9	3 646,6	9 911,0	110,1	444,0	94,9	649,1	10 560,0
Juin	1 014,0	5 298,8	6 312,8	1 480,0	2 160,7	3 640,7	9 953,5	90,3	441,1	98,6	629,9	10 583,4
Juillet	1 020,2	5 364,7	6 384,9	1 471,3	2 161,8	3 633,2	10 018,1	105,0	456,2	86,5	647,6	10 665,7
Août	1 025,0	5 383,8	6 408,8	1 460,3	2 164,0	3 624,3	10 033,1	102,4	446,2	80,4	629,0	10 662,1
Septembre	1 028,2	5 425,3	6 453,5	1 449,1	2 164,6	3 613,7	10 067,2	98,4	457,6	73,2	629,1	10 696,3
Octobre (P)	1 029,9	5 487,6	6 517,5	1 438,1	2 164,4	3 602,5	10 120,0	106,8	473,9	78,2	658,8	10 778,8
Flux												
2012	20,4	294,0	314,4	-38,5	115,5	77,0	391,4	-16,9	-20,2	-18,3	-55,4	335,9
2013	45,6	250,3	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014	58,2	379,6	437,8	-91,0	3,6	-87,3	350,5	1,0	10,8	12,5	24,3	374,8
2014 T4	20,0	147,3	167,3	-47,4	-5,5	-52,9	114,5	-3,1	10,1	19,1	26,1	140,6
2015 T1	23,8	166,9	190,7	-56,7	1,6	-55,2	135,5	0,6	5,6	-9,3	-3,0	132,5
T2	20,5	151,6	172,0	-47,8	11,0	-36,7	135,3	-35,2	3,6	3,9	-27,7	107,6
T3	14,3	129,0	143,3	-35,4	3,1	-32,3	111,0	8,2	18,7	-18,6	8,3	119,3
2015 Mai	4,4	62,4	66,8	-27,8	4,3	-23,5	43,3	-18,4	-6,0	-12,6	-37,0	6,3
Juin	7,6	45,5	53,1	-8,8	3,8	-5,0	48,1	-19,7	-3,0	4,8	-17,9	30,2
Juillet	6,3	61,9	68,2	-13,8	1,2	-12,6	55,6	14,5	15,1	-12,0	17,7	73,3
Août	4,7	24,5	29,2	-9,4	2,3	-7,1	22,1	-2,3	2,2	-2,6	-2,6	19,5
Septembre	3,2	42,6	45,9	-12,2	-0,4	-12,6	33,3	-4,1	1,3	-4,0	-6,7	26,5
Octobre (P)	1,7	58,1	59,8	-12,4	-0,2	-12,6	47,2	8,2	16,4	5,8	30,4	77,6
Taux de croissance												
2012	2,4	7,4	6,5	-2,1	5,9	2,0	4,5	-11,4	-3,9	-9,7	-6,5	3,5
2013	5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,4	8,5	8,1	-5,4	0,2	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,3	3,9	3,8
2014 T4	6,4	8,5	8,1	-5,4	0,2	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,3	3,9	3,8
2015 T1	7,3	10,6	10,1	-7,6	0,1	-3,3	4,6	5,1	5,3	11,3	5,6	4,7
T2	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	23,3	0,5	4,9
T3	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,6	0,7	4,9
2015 Mai	8,3	12,0	11,4	-10,2	0,4	-4,2	5,0	-9,5	7,7	14,6	4,7	5,0
Juin	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	23,3	0,5	4,9
Juillet	8,9	12,9	12,2	-11,4	0,5	-4,7	5,4	-19,2	8,0	17,2	2,7	5,2
Août	8,6	12,1	11,5	-11,3	0,6	-4,6	5,1	-21,1	9,5	7,8	2,4	4,9
Septembre	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,6	0,7	4,9
Octobre (P)	8,1	12,5	11,8	-10,9	0,6	-4,3	5,4	-18,8	10,2	8,4	3,4	5,3

