



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 7 / 2016



Sommaire

Évolutions économiques et monétaires récentes

Synthèse	2
1 Environnement extérieur	5
2 Évolutions financières	9
3 Activité économique	11
4 Prix et coûts	15
5 Monnaie et crédit	17

Encadrés

1 Évolutions économiques au lendemain du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE	21
2 Les soldes TARGET et le programme d'achats d'actifs	25
3 Évolutions récentes des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro	30

Articles

1 La transmission des variations de taux de change à l'inflation de la zone euro	33
2 Évolutions de l'investissement de entreprises dans la zone euro depuis la crise	59

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

Évolutions économiques et monétaires récentes

Synthèse

Les informations devenues disponibles depuis début septembre ont confirmé une poursuite de la reprise économique dans la zone euro à un rythme modéré mais régulier et une accélération graduelle de l'inflation, conformément aux anticipations. Face aux effets négatifs liés aux incertitudes économiques et politiques au niveau mondial, l'économie de la zone euro a continué de résister, soutenue par les vastes mesures de politique monétaire de la BCE, qui garantissent des conditions de financement très favorables pour les entreprises et les ménages. Globalement, toutefois, le scénario de référence reste soumis à des risques à la baisse.

Les indicateurs mondiaux disponibles font état d'un léger rebond de l'activité mondiale et de la croissance des échanges commerciaux au troisième trimestre. Dans le même temps, l'inflation mondiale totale s'est maintenue à des niveaux bas, le recul antérieur des prix de l'énergie continuant de peser sur la hausse des prix. Les risques entourant les perspectives d'évolution de l'activité mondiale demeurent orientés à la baisse et sont principalement liés à l'incertitude politique et aux déséquilibres financiers.

Depuis début septembre, les rendements souverains ont augmenté et la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est légèrement déplacée vers le haut, les rendements sur les échéances intermédiaires ayant notamment atteint des niveaux proches de ceux enregistrés fin juin après le référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises ont faiblement augmenté et demeurent, dans l'ensemble, nettement inférieurs à ceux constatés début mars 2016, quand le [programme d'achats de titres du secteur des entreprises](#) a été annoncé. Les cours des actions sont restés globalement stables, les valorisations dans le secteur bancaire demeurant particulièrement faibles par rapport à début 2016.

La reprise économique se poursuit dans la zone euro. Dans les mois à venir, la croissance économique devrait se poursuivre à un rythme modéré, mais régulier. La demande intérieure devrait être confortée par les effets des mesures de politique monétaire de la BCE sur l'économie réelle. Les conditions de financement favorables et l'amélioration de la rentabilité des entreprises continuent de favoriser une reprise de l'investissement. De plus, les cours du pétrole toujours assez bas et la poursuite des créations d'emplois, à la faveur également des réformes structurelles antérieures, apportent un soutien supplémentaire au revenu disponible réel des ménages et à la consommation privée. L'orientation budgétaire dans la zone euro sera par ailleurs globalement neutre en 2017. Toutefois, la reprise économique dans la zone euro devrait être freinée par une demande extérieure toujours atone, le nécessaire ajustement des bilans dans un certain nombre de

secteurs et la lenteur dans la mise en œuvre des réformes structurelles. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse et reflètent principalement l'environnement extérieur.

Selon Eurostat, la variation annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,4 % en septembre 2016, en hausse après 0,2 % en août. Cette évolution traduit essentiellement la poursuite de l'augmentation des prix de l'énergie en rythme annuel, alors qu'aucun signe convaincant de remontée de l'inflation sous-jacente n'est observé jusqu'à présent. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux d'inflation devraient s'accélérer au cours des prochains mois, surtout en raison d'effets de base dans le rythme annuel de variation des prix de l'énergie. Confortés par les mesures de politique monétaire de la BCE et par la reprise économique attendue, les taux d'inflation devraient continuer de s'accélérer en 2017 et 2018.

Les mesures de politique monétaire mises en place depuis juin 2014 ont contribué à améliorer les conditions d'emprunt, ainsi que les flux de crédit dans la zone euro, soutenant ainsi la reprise économique. En particulier, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro menée au troisième trimestre 2016 a indiqué que le programme d'achats d'actifs et le taux d'intérêt négatif de la facilité de dépôt de la BCE avaient contribué à rendre les conditions appliquées aux prêts plus favorables. Dans le même temps, les banques ont continué de signaler une amélioration de la demande de prêts, dans un contexte de nouvelles baisses de leurs taux débiteurs, qui ont atteint des points bas historiques en août 2016. Par conséquent, le redressement de la croissance des prêts s'est poursuivi à un rythme modéré, en dépit d'un léger ralentissement durant l'été. En ce qui concerne le financement de marché, les émissions nettes de titres de créance par les sociétés non financières ont fortement augmenté en septembre 2016.

Lors de sa réunion du 20 octobre 2016, au terme de l'examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés. Le Conseil des gouverneurs continue de penser que les taux directeurs de la BCE devraient rester à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs. En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé que les achats mensuels d'actifs à hauteur de 80 milliards d'euros devraient être réalisés jusqu'en 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.

Le Conseil des gouverneurs reste déterminé à conserver, dans la période à venir, l'orientation très accommodante de la politique monétaire, indispensable pour assurer une convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs continuera d'agir en ce sens, s'il y a lieu, en utilisant tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat. En décembre, l'évaluation du Conseil des gouverneurs pourra s'appuyer sur les nouvelles projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème, qui couvriront la période jusqu'en 2019, ainsi que sur les travaux

des comités de l'Eurosystème portant sur les options permettant d'assurer une mise en œuvre harmonieuse du programme d'achats d'actifs jusqu'en mars 2017, ou au-delà si nécessaire.

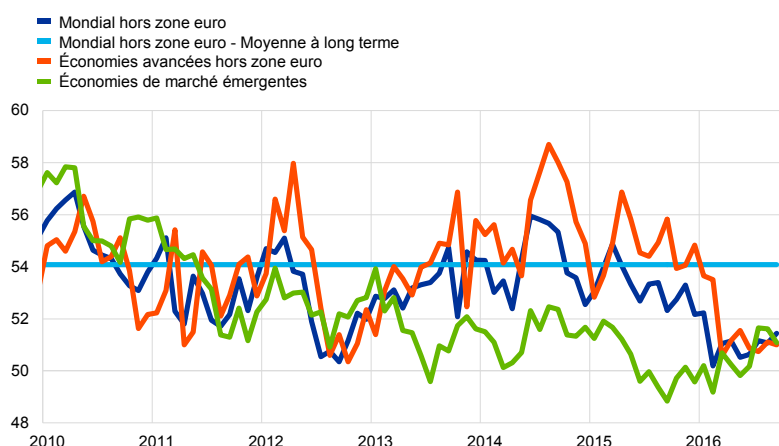
1 Environnement extérieur

En dépit du léger redressement de certaines économies de marché émergentes (EME), la reprise mondiale demeure progressive. L'indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale a de nouveau un peu augmenté en septembre 2016, le léger recul de la production manufacturière étant compensé par un redressement des services (cf. graphique 1). En rythme trimestriel, l'indice des directeurs d'achat pour la production mondiale a augmenté au troisième trimestre, atteignant 51,5 contre 51,3 au trimestre précédent. Des évolutions contrastées ont été observées dans les économies avancées, avec une hausse de l'indice aux États-Unis et au Japon au troisième trimestre, mais un fléchissement au Royaume-Uni. Les perspectives de croissance se sont améliorées pour les EME par rapport au premier semestre de l'année, les enquêtes indiquant que l'activité économique a peut-être passé un cap.