Source: BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3¹⁾

(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
2012	1 618,4	1 101,2	404,8	101,9	10,5	5 309,1	2 358,9	976,4	1 962,8	10,9	812,7	210,3	307,0
2013	1 710,5	1 186,7	397,8	109,8	16,2	5 413,6	2 539,7	874,7	1 994,5	4,7	804,8	194,9	300,1
2014	1 814,9	1 318,6	365,7	111,4	19,2	5 557,2	2 751,2	809,5	1 993,5	3,0	896,1	222,7	333,1
2014 T4	1 814,9	1 318,6	365,7	111,4	19,2	5 557,2	2 751,2	809,5	1 993,5	3,0	896,1	222,7	333,1
2015 T1	1 848,1	1 381,7	340,2	111,4	14,9	5 598,2	2 839,3	762,8	1 992,3	3,8	948,2	225,7	340,2
T2	1 858,0	1 410,7	322,7	112,4	12,2	5 647,1	2 910,6	735,0	1 998,7	2,8	955,7	228,1	340,9
T3	1 900,8	1 451,1	324,2	115,3	10,1	5 695,2	2 987,2	707,3	1 997,6	3,0	967,3	218,0	356,2
2015 Mai	1 855,1	1 404,5	326,4	112,1	12,2	5 624,4	2 878,5	745,8	1 996,3	3,9	960,0	229,1	346,1
Juin	1 858,0	1 410,7	322,7	112,4	12,2	5 647,1	2 910,6	735,0	1 998,7	2,8	955,7	228,1	340,9
Juillet	1 889,2	1 438,2	325,1	113,4	12,6	5 664,6	2 942,4	722,4	1 996,7	3,2	968,9	232,1	348,0
Août	1 889,1	1 441,8	325,2	114,0	8,2	5 674,5	2 959,9	714,7	1 996,8	3,1	968,1	224,7	354,2
Septembre	1 900,8	1 451,1	324,2	115,3	10,1	5 695,2	2 987,2	707,3	1 997,6	3,0	967,3	218,0	356,2
Octobre ^(p)	1 937,8	1 493,9	316,9	116,9	10,1	5 706,1	3 002,8	705,5	1 994,3	3,5	964,8	222,2	365,9
Flux													
2012	71,7	99,5	-33,9	10,2	-4,1	222,7	99,7	35,3	100,4	-12,7	18,7	15,2	25,7
2013	98,2	90,1	-6,9	9,1	5,9	107,9	182,4	-100,1	31,9	-6,2	-15,1	-13,3	-7,8
2014	69,3	91,2	-25,6	1,2	2,4	141,1	209,7	-65,8	-1,1	-1,7	53,7	7,5	21,7
2014 T4	6,8	19,6	-15,3	-1,8	4,4	30,0	68,5	-33,5	-3,1	-1,9	62,1	-5,3	-2,2
2015 T1	29,3	48,9	-14,9	-0,1	-4,6	38,8	79,2	-41,1	-0,1	0,8	35,3	1,5	7,5
T2	13,5	31,8	-16,6	1,0	-2,6	50,8	73,2	-28,0	6,6	-1,0	11,7	2,8	0,9
T3	42,2	40,8	0,3	3,1	-2,1	48,4	77,8	-27,7	-1,9	0,2	11,1	-10,2	13,4
2015 Mai	6,9	14,4	-7,6	-0,6	0,8	11,5	18,9	-10,8	3,1	0,4	-0,3	0,5	1,9
Juin	4,8	7,7	-3,2	0,3	0,1	23,6	33,1	-10,8	2,4	-1,1	-1,7	-0,8	-5,1
Juillet	27,3	25,8	0,1	1,1	0,4	16,6	31,2	-13,0	-1,9	0,4	11,0	3,6	5,2
Août	2,7	5,6	0,7	0,7	-4,4	11,1	18,4	-7,4	0,2	-0,1	2,3	-7,2	6,2
Septembre	12,2	9,4	-0,5	1,3	2,0	20,7	28,2	-7,3	-0,2	-0,1	-2,2	-6,6	1,9
Octobre ^(p)	34,9	41,2	-7,8	1,6	0,0	10,1	15,0	-2,1	-3,4	0,5	-4,9	4,3	9,4
Taux de croissance													
2012	4,7	9,8	-7,7	13,6	-26,5	4,4	4,4	3,7	5,4	-53,8	2,3	7,9	9,3
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5
2014	4,0	7,6	-6,4	1,1	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2014 T4	4,0	7,6	-6,4	1,1	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2015 T1	4,7	9,9	-9,8	0,5	-5,4	2,8	9,7	-11,2	0,0	-31,2	14,7	-0,5	5,2
T2	4,3	10,6	-13,9	0,9	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,7	-1,1	5,3
T3	5,1	10,8	-12,3	1,9	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,1	-37,7	14,3	-4,9	5,8
2015 Mai	4,4	10,8	-13,7	0,7	-23,6	2,9	10,2	-12,7	0,2	-25,1	13,8	1,5	8,4
Juin	4,3	10,6	-13,9	0,9	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,7	-1,1	5,3
Juillet	5,5	12,1	-14,0	1,0	-10,7	3,1	11,2	-15,0	0,1	-35,4	14,4	-1,9	5,6
Août	4,8	11,2	-13,3	1,2	-48,2	2,9	10,9	-15,3	0,1	-36,9	14,5	-5,6	6,1
Septembre	5,1	10,8	-12,3	1,9	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,1	-37,7	14,3	-4,9	5,8
Octobre ^(p)	7,1	12,9	-11,4	2,4	-26,4	3,1	11,0	-14,8	0,0	-26,0	10,9	-3,8	9,7

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									Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires				
	Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts						Titres de créance						
					Total	Corrigé des cessions de prêts et de la titrisation ²⁾	Aux sociétés non financières ³⁾	Aux ménages ⁴⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension ³⁾	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension							
Encours																	
2012	3 408,9	1 169,7	2 239,3	13 070,2	10 858,3	11 263,1	4 543,9	5 244,0	981,1	89,3	1 437,9	774,1					
2013	3 405,0	1 096,7	2 308,2	12 708,9	10 544,2	10 929,3	4 353,4	5 222,8	869,2	98,7	1 364,8	799,9					
2014	3 606,3	1 132,1	2 474,1	12 563,2	10 511,0	10 918,5	4 278,8	5 200,4	903,0	128,9	1 277,6	774,7					
2014 T4	3 606,3	1 132,1	2 474,1	12 563,2	10 511,0	10 918,5	4 278,8	5 200,4	903,0	128,9	1 277,6	774,7					
2015 T1	3 671,9	1 148,5	2 523,5	12 673,8	10 611,7	11 009,0	4 308,0	5 234,0	935,1	134,7	1 274,0	788,1					
T2	3 680,7	1 137,4	2 543,3	12 635,4	10 592,2	10 987,0	4 291,3	5 258,6	906,8	135,5	1 253,8	789,4					
T3	3 816,1	1 127,1	2 689,1	12 651,4	10 563,9	10 962,2	4 275,0	5 276,8	890,9	121,2	1 310,2	777,3					
2015 Mai	3 694,6	1 143,3	2 551,3	12 661,3	10 605,7	11 003,7	4 300,7	5 242,3	921,6	141,1	1 263,6	792,0					
Juin	3 680,7	1 137,4	2 543,3	12 635,4	10 592,2	10 987,0	4 291,3	5 258,6	906,8	135,5	1 253,8	789,4					
Juillet	3 729,4	1 132,3	2 597,1	12 711,9	10 606,0	11 005,5	4 297,5	5 261,5	915,4	131,6	1 302,8	803,0					
Août	3 767,1	1 132,3	2 634,8	12 696,6	10 599,0	11 001,2	4 290,9	5 268,8	910,8	128,6	1 305,9	791,7					
Septembre	3 816,1	1 127,1	2 689,1	12 651,4	10 563,9	10 962,2	4 275,0	5 276,8	890,9	121,2	1 310,2	777,3					
Octobre ^(p)	3 835,1	1 119,0	2 716,2	12 692,8	10 605,9	11 001,6	4 290,6	5 301,1	890,2	124,0	1 295,3	791,6					
Flux																	
2012	184,2	-4,0	188,2	-99,8	-69,8	-54,1	-108,0	25,5	14,5	-1,9	-68,7	38,7					
2013	-25,0	-73,5	48,6	-305,7	-247,8	-268,5	-132,8	-3,9	-120,9	9,7	-72,7	14,9					
2014	72,7	16,3	56,4	-105,1	-49,4	-31,3	-58,7	-15,2	12,8	11,7	-90,1	34,4					
2014 T4	44,8	10,4	34,4	2,3	19,7	15,2	2,1	7,2	5,1	5,4	-33,9	16,4					
2015 T1	39,8	16,2	23,6	33,4	44,9	31,1	7,6	19,2	12,8	5,3	-4,2	-7,3					
T2	57,9	-10,7	68,6	0,3	8,0	2,0	-1,2	30,7	-22,6	1,0	-15,1	7,3					
T3	112,1	-10,2	122,3	54,8	-8,7	-3,0	-5,7	23,8	-12,4	-14,4	65,1	-1,6					
2015 Mai	11,7	-7,0	18,6	4,8	0,1	1,6	-1,9	7,3	-10,1	4,8	-2,4	7,2					
Juin	11,5	-5,5	17,0	-3,2	0,6	-9,1	-1,0	18,1	-11,0	-5,6	-6,7	3,0					
Juillet	30,2	-4,0	34,1	70,3	14,2	21,0	5,3	4,1	8,9	-4,0	47,7	8,4					
Août	47,0	-0,1	47,1	14,6	3,6	4,2	-1,1	9,1	-1,5	-3,0	11,8	-0,7					
Septembre	35,0	-6,1	41,1	-30,2	-26,5	-28,3	-9,9	10,6	-19,7	-7,4	5,6	-9,3					
Octobre ^(p)	9,7	-8,2	17,9	23,5	35,9	34,9	16,5	15,0	1,7	2,7	-19,9	7,6					
Taux de croissance																	
2012	5,8	-0,3	9,4	-0,7	-0,6	-0,5	-2,3	0,5	1,5	-2,1	-4,5	5,3					
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,1	1,9					
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,3	-0,3	1,3	11,9	-6,6	4,3					
2014 T4	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,3	-0,3	1,3	11,9	-6,6	4,3					
2015 T1	2,8	1,9	3,2	-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	0,3	-0,2	1,2	-1,0	17,8	-5,4	2,9					
T3	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,1	-1,4	0,9	1,8					
2015 Mai	3,9	0,9	5,3	0,2	0,6	0,3	-0,2	1,0	-1,1	26,7	-4,9	4,0					
Juin	5,1	1,6	6,7	0,1	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,0	17,8	-5,4	2,9					
Juillet	5,5	0,8	7,7	0,7	0,9	0,6	0,2	1,3	0,8	10,1	-2,0	3,1					
Août	6,3	1,0	8,8	1,0	1,0	0,7	0,2	1,4	0,5	12,4	-0,4	3,1					
Septembre	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,1	-1,4	0,9	1,8					
Octobre ^(p)	6,9	0,2	9,9	0,9	1,0	0,8	0,5	1,7	-1,6	1,7	-0,1	2,3					