Graphique 1

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

(indice de diffusion)



Sources : Markit et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à septembre 2016.

Les conditions financières mondiales sont demeurées favorables. Les EME ont continué de bénéficier de l'amélioration du sentiment à l'égard du risque, les flux de capitaux vers ces pays faisant preuve de résistance dans un contexte d'amélioration généralisée des conditions financières. L'appétence pour le risque au niveau mondial a été dopée, en partie, par l'action des banques centrales dans certaines des principales économies avancées. En août, le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre a abaissé son taux directeur et annoncé de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif. En septembre, le Conseil de la politique monétaire de la Banque du Japon a décidé de renforcer encore l'orientation accommodante de sa politique monétaire, en introduisant ce qu'il a appelé « un assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif avec un contrôle de la courbe des rendements ». Il s'est également engagé à accroître la base monétaire jusqu'à ce que le taux d'inflation observé dépasse son objectif de stabilité des prix et demeure supérieur à celui-ci de manière durable. Par ailleurs, aux États-Unis, le Comité

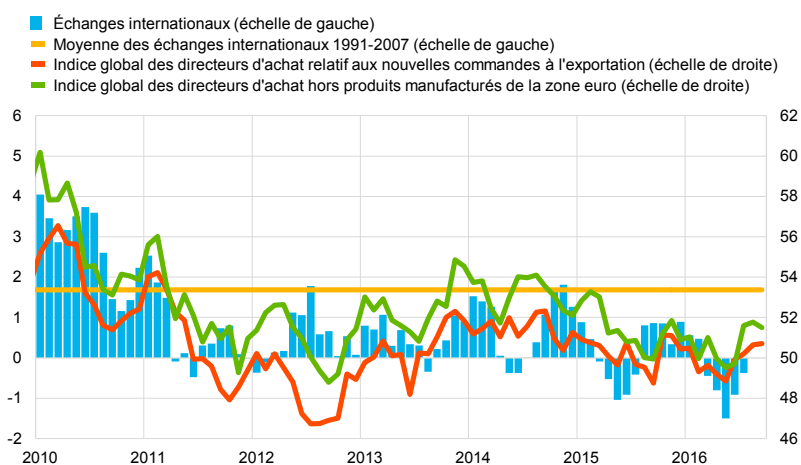
fédéral de l'*open market* a indiqué en septembre que le scénario d'une hausse du taux des fonds fédéraux s'était renforcé.

En dépit d'une légère amélioration, les échanges internationaux de biens demeurent atones. Les échanges internationaux de biens se sont encore contractés en juillet, pour le cinquième mois consécutif, mais la dynamique sous-jacente a continué de s'améliorer (cf. graphique 2). Le volume des importations mondiales de biens a diminué de 0,4 % en glissement trimestriel en juillet, après un recul de 0,9 % en juin. Toutefois, selon des chiffres récents, la croissance du commerce mondial pourrait avoir atteint un plancher, l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation ayant augmenté au troisième trimestre.

L'évolution des prix de l'énergie continue de peser sur l'inflation totale au niveau mondial. La hausse annuelle de l'IPC dans les pays de l'OCDE s'est légèrement accélérée pour ressortir à 0,9 % en août. Dans le même temps, l'IPC hors produits alimentaires et énergie est demeuré inchangé, à 1,8 %. Les prix de l'énergie ont continué de baisser en août, mais à un rythme plus lent que le mois précédent, affichant un recul de 6,7 % en rythme annuel, tandis que les prix des produits alimentaires ont légèrement fléchi. Alors que les effets de base liés aux baisses antérieures des prix des matières premières devraient contribuer à une hausse de l'inflation totale au cours des prochains mois, l'existence d'importantes capacités de production inutilisées continuera de peser sur l'inflation mondiale à moyen terme.

Graphique 2 Échanges internationaux de biens

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



Sources : Markit, CPB et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à septembre 2016 pour les indices des directeurs d'achat et à juillet 2016 pour les échanges internationaux.

Les cours du Brent ont fortement augmenté après l'annonce par l'OPEP d'un accord pour réduire la production de pétrole. La décision de l'OPEP de réduire la production de 0,5-1,0 million de barils par jour environ, qui doit encore être ratifiée lors de sa prochaine réunion fin novembre, était largement inattendue. Toutefois, le fait que les stocks soient proches de niveaux records aura un effet modérateur sur le rééquilibrage du marché. Même si la décision est ratifiée, l'excédent de stocks des pays de l'OCDE sera réduit de moitié tout au plus au cours des six prochains trimestres. Les prix des matières premières hors pétrole sont globalement stables depuis début septembre.

Les indicateurs font état d'une reprise de la croissance du PIB aux États-Unis au troisième trimestre, après la phase de morosité du début d'année. Le PIB en volume des États-Unis a augmenté de 1,4 % en rythme annuel au deuxième trimestre 2016. Toutefois, les enquêtes et les données solides laissent penser que le rythme de l'expansion s'est accéléré au troisième trimestre. Les dépenses de consommation devraient demeurer le principal moteur de la croissance, soutenues par la poursuite des améliorations de la situation sur le marché du travail. L'emploi salarié non agricole a augmenté de 192 000 personnes par mois en moyenne sur la période de trois mois s'achevant en septembre. La hausse annuelle de l'IPC total a atteint 1,5 % aux États-Unis en septembre, tandis qu'elle est ressortie à 2,2 % hors produits alimentaires et énergie.

La croissance économique est demeurée modeste au Japon. Après avoir affiché une certaine faiblesse en juillet, les exportations et la production se sont redressées en août. En juillet, les nouvelles commandes dans la construction ont également indiqué une amélioration sur le marché de l'immobilier résidentiel. Parallèlement, les enquêtes auprès des ménages font état d'une détérioration de la consommation privée, en dépit des améliorations en cours sur le marché du travail. Le taux de chômage est revenu à 3 % en juillet, tandis que les gains en espèces nominaux ont augmenté de 1,2 % en rythme annuel. La variation annuelle de l'IPC total est devenue encore plus négative en août, s'établissant à -0,5 %. L'IPC hors produits alimentaires frais et énergie, mesure privilégiée de l'inflation sous-jacente de la Banque du Japon, a également fléchi, ressortant à 0,4 %.

Au Royaume-Uni, la croissance économique demeure robuste. Après les fortes baisses intervenues immédiatement après le référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE, de nombreux indicateurs à court terme ont rebondi en août et septembre. Toutefois, l'incertitude entourant les négociations sur la sortie de l'Union européenne devrait freiner la demande intérieure, en particulier l'investissement (cf. l'encadré 1 du présent *Bulletin économique*). La hausse annuelle de l'IPC a atteint 1,0 % en septembre et devrait encore s'accélérer sous l'effet de la dépréciation récente de la livre sterling. En effet, les données récentes sur les prix des consommations intermédiaires signalent l'apparition de tensions en amont de la chaîne des prix.

L'économie chinoise poursuit son expansion à un rythme soutenu. Les dernières données confirment une croissance du PIB stable au troisième trimestre, à 6,7 % en rythme annuel, alimentée principalement par la consommation, tandis que la contribution de la FBCF a légèrement diminué par rapport au deuxième trimestre,

en ligne avec un lent rééquilibrage de l'économie. Les exportations nettes ont continué de freiner légèrement la croissance. Les prix des logements dans les grandes villes ont fortement augmenté, de 30 % environ en rythme annuel. En conséquence, certaines autorités locales ont commencé à imposer des restrictions sur les achats. En revanche, dans les villes plus petites, les prix sont plus stables, dans un contexte d'offre immobilière excédentaire. L'inflation a augmenté en septembre, l'IPC annuel atteignant 1,9 %, tandis que la variation annuelle des prix à la production, qui était négative depuis mars 2012, s'est redressée pour ressortir à 0,1 %.