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 euro¹⁾

(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 consommation	Prêts au logement	Autres prêts
	Corrigé des cessions et de la titrisation ⁴⁾	1				Corrigé des cessions et de la titrisation ⁴⁾	6			
Encours										
2012	4 543,9	4 604,6	1 128,1	795,6	2 620,2	5 244,0	5 579,9	602,1	3 825,1	816,8
2013	4 353,4	4 407,5	1 066,0	740,7	2 546,7	5 222,8	5 546,6	573,7	3 852,7	796,4
2014	4 278,8	4 334,6	1 081,5	724,8	2 472,5	5 200,4	5 545,1	563,4	3 861,0	776,0
2014 T4	4 278,8	4 334,6	1 081,5	724,8	2 472,5	5 200,4	5 545,1	563,4	3 861,0	776,0
2015 T1	4 308,0	4 363,8	1 089,9	738,6	2 479,5	5 234,0	5 570,9	567,8	3 890,9	775,3
T2	4 291,3	4 347,6	1 080,9	743,1	2 467,3	5 258,6	5 589,8	578,7	3 908,9	771,0
T3	4 275,0	4 333,9	1 058,3	746,2	2 470,6	5 276,8	5 610,5	582,4	3 925,8	768,5
2015 Mai	4 300,7	4 357,0	1 086,2	742,6	2 471,8	5 242,3	5 578,8	568,5	3 900,5	773,4
Juin	4 291,3	4 347,6	1 080,9	743,1	2 467,3	5 258,6	5 589,8	578,7	3 908,9	771,0
Juillet	4 297,5	4 355,6	1 082,2	744,2	2 471,2	5 261,5	5 597,3	579,6	3 911,9	770,1
Août	4 290,9	4 349,9	1 083,7	743,0	2 464,2	5 268,8	5 605,9	581,6	3 917,2	770,0
Septembre	4 275,0	4 333,9	1 058,3	746,2	2 470,6	5 276,8	5 610,5	582,4	3 925,8	768,5
Octobre ^(p)	4 290,6	4 351,0	1 062,3	756,3	2 472,1	5 301,1	5 628,8	594,7	3 939,1	767,3
Flux										
2012	-108,0	-74,2	6,1	-51,4	-62,7	25,5	8,0	-17,7	48,3	-5,1
2013	-132,8	-145,0	-44,4	-44,5	-43,9	-3,9	-14,8	-18,1	27,3	-13,1
2014	-58,7	-62,3	-13,7	1,4	-46,4	-15,2	6,2	-3,0	-3,4	-8,9
2014 T4	2,1	-1,1	-4,9	7,4	-0,4	7,2	3,9	-1,7	10,7	-1,9
2015 T1	7,6	4,8	-1,1	7,3	1,4	19,2	11,1	2,0	17,4	-0,2
T2	-1,2	0,0	-3,7	7,0	-4,4	30,7	21,1	9,3	22,5	-1,1
T3	-5,7	-0,5	-19,2	4,3	9,1	23,8	25,0	5,2	19,1	-0,5
2015 Mai	-1,9	-0,4	-4,0	3,9	-1,8	7,3	4,6	1,4	6,8	-1,0
Juin	-1,0	-2,4	-2,2	1,7	-0,5	18,1	8,3	8,2	10,3	-0,4
Juillet	5,3	8,9	0,7	0,5	4,0	4,1	8,8	1,5	3,3	-0,6
Août	-1,1	0,0	3,9	-0,1	-4,9	9,1	8,0	2,4	6,4	0,3
Septembre	-9,9	-9,4	-23,8	3,9	10,0	10,6	8,2	1,3	9,5	-0,2
Octobre ^(p)	16,5	19,3	3,2	10,7	2,6	15,0	9,1	3,0	12,9	-0,9
Taux de croissance										
2012	-2,3	-1,6	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,1	-2,8	1,3	-0,6
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-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 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	-1,3	0,0	0,3	-0,1	0,1	-0,7
T2	-0,2	-0,4	-1,2	2,3	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,8
T3	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,5
2015 Mai	-0,2	-0,3	0,4	2,4	-1,2	1,0	0,5	0,5	1,4	-0,7
Juin	-0,2	-0,4	-1,2	2,3	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,8
Juillet	0,2	0,1	-0,6	2,5	-0,2	1,3	0,8	2,0	1,6	-0,7
Août	0,2	0,2	0,0	2,5	-0,4	1,4	1,0	2,7	1,6	-0,5
Septembre	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,5
Octobre ^(p)	0,5	0,6	-2,3	5,1	0,4	1,7	1,2	2,8	2,0	-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 euro¹⁾

(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)