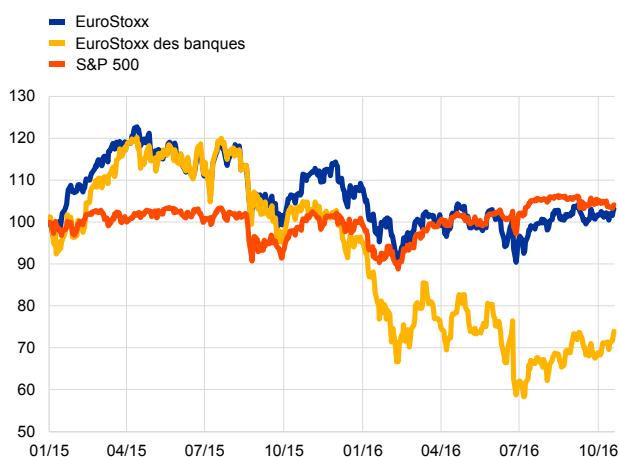
2 Évolutions financières

Les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro ont augmenté depuis début septembre. Au cours de la période sous revue (du 8 septembre au 19 octobre 2016), la hausse des rendements souverains à dix ans s'est inscrite entre 6 et 30 points de base. Dans l'ensemble, les écarts de rendement des obligations souveraines vis-à-vis du Bund allemand à dix ans sont demeurés globalement stables dans la plupart des pays, à l'exception de la Grèce et de l'Italie où ils se sont creusés de 12 et 21 points de base, respectivement.

Graphique 3

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

(1^{er} janvier 2015 = 100)



Source : Thomson Reuters.

Notes : Données quotidiennes. La dernière observation se rapporte au 19 octobre 2016.

Les cours boursiers de la zone euro ont été globalement stables depuis début septembre. À la fin de la période sous revue, l'indice boursier de la zone euro se situait encore 3 % environ au-dessous du niveau enregistré immédiatement avant le référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE et 2 % au-dessous de celui de début 2016. Des préoccupations quant à la rentabilité, ainsi que des événements propres à certains pays et à certaines banques, ont continué de peser sur le secteur bancaire de la zone euro. Le 19 octobre, les cours des actions bancaires ressortaient quelque 20 % au-dessous de leur niveau de début 2016 (cf. graphique 3). Les cours boursiers ont baissé aux États-Unis, de quelque 2 % au cours de la période sous revue tandis qu'ils sont demeurés globalement stables au Japon et ont augmenté de plus de 2 % au Royaume-Uni. Les anticipations des marchés relatives à la volatilité des cours boursiers sont demeurées globalement stables

dans la zone euro et se situent à un niveau inférieur à leur pic relatif atteint fin juin en raison du référendum au Royaume-Uni.

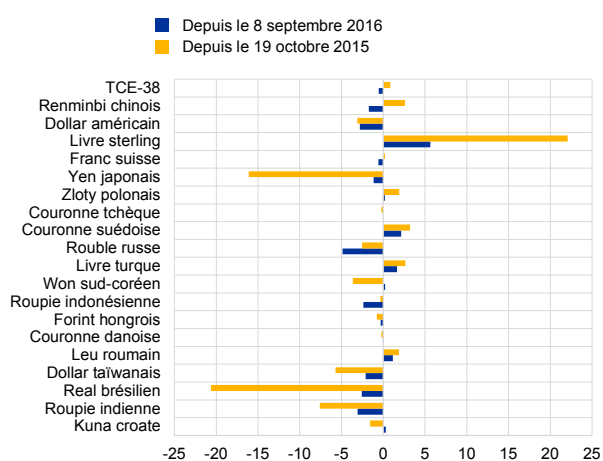
Les écarts de rendement des obligations émises par les sociétés non financières ont interrompu la tendance baissière constatée depuis l'annonce par le Conseil des gouverneurs en mars d'un programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). Après une phase de baisse des rendements qui s'est amorcée début mars, incluant une inversion de tendance de courte durée en juin sous l'effet des tensions suscitées par le référendum au Royaume-Uni, les écarts sur les émissions réalisées par les sociétés non financières (SNF) de la zone euro se sont légèrement creusés pour toutes les catégories de notation depuis début septembre. Néanmoins, le 19 octobre, les écarts de rendement des obligations des SNF ressortaient, en fonction de leur notation, entre 15 et 50 points de base au-dessous de leur niveau de début mars, lorsque le Conseil des gouverneurs a annoncé le lancement du CSPP. Dans le secteur financier, les écarts de rendement des obligations ont aussi légèrement augmenté pour toutes les catégories de notation au cours de la période sous revue. Le comportement divergent des actions bancaires, qui ont enregistré une forte baisse depuis début 2016, et des écarts de rendement des obligations financières indique que les préoccupations quant à la

rentabilité des institutions financières, plutôt que la perception d'une aggravation de leur risque de défaut, continuent d'être le principal facteur à l'origine des évolutions dans le secteur bancaire.

Sur les marchés des changes, l'euro est resté globalement stable en termes pondérés des échanges commerciaux. En termes bilatéraux, depuis le 8 septembre, l'euro s'est apprécié de 5,7 % vis-à-vis de la livre sterling, dans un contexte de persistance de l'incertitude après l'annonce des résultats du référendum au Royaume-Uni. Il s'est également apprécié face aux devises de la plupart des pays de l'UE n'appartenant pas à la zone euro. En revanche, l'euro s'est déprécié vis-à-vis de la majorité des autres grandes devises, dont le dollar (de 2,8 %), le yen japonais (de 1,1 %) et le franc suisse (de 0,6 %), ainsi que face aux devises des principales économies émergentes (cf. graphique 4).

Graphique 4

Évolutions du taux de change de l'euro vis-à-vis d'une sélection de devises (en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le TCE-38 est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Toutes les évolutions sont calculées par rapport au taux de change du 19 octobre 2016.

Le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) est demeuré stable au cours de la période sous revue à - 35 points de base environ. Vers la fin

du troisième trimestre 2016, l'Eonia est temporairement remonté à - 32 points de base. L'excédent de liquidité a augmenté de quelque 28 milliards d'euros, à 1 065 milliards environ, dans le contexte des achats réalisés par l'Eurosystème au titre du programme étendu d'achats d'actifs.

Par rapport aux points bas atteints début septembre, la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est déplacée vers le haut, en particulier au-delà de l'horizon à 1 an. L'Eonia se situe actuellement à un niveau proche de celui observé immédiatement après le référendum au Royaume-Uni, notamment sur les échéances inférieures ou égales à cinq ans.

Au cours de la période sous revue, la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est déplacée vers le haut de quelque 6 points de base sur les échéances à moyen

terme. Le déplacement de la courbe vers le haut a été peu marqué pour les échéances inférieures à deux ans et la courbe reste inférieure à zéro pour les échéances allant jusqu'à l'été 2021.

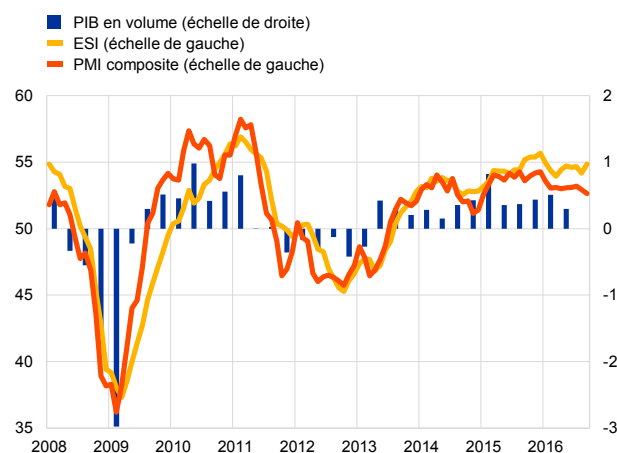
3 Activité économique

La reprise économique se poursuit dans la zone euro, en dépit d'une certaine volatilité liée aux conditions météorologiques au premier semestre 2016.