Dépôts de l'administration centrale ²⁾	Passif des IFM						Actif des IFM			
	Total	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Créances nettes sur les non-résidents	Autre		
		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⁾	
Encours										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2012	305,7	7 577,2	2 394,1	105,9	2 681,7	2 395,5	1 019,5	170,3	260,8	201,2
2013	261,7	7 310,9	2 371,1	91,5	2 507,2	2 341,0	1 146,5	150,3	183,8	122,1
2014	264,6	7 184,0	2 250,6	92,0	2 384,4	2 457,0	1 385,8	217,9	184,5	139,8
2014 T4	264,6	7 184,0	2 250,6	92,0	2 384,4	2 457,0	1 385,8	217,9	184,5	139,8
2015 T1	283,2	7 312,3	2 258,6	90,4	2 396,4	2 566,8	1 505,4	232,1	234,8	159,1
T2	265,2	7 160,9	2 222,4	86,5	2 330,8	2 521,2	1 458,8	234,7	224,6	143,7
T3	287,6	7 094,2	2 224,1	83,5	2 264,5	2 522,1	1 361,8	248,8	213,6	140,8
2015 Mai	272,4	7 224,2	2 235,3	87,6	2 347,3	2 554,0	1 464,7	236,0	222,9	140,7
Juin	265,2	7 160,9	2 222,4	86,5	2 330,8	2 521,2	1 458,8	234,7	224,6	143,7
Juillet	253,6	7 152,1	2 229,5	85,6	2 316,5	2 520,4	1 395,1	235,1	202,4	137,4
Août	274,5	7 118,3	2 225,1	84,2	2 289,8	2 519,2	1 355,3	235,8	207,0	128,4
Septembre	287,6	7 094,2	2 224,1	83,5	2 264,5	2 522,1	1 361,8	248,8	213,6	140,8
Octobre ^(p)	345,3	7 108,6	2 207,8	82,1	2 256,2	2 562,4	1 395,4	309,4	196,4	144,8
Flux										
2012	-3,9	-112,9	-156,5	-10,2	-106,8	160,6	92,3	42,5	9,4	41,5
2013	-44,9	-90,0	-19,0	-14,3	-137,5	80,8	362,0	-62,8	32,2	43,9
2014	-5,7	-150,9	-121,0	1,8	-141,3	109,6	240,8	9,8	0,7	17,7
2014 T4	10,3	-77,5	-27,1	1,0	-60,5	9,1	26,4	-0,2	20,9	18,1
2015 T1	15,5	-41,6	-29,4	-2,6	-55,0	45,3	0,4	32,8	50,2	19,3
T2	-18,0	-86,9	-35,6	-3,9	-50,7	3,3	-0,3	-55,2	-10,2	-15,4
T3	22,0	-36,6	7,1	-3,1	-58,6	17,9	-63,8	1,6	-11,0	-2,9
2015 Mai	5,4	-19,0	-6,2	-1,3	-21,2	9,7	-1,3	-22,4	13,6	8,6
Juin	-7,2	-33,1	-13,4	-1,0	-10,3	-8,3	21,9	-40,2	1,6	3,1
Juillet	-11,7	-4,0	10,8	-0,9	-20,3	6,5	-51,8	9,0	-22,2	-6,4
Août	20,8	-14,3	-2,7	-1,4	-13,3	3,1	-19,4	-16,2	4,6	-9,0
Septembre	12,8	-18,4	-1,0	-0,7	-25,0	8,3	7,3	8,9	6,6	12,4
Octobre ^(p)	57,6	-33,3	-23,3	-1,3	-18,4	9,8	10,1	58,6	-17,2	4,0
Taux de croissance										
2012	-1,2	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,1	-	-	2,5	26,1
2013	-14,7	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,4	-	-	10,3	23,5
2014	-2,2	-2,0	-5,1	2,0	-5,6	4,6	-	-	0,4	14,5
2014 T4	-2,2	-2,0	-5,1	2,0	-5,6	4,6	-	-	0,4	14,5
2015 T1	5,5	-2,6	-5,9	-0,3	-6,5	4,6	-	-	32,5	36,3
T2	-6,0	-2,9	-5,3	-3,6	-7,9	4,3	-	-	31,0	20,7
T3	11,8	-3,3	-3,7	-9,3	-9,1	3,0	-	-	30,5	15,7
2015 Mai	-2,7	-2,9	-5,3	-3,8	-8,2	4,7	-	-	51,4	51,4
Juin	-6,0	-2,9	-5,3	-3,6	-7,9	4,3	-	-	31,0	20,7
Juillet	-12,4	-2,9	-4,4	-5,1	-8,3	3,9	-	-	19,2	13,6
Août	-1,4	-3,1	-4,3	-8,0	-8,5	3,6	-	-	20,3	9,8
Septembre	11,8	-3,3	-3,7	-9,3	-9,1	3,0	-	-	30,5	15,7
Octobre ^(p)	29,5	-3,4	-4,2	-10,1	-8,8	3,1	-	-	7,2	19,5

Source: BCE.

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

2) Recouvert 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	
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 T3	-2,6	.	.	.	.	0,1
T4	-2,6	.	.	.	.	0,1
2015 T1	-2,5	.	.	.	.	0,1
T2	-2,4	.	.	.	.	0,1

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						Dépenses en capital	
	Total	Recettes courantes			Recettes en capital	Total	Dépenses courantes				Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Prestations sociales
		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	46,1	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 T3	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	3,9	
T4	46,7	46,2	12,4	13,1	15,5	0,5	49,3	45,3	10,3	5,3	2,6	23,1	3,9	
2015 T1	46,6	46,1	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,2	10,3	5,3	2,5	23,1	3,9	
T2	46,5	46,1	12,5	13,1	15,4	0,5	48,9	45,1	10,2	5,3	2,5	23,1	3,8	