Le PIB en volume a augmenté de 0,3 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2016, soutenu par une modeste contribution de la demande intérieure, ainsi que par une contribution plus forte des exportations nettes (cf. graphique 5). En revanche, la variation des stocks a apporté une contribution négative à la croissance du PIB au deuxième trimestre. Les indicateurs économiques les plus récents, les données solides ainsi que les résultats d'enquêtes d'opinion ont continué de faire preuve de résistance, indiquant la poursuite d'une croissance modérée au troisième trimestre.

Graphique 5
PIB en volume de la zone euro, ESI et PMI composite pour la production

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



Sources : Eurostat, Commission européenne, Markit et BCE.

Notes : L'ESI est normé en utilisant la moyenne et l'écart type du PMI. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2016 pour le PIB en volume et à septembre 2016 pour l'ESI et le PMI.

Les dépenses de consommation, qui ont été le principal moteur de la reprise en cours, ont continué de contribuer positivement à la croissance du PIB au premier semestre 2016.

La croissance de la consommation privée s'est modérée, à 0,2 % en glissement trimestriel, au deuxième trimestre. Ce ralentissement doit être replacé dans le contexte de la forte augmentation de la consommation au premier trimestre (0,6 % en rythme trimestriel). Le ralentissement de la croissance de la consommation au deuxième trimestre reflète une hausse du taux d'épargne, la croissance du revenu réel étant restée bien orientée. En effet, durant la reprise en cours, les dépenses de consommation ont bénéficié de l'augmentation du revenu disponible réel des ménages, qui reflète essentiellement la hausse de l'emploi et le bas niveau des prix du pétrole. Le revenu disponible brut réel des ménages a progressé de 2,5 % en rythme annuel au deuxième trimestre 2016, ce qui correspond au taux de croissance le plus élevé depuis quinze ans. Les contraintes pesant sur les bilans des ménages se

sont également allégées. Les ratios d'endettement des ménages par rapport à leur revenu ont constamment diminué au cours de la reprise actuelle, soutenant la croissance de la consommation globale.

À l'avenir, la consommation devrait continuer de croître à un rythme régulier.

Après une amélioration au deuxième trimestre 2016, la confiance des consommateurs s'est légèrement dégradée au troisième trimestre – un ralentissement probablement attribuable en partie au résultat du référendum organisé au Royaume-Uni et aux récents attentats. Toutefois, la confiance des consommateurs demeure supérieure à sa moyenne de long terme. Les données relatives au commerce de détail (jusqu'à août 2016) et aux nouvelles immatriculations de voitures particulières (jusqu'à septembre 2016) vont dans le sens d'une croissance positive des dépenses de consommation au troisième trimestre, à un rythme peut-être légèrement supérieur à celui du deuxième trimestre.

En outre, la poursuite de la croissance de l'emploi, comme l'indiquent les derniers indicateurs tirés d'enquêtes, devrait continuer de soutenir les dépenses de consommation.

L'activité d'investissement s'est ralentie au deuxième trimestre, après un premier trimestre marqué par l'effet favorable des conditions météorologiques sur les activités de construction. L'investissement total a affiché une croissance nulle, en glissement trimestriel, au deuxième trimestre 2016, reflétant une hausse de l'investissement hors construction, contrebalancée par une diminution de l'investissement dans la construction. L'augmentation de l'investissement en matériel de transport a représenté la quasi-totalité de la hausse de l'investissement hors construction au deuxième trimestre, les investissements dans les TIC (technologies de l'information et de la communication) contribuant à la part restante. L'investissement dans la construction s'est contracté de 0,4 % au deuxième trimestre, après trois trimestres consécutifs de croissance. Ce ralentissement est largement imputable à l'évolution de l'investissement en Allemagne, où l'effet fortement haussier des conditions météorologiques sur les résultats du premier trimestre s'est dissipé.

Les informations disponibles vont dans le sens d'une croissance modérée de l'investissement des entreprises au troisième trimestre 2016, tandis que l'investissement dans la construction s'est redressé. La faible croissance de l'investissement des entreprises est confirmée par les données relatives à la production industrielle de biens d'équipement, qui n'a que faiblement progressé en juillet et en août par rapport au deuxième trimestre. En outre, au troisième trimestre, la confiance dans le secteur des biens d'équipement a été, en moyenne, inférieure à son niveau du deuxième trimestre, et l'évaluation des carnets de commande du secteur est restée atone au troisième trimestre, notamment pour les commandes en provenance de l'étranger, ce qui suggère une incidence défavorable de la faiblesse de l'environnement international. S'agissant de l'investissement dans la construction, les facteurs explicatifs, comme les permis de construire délivrés, la situation de la demande dans le secteur et l'évaluation des carnets de commande indiquent une poursuite de la reprise dans les prochains mois. De plus, des données plus récentes relatives à la production mensuelle, ainsi que des résultats d'enquêtes, font état d'un rebond de l'activité dans la construction au troisième trimestre de cette année.

La reprise de l'investissement des entreprises devrait se prolonger au-delà du prochain trimestre. La demande, la politique monétaire accommodante ainsi que des conditions de financement favorables et des besoins de remplacement devraient soutenir l'investissement des entreprises. L'amélioration des bénéfices devrait également soutenir l'investissement total à l'avenir. Les risques à la baisse pesant sur les perspectives d'investissement des entreprises sont liés à l'environnement international, notamment aux incertitudes entourant le « Brexit ».

Les exportations totales de la zone euro ont fait preuve de vigueur au deuxième trimestre 2016, mais les données mensuelles relatives aux échanges de biens hors zone euro vont jusqu'ici dans le sens d'un troisième trimestre atone. Les chiffres mensuels des échanges commerciaux en août indiquent que les exportations de biens hors zone euro ont légèrement rebondi

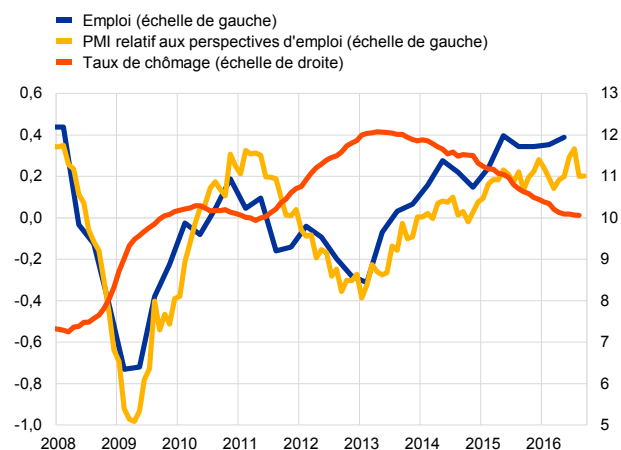
par rapport à la période correspondante de 2015 (en moyenne mobile sur trois mois). Toutefois, la croissance des exportations hors zone euro reste faible au regard des évolutions passées. S'agissant des économies de marché émergentes, la croissance des exportations à destination de la Chine s'est ralentie, tandis que les exportations de biens vers la Russie et l'Amérique latine ont fléchi. S'agissant des économies avancées, les exportations vers les États-Unis ont apporté une contribution négative, tandis que les exportations vers l'Europe hors zone euro ont probablement apporté une contribution positive. Par la suite, la légère appréciation du taux de change effectif de l'euro depuis début 2016 devrait peser sur les exportations de la zone euro. De plus, les exportations pourraient pâtir des éventuelles conséquences sur les flux commerciaux mondiaux du résultat du référendum au Royaume-Uni. Des indicateurs plus rapidement disponibles, comme ceux tirés d'enquêtes, font état d'évolutions toujours modérées de la demande extérieure, même si les commandes à l'exportation semblent avoir légèrement progressé au troisième trimestre.

Globalement, les indicateurs économiques les plus récents confirment, dans l'ensemble, la poursuite de la croissance modérée du PIB en volume au troisième trimestre 2016. La production industrielle hors construction affiche une forte hausse mensuelle en août 2016, après une baisse plus faible en juillet. En moyenne, en juillet et en août, la production industrielle s'est établie 0,1 % au-dessus de son niveau du deuxième trimestre, où elle avait fléchi de 0,2 % en rythme trimestriel. Des données d'enquêtes plus récentes confirment une poursuite de la croissance au troisième trimestre, à un rythme proche de celui du deuxième trimestre. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production (PMI) est ressorti en moyenne à 52,9 au troisième trimestre 2016, après 53,1 au deuxième trimestre, tandis que l'indicateur du climat économique de la Commission européenne (*Economic Sentiment Indicator* – ESI) est resté inchangé à 104,3 (cf. graphique 5). L'ESI reste nettement supérieur à sa moyenne de long terme, tandis que le PMI est actuellement légèrement inférieur à sa moyenne historique.

Graphique 6

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

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



Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.

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

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

L'emploi a encore augmenté au deuxième trimestre 2016, de 0,4 % en rythme trimestriel, portant la hausse annuelle à 1,4 %. Depuis le début de la hausse de l'emploi au deuxième trimestre 2013, l'augmentation cumulée du nombre de personnes employées atteint 3 %. Le taux de chômage dans la zone euro est resté inchangé à 10,1 % en août 2016, soit 2 points de pourcentage au-dessous de son dernier point haut en avril 2013 (cf. graphique 6).

Cette baisse a concerné l'ensemble des chômeurs, indépendamment de la tranche d'âge ou du sexe. En outre, le chômage de longue durée (les personnes au chômage depuis au moins 12 mois) a continué de baisser lentement, mais reste supérieur à 5 % de la population active. Des résultats d'enquêtes plus récents vont dans le sens de nouvelles améliorations de la situation sur les marchés du travail au cours des prochains mois.

Dans les mois à venir, la croissance économique devrait se poursuivre à un rythme modéré, mais régulier. La demande intérieure devrait être confortée par les effets des mesures de politique monétaire sur l'économie réelle. Les conditions de financement favorables et l'amélioration de la rentabilité des entreprises continuent de favoriser une reprise de l'investissement. De plus, les cours du pétrole toujours assez bas et la poursuite des créations d'emplois, également associées aux réformes structurelles antérieures, apportent un soutien supplémentaire au revenu disponible réel des ménages et à la consommation privée. L'orientation budgétaire dans la zone euro sera par ailleurs globalement neutre en 2017. Toutefois, la reprise économique devrait être freinée par une demande extérieure toujours atone, le nécessaire ajustement des bilans dans un certain nombre de secteurs et la lenteur dans la mise en œuvre des réformes structurelles. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse et reflètent principalement l'environnement extérieur. Les résultats de la dernière [enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels](#), menée début octobre, montrent que les prévisions de croissance du PIB dans le secteur privé sont restées globalement inchangées par rapport à la campagne d'enquête précédente réalisée début juillet.

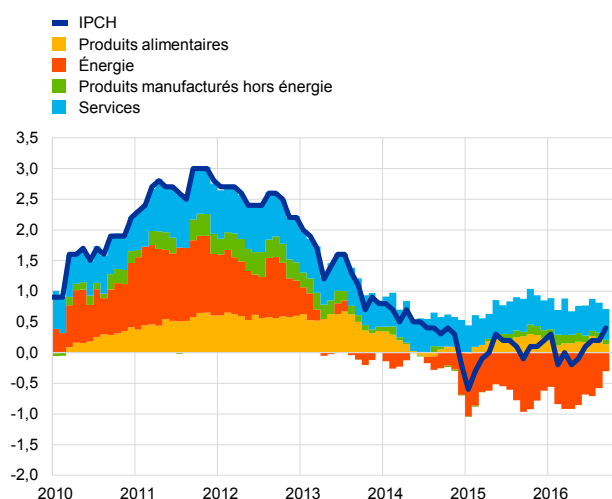
4 Prix et coûts

L'inflation totale s'est encore accélérée au cours des derniers mois. Cette tendance haussière observée depuis le récent point bas à $-0,2\%$ enregistré en avril 2016 reflète principalement la dissipation des effets des baisses antérieures des cours du pétrole (cf. graphique 7).

Graphique 7

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

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à septembre 2016.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ne donnent pas d'indication nette d'une tendance haussière. Depuis les hausses enregistrées au premier semestre 2015, la progression annuelle de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie oscille autour de 1% . De même, les autres mesures de l'inflation sous-jacente n'ont pas non plus montré de signes clairs d'une dynamique haussière. Cette situation peut être due, en partie, aux effets baissiers indirects exercés par les fortes baisses antérieures des prix du pétrole et des autres matières premières, qui se font sentir avec un décalage. Plus fondamentalement, les tensions d'origine interne sur les coûts, notamment la croissance des salaires, sont restées modérées.

La variation des prix à l'importation reste négative, tandis que celle des prix à la production demeure relativement stable. La contraction annuelle des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires s'est de nouveau légèrement accentuée, ressortant à $-1,4\%$ en août contre $-1,3\%$ en juillet.

Plus en aval de la chaîne des prix, les prix à la production pour les ventes domestiques de biens de consommations non alimentaires sont restés globalement stables, leur taux de croissance annuel s'établissant à $0,1\%$ en août, en légère hausse par rapport au taux de $0,0\%$ observé en juillet. Même si les améliorations de la situation économique ont probablement exercé des tensions à la hausse sur les prix à la production, ces dernières ont pu être compensées par les prix bas des consommations intermédiaires liées aux matières premières et, plus généralement, par les pressions désinflationnistes mondiales.

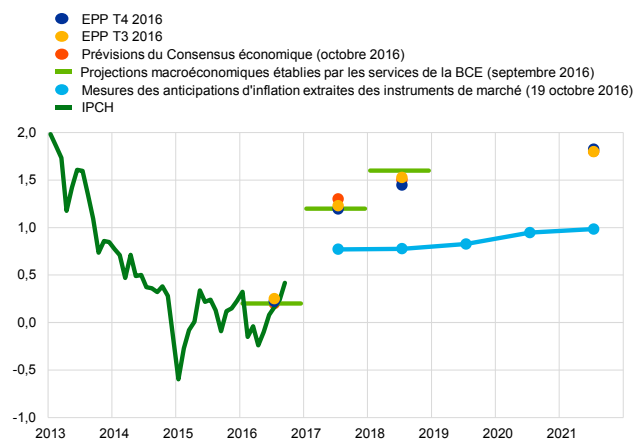
La croissance des salaires est demeurée atone. La hausse annuelle de la rémunération par tête a légèrement fléchi pour s'établir à $1,1\%$ au deuxième trimestre 2016, après $1,2\%$ au trimestre précédent. La croissance des salaires a vraisemblablement continué d'être freinée par d'importantes capacités inutilisées sur le marché du travail, une faible croissance de la productivité, le bas niveau de l'inflation et l'incidence exercée actuellement par les réformes du marché du travail mises en œuvre dans certains pays durant la crise financière et économique ¹.