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			Détenteur		Échéance initiale		Durée résiduelle			Devises		
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents	Créanciers non résidents	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	86,0	2,9	15,5	67,5	42,9	24,4	43,1	12,2	73,8	20,4	30,0	35,6	84,2	1,8
2012	89,3	3,0	17,4	68,9	45,5	26,2	43,8	11,4	78,0	19,7	31,7	37,9	87,2	2,2
2013	91,1	2,7	17,2	71,2	46,0	26,2	45,1	10,4	80,7	19,4	32,2	39,4	89,1	2,0
2014	92,1	2,7	17,0	72,4	45,3	26,0	46,8	10,1	82,0	19,0	32,1	41,0	90,1	2,0
2014 T3	92,1	2,6	16,8	72,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	91,9	2,7	17,0	72,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 T1	92,7	2,7	16,8	73,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	92,2	2,7	16,2	73,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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-jacents¹⁾

(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 valorisation et autres variations en volume	Autres				
			Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement		9	10	11	12	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	2,1	1,2	0,2	-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	1,7	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 T3	1,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,3	0,3	1,2	2,8	
T4	1,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,2	1,1	2,7	
2015 T1	0,9	-0,1	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,9	2,6	
T2	-0,5	-0,1	-0,9	-0,9	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,1	0,5	1,5	

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

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

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

6.5 Titres de créance des administrations publiques¹⁾

(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			
		1	2	3	4		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 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	
T2	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	
2015 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	15,5	13,5	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4	
Octobre	15,9	13,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,8	1,2	0,1	3,3	3,0	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	T3	-3,0	0,1	-0,1	-4,6	-2,3	-5,8	-4,0	-2,7
	T4	-3,1	0,3	0,7	-3,9	-3,5	-5,9	-3,9	-8,8
2015	T1	-3,3	0,4	0,5	-3,6	-4,3	-5,9	-3,9	-0,2
	T2	-3,1	0,6	0,6	-3,0	-4,5	-5,4	-4,1	-0,4
Dette 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	T3	108,8	75,4	10,3	112,6	175,8	98,4	95,7	132,3
	T4	106,7	74,9	10,4	107,5	177,1	99,3	95,6	107,5
2015	T1	110,9	74,3	10,0	104,7	168,6	99,8	97,5	135,3
	T2	109,3	72,5	9,9	102,0	167,8	99,5	97,7	106,8
									109,7
	Lettonie	Lituanie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Autriche	Portugal	Slovénie	Finlande
	10	11	12	13	14	15	16	17	18
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques									
2011	-3,4	-8,9	0,5	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,6	-4,1
2012	-0,8	-3,1	0,2	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,2
2013	-0,9	-2,6	0,7	-2,6	-2,4	-1,3	-4,8	-15,0	-2,6
2014	-1,5	-0,7	1,4	-2,1	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,8
2014	T3	-1,0	-0,7	1,3	-2,8	-2,8	-1,1	-7,4	-12,8
	T4	-1,6	-0,7	1,4	-2,1	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0
2015	T1	-1,8	-0,8	1,0	-2,5	-2,0	-2,2	-7,1	-2,8
	T2	-1,9	0,3	0,8	-2,2	-1,9	-2,2	-6,4	-2,9
									-2,8
Dette des administrations publiques									
2011	42,8	37,2	19,2	69,8	61,7	82,2	111,4	46,4	43,3
2012	41,4	39,8	22,1	67,6	66,4	81,6	126,2	53,7	51,9
2013	39,1	38,8	23,4	69,6	67,9	80,8	129,0	70,8	54,6
2014	40,6	40,7	23,0	68,3	68,2	84,2	130,2	80,8	53,5
2014	T3	41,2	38,0	23,0	72,1	68,3	80,7	132,3	77,9
	T4	40,8	40,7	23,0	68,3	68,2	84,2	130,2	80,8
2015	T1	35,7	38,0	22,3	70,0	69,2	85,0	130,4	81,8
	T2	36,0	37,6	21,9	68,9	67,1	86,4	128,7	80,8
									54,5
									62,4

Source: Eurostat.

© Banque centrale européenne

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

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

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

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 2 décembre 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