¹ Cf. l'encadré intitulé « Les tendances récentes des salaires dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2016.

Graphique 8

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

(variations annuelles en pourcentage)



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

Note : Les données effectives de l'IPCH sont incluses jusqu'à septembre 2016. Les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché sont tirées des *swaps* à coupon zéro indexés sur l'inflation dans la zone euro (en se fondant sur l'IPCH hors tabac).

Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché ont légèrement augmenté, mais demeurent à de bas niveaux, tandis que les mesures tirées d'enquêtes leur restent nettement supérieures

(cf. graphique 8). Depuis septembre, les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché se sont légèrement redressées sur l'ensemble des échéances, mais à partir de niveaux historiquement bas. Le taux d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans est passé de 1,29 % début septembre à 1,43 % mi-octobre. Les bas niveaux actuellement observés pour les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché reflètent en partie la faiblesse des anticipations d'inflation des intervenants de marché et également une demande limitée de protection contre l'inflation dans un environnement où celle-ci est faible. Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme tirées d'enquêtes demeurent nettement supérieures à celles extraites des instruments de marché. Selon l'enquête de la BCE

après des prévisionnistes professionnels pour le quatrième trimestre 2016, les anticipations d'inflation à cinq ans sont restées inchangées, à 1,8 %. De plus, les intervenants de marché continuent d'estimer qu'il est très peu probable que les taux d'inflation dans deux ans et dans cinq ans soient négatifs. D'autres organismes et d'autres enquêtes sont globalement en ligne avec l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels s'agissant des anticipations d'inflation à long terme.

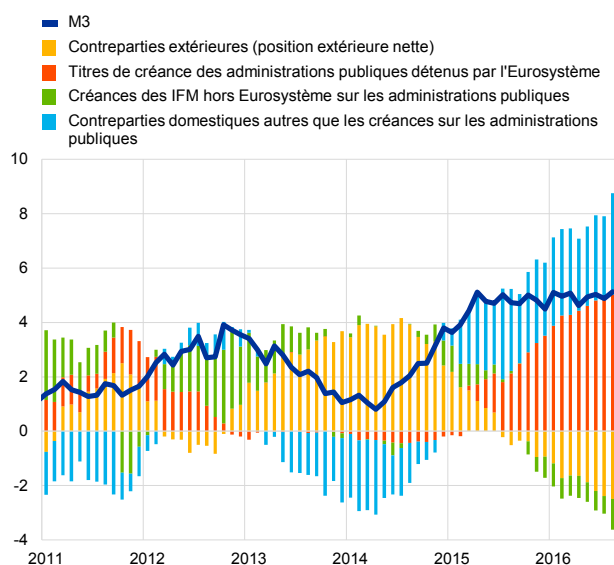
Le rebond des prix des logements, qui avait commencé début 2014, s'est poursuivi au premier semestre de cette année. Selon l'indicateur agrégé des prix de l'immobilier résidentiel établi par la BCE, le taux de croissance annuel des prix des logements dans la zone euro est ressorti en hausse à 3,0 % au deuxième trimestre 2016, après 2,7 % au trimestre précédent et 2,2 % au dernier trimestre 2015 (cf. encadré 3).

5 Monnaie et crédit

La croissance de la monnaie au sens large est demeurée robuste. Le taux de croissance annuel de M3 s'est établi à 5,1 % en août, après 4,9 % en juillet, oscillant autour de 5 % depuis avril 2015 (cf. graphique 9). La croissance de M3 a continué d'être soutenue par ses composantes les plus liquides, en raison du faible coût d'opportunité de la détention de dépôts liquides dans un environnement de très bas niveau des taux d'intérêt et de profil plat de la courbe des rendements. Après une série de ralentissements depuis le pic enregistré en juillet 2015, la croissance annuelle de M1 s'est inscrite en légère hausse, à 8,9 %, contre 8,4 % en juillet.

Graphique 9
M3 et ses contreparties

(flux cumulés sur 12 mois en milliards d'euros ; données désaisonnalisées)



Source : BCE.

Notes : Les « contreparties domestiques autres que les créances sur les administrations publiques » recouvrent les engagements financiers à long terme des institutions financières monétaires (y compris le capital et les réserves), les concours des IFM au secteur privé et les autres contreparties. La dernière observation se rapporte à août 2016.

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

Les achats de titres de créance réalisés dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) ont continué d'avoir un impact positif considérable sur la croissance de M3 (cf. les barres orange du graphique 9). En revanche, la contribution des créances des IFM hors Eurosystème sur les administrations publiques est demeurée négative (cf. les barres vertes du graphique 9).

Les contreparties domestiques autres que les créances sur les administrations publiques ont également eu des effets positifs sur la croissance de M3

(cf. les barres bleues du graphique 9). Cela reflète, d'une part, le redressement progressif de la croissance des concours au secteur privé. D'autre part, le taux de variation annuel nettement négatif des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) a continué de soutenir la croissance de M3. Cette évolution s'explique en partie par le profil plat de la courbe des rendements, en liaison avec les mesures de politique monétaire de la BCE, ce qui a réduit l'intérêt, pour les investisseurs, de détenir des

dépôts bancaires à long terme et des obligations bancaires. L'attrait des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) comme alternative à un financement à long terme des banques sur les marchés a également joué un rôle.

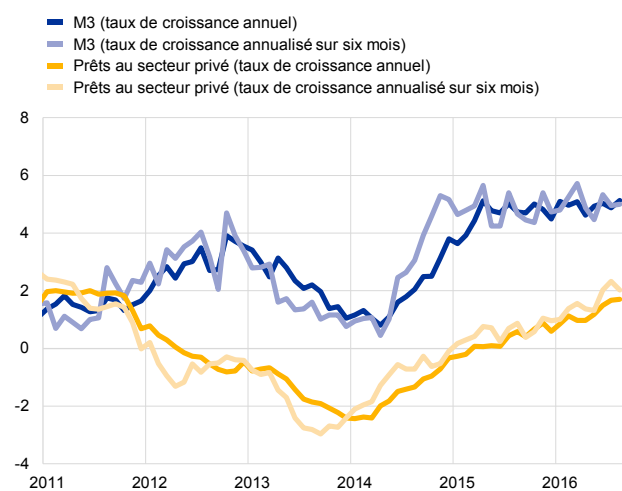
La position extérieure nette du secteur des IFM continue de peser sur la croissance annuelle de M3 (cf. les barres jaunes du graphique 9). Cette évolution reflète la persistance de sorties de capitaux de la zone euro ainsi que le rééquilibrage des portefeuilles au profit d'instruments hors zone euro, en particulier les cessions d'emprunts publics de la zone euro effectuées par les non-résidents dans le cadre du PSPP (cf. également l'encadré 2 du présent *Bulletin économique*).

Le redressement de la croissance des prêts s'est poursuivi à un rythme modéré. Le taux de croissance annuel des prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions, de la titrisation et de la centralisation de

trésorerie notionnelle) est demeuré stable en août (cf. graphique 10), aussi bien pour les prêts aux sociétés non financières (SNF) que pour les prêts aux ménages. En dépit d'un léger essoufflement durant l'été, la reprise graduelle de la dynamique des prêts continue d'être soutenue par la baisse significative des taux débiteurs des banques observée depuis l'été 2014 (notamment sous l'effet des mesures de politique monétaire de la BCE) et par une amélioration de la demande de prêts bancaires. Dans le même temps, l'assainissement en cours des bilans financiers et non financiers et la nécessité d'ajustement des modèles d'activité des banques dans certains pays continuent de freiner la croissance des prêts.

Graphique 10 M3 et prêts au secteur privé

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



Source : BCE.

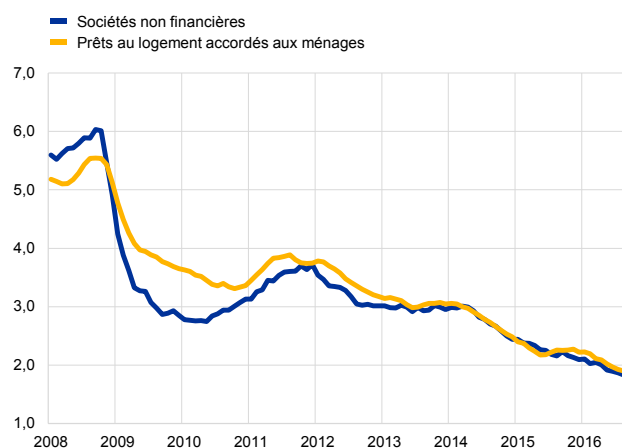
Notes : Les prêts sont corrigés des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dernière observation se rapporte à août 2016.

Selon l'enquête d'octobre 2016 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, la hausse des prêts a continué d'être soutenue par l'augmentation de la demande pour toutes les catégories de prêts au troisième trimestre 2016. Les critères d'octroi de prêts aux entreprises sont demeurés inchangés, après un assouplissement net à partir du deuxième trimestre 2014, mais ceux des prêts aux ménages se sont assouplis. Les pressions concurrentielles et, dans une moindre mesure, la perception d'un risque moins élevé ont continué d'avoir un effet d'assouplissement sur les critères d'octroi de prêts, aussi bien pour les entreprises que pour les ménages. Les banques ont également indiqué que le programme d'achats d'actifs (APP) de la BCE avait eu un effet d'assouplissement net sur les modalités et conditions attachées aux crédits, et que le taux négatif de la facilité de dépôt de la BCE avait eu un impact positif sur les volumes de prêts. En revanche, les banques ont déclaré que l'APP et le taux négatif de la facilité de dépôt avaient eu un impact négatif sur leurs marges.

Graphique 11

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

(en pourcentages annuels)



Source : BCE.

Notes : Les taux débiteurs composites des banques sont calculés en agrégeant les taux à court terme et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. La dernière observation se rapporte à août 2016.

Les taux débiteurs bancaires appliqués aux prêts aux SNF et aux ménages ont atteint un nouveau point bas historique en août

(cf. graphique 11). Les taux d'intérêt composites sur les prêts consentis aux SNF et aux ménages ont enregistré un recul beaucoup plus marqué que les taux de référence du marché depuis l'annonce, en juin 2014, des mesures d'assouplissement du crédit de la BCE. La baisse des coûts composites du financement des banques, à laquelle l'allègement apporté par les TLTRO a contribué, ont favorisé la baisse des taux débiteurs composites.

Entre mai 2014 et août 2016, les taux débiteurs composites des prêts consentis aux SNF et aux ménages de

la zone euro ont fléchi de 110 et 100 points de base, respectivement. La baisse des taux débiteurs bancaires au cours de cette période a été plus prononcée dans les pays vulnérables de la zone euro que les autres pays de la zone, indiquant une meilleure transmission des mesures de politique monétaire aux taux débiteurs. Au cours de la même période, l'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de très faible montant (inférieur ou égal à 250 000 euros) et ceux des prêts de montant élevé (supérieur à 1 million) dans la zone euro s'est inscrit en baisse. D'une manière générale, cette évolution indique que les PME ont profité davantage que les grandes entreprises de la baisse des taux débiteurs. La diminution des coûts de financement des banques et des taux débiteurs bancaires a contribué à réduire les asymétries entre les pays de la zone euro ainsi que la fragmentation en matière de coût de financement et de conditions d'attribution des prêts.

Les émissions nettes de titres de créance par les SNF se sont nettement renforcées en septembre 2016, après avoir été relativement modérées en juillet et en août. Les dernières données officielles de la BCE montrent que l'activité d'émission est restée modérée en juillet et en août, en raison de facteurs saisonniers. Les données provisoires indiquent que l'activité s'est de nouveau nettement renforcée en septembre 2016, et que cette évolution a concerné l'ensemble des pays. Au total, l'activité d'émission enregistrée de mars à septembre a, selon les estimations, largement dépassé les niveaux observés au cours de la même période en 2015. L'activité d'émission a été soutenue, entre autres, par le programme d'achats d'obligations du secteur des entreprises de la BCE. Les émissions d'actions cotées par les SNF sont demeurées relativement faibles ces derniers mois.

Les coûts de financement des SNF de la zone euro demeurent favorables. Les coûts de financement nominaux des SNF de la zone euro restent très favorables en

dépit d'une légère hausse, selon les estimations, en août et en septembre 2016, après le nouveau point bas enregistré en juillet. Cette hausse est attribuable à l'augmentation du coût du financement par émission d'actions. Toutefois, le coût du financement par endettement de marché s'est stabilisé à de très bas niveaux au cours des derniers mois, sous l'effet des dernières mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE et de la baisse globale des rendements obligataires à l'échelle mondiale.

Encadrés

1 Évolutions économiques au lendemain du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE

Le présent encadré analyse les évolutions récentes et les perspectives des économies du Royaume-Uni et de la zone euro à la suite du résultat du référendum organisé le 23 juin 2016 par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE². Une majorité de la population britannique (52 % environ) s'est prononcée en faveur de la sortie de l'Union européenne. La Première ministre a récemment indiqué que, d'ici la fin du mois de mars 2017, le pays notifierait officiellement au Conseil européen son intention de se retirer de l'UE. D'après l'article 50 du traité sur l'Union européenne, un processus serait alors engagé pour aboutir à la conclusion d'un accord entre l'UE et le Royaume-Uni, fixant les modalités de son retrait. À défaut, les traités de l'UE cesseraient de s'appliquer au Royaume-Uni deux ans après la notification ayant activé l'article 50, sauf si le Conseil européen, en accord avec le Royaume-Uni, décidait à l'unanimité de proroger ce délai. Actuellement, une forte incertitude entoure la relation économique future du Royaume-Uni avec l'UE, notamment en ce qui concerne son accès futur au Marché unique.

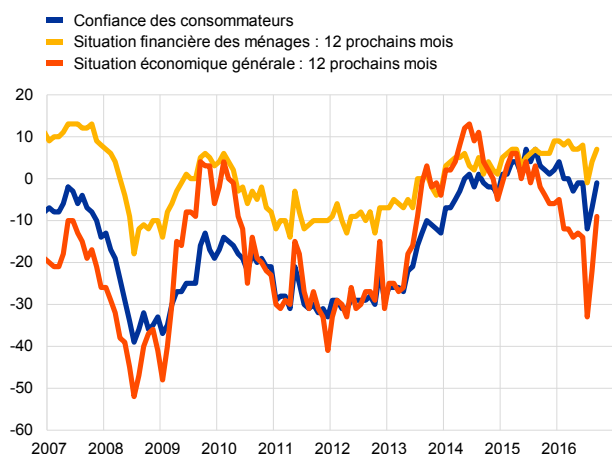
En dépit d'une incertitude accrue immédiatement après le référendum, l'activité économique au Royaume-Uni a bien résisté jusqu'à présent. La consommation privée a été particulièrement robuste. En effet, les indicateurs GfK relatifs à la confiance des consommateurs ont rebondi en août et en septembre, après les fortes baisses observées immédiatement après le référendum (cf. graphique A). Les ventes au détail se sont, elles aussi, relativement bien tenues. En revanche, l'incertitude a pesé sur l'investissement, comme le montre la baisse des indicateurs du climat de l'investissement (cf. graphique B).

² Cf. également l'encadré intitulé « Conséquences, pour les perspectives économiques de la zone euro, du résultat du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'Union européenne (UE) » des *Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE*, septembre 2016.

Graphique A

Indicateurs GfK relatifs à la confiance des consommateurs

(solde des opinions en pourcentage)



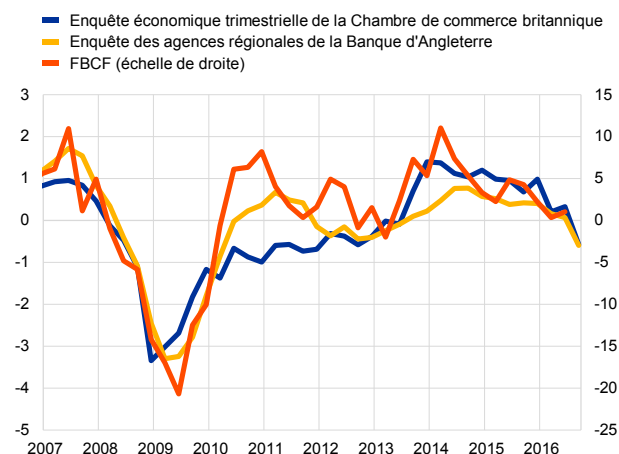
Source : Baromètre de la confiance des consommateurs.

Note : GfK signifie « Gesellschaft für Konsumforschung » (Société pour la recherche sur la consommation).

Graphique B

Indicateurs du climat de l'investissement

(échelle de gauche : séries normalisées ; échelle de droite : variations annuelles en pourcentage)



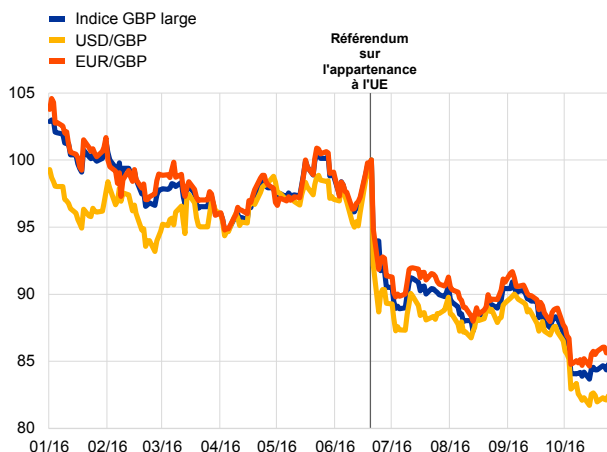
Sources : Banque d'Angleterre (enquête des agences régionales), Chambre de Commerce britannique et Bureau de la Statistique nationale.

Notes : FBCF signifie « Formation brute de capital fixe ». Les indicateurs tirés d'enquêtes ont été construits par agrégation des indices relatifs aux services et à l'industrie manufacturière, à l'aide des pondérations de la valeur ajoutée. L'enquête réalisée par les agences régionales s'appuie sur des données nationales jusqu'en août 2016.

S'agissant des marchés de change, le résultat du référendum a surpris de nombreux intervenants de marché. La livre sterling s'est fortement dépréciée dans les jours qui ont suivi le référendum, avant une relative stabilisation au cours de l'été (cf. graphique C). En septembre et, tout particulièrement, début octobre, la livre sterling s'est de nouveau dépréciée, les déclarations des responsables politiques au Royaume-Uni étant largement interprétées comme affaiblissant la probabilité que le pays conserve son accès au Marché unique à l'avenir. Dans l'ensemble, la livre sterling s'est dépréciée de 14 % environ en termes effectifs nominaux depuis le référendum.

Graphique C Taux de change

(23 juin 2016 = 100, baisse = dépréciation de la livre sterling)



Sources : BCE.

Les autres marchés financiers ont relativement bien résisté à la plus forte incertitude.

Les marchés boursiers se sont redressés après la forte baisse constatée dans les jours qui ont suivi le référendum. Les rendements des bons du Trésor (*gilts*) et des obligations du secteur privé sont inférieurs à leurs niveaux d'avant le référendum, en dépit d'une légère hausse sous l'effet des déclarations des responsables politiques début octobre, évoquées précédemment. En août, la Banque d'Angleterre a abaissé son taux directeur de 25 points de base, à 0,25 %, elle a étendu son programme d'achats d'actifs et mis en place le dispositif de financement à terme (*Term Funding Scheme*) afin de soutenir la transmission des évolutions de taux d'intérêt à l'économie. En outre, le nouveau Chancelier de l'Échiquier a abandonné l'objectif de retourner à un excédent budgétaire d'ici 2019-2020, et annoncé que le gouvernement était prêt à procéder à un ajustement budgétaire si nécessaire.

Pour l'avenir, on s'attend d'une manière générale à un ralentissement de l'activité économique.

Les récentes prévisions de croissance du PIB en volume ont été revues nettement à la baisse depuis le référendum (cf. tableau). D'après ces projections, l'activité économique devrait connaître un ralentissement prononcé, avec un recul de la croissance du PIB en volume à des niveaux compris entre 0,8 % et 1,1 % en 2017. En effet, l'incertitude accrue devrait continuer de peser sur l'investissement dans le futur. De plus, la forte dépréciation récente de la livre sterling (cf. graphique C) entraînera une érosion progressive des revenus réels, freinant la consommation privée tout en soutenant les exportations nettes. À plus long terme, on s'attend généralement à ce que la croissance de la production demeure inférieure à la trajectoire prévue avant le référendum. Cela reflète en partie la transition vers une économie moins ouverte (en termes d'échanges commerciaux, de flux migratoires et d'investissement direct étranger), ce qui aura une incidence négative sur l'innovation, la concurrence, la spécialisation et l'efficacité de l'allocation des ressources et, donc, sur la productivité et le PIB potentiel.

Tableau

Prévisions de croissance du PIB en volume au Royaume-Uni

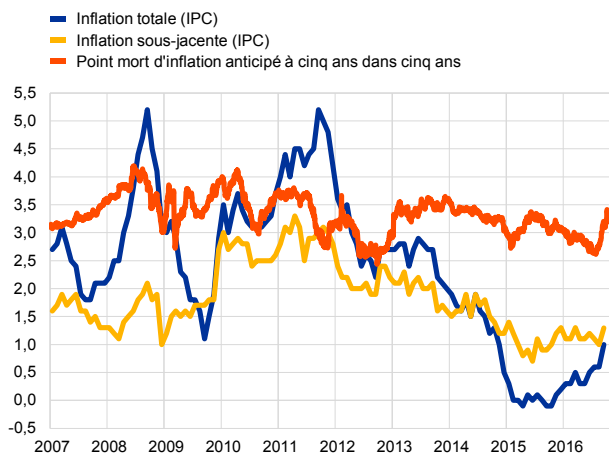
(variation annuelle en pourcentage ; variation en points de pourcentage par rapport aux prévisions d'avant le référendum entre parenthèses)

	2016	2017	2018	Dernières évolutions	Avant le référendum
Banque d'Angleterre	2,0 (=)	0,8 (-1,5)	1,8 (-0,5)	Août 2016	Juin 2016
Fonds monétaire international	1,8 (-0,1)	1,1 (-1,2)	1,7 (-0,6)	Octobre 2016	Avril 2016
Commission européenne	1,6 (-0,2)	1,1 (-0,8)	n.d.	Juillet 2016	Mai 2016

Sources : Banque d'Angleterre, Fonds monétaire international et Commission européenne.

Graphique D Évolution de l'inflation

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE et Bureau de la Statistique nationale.

Si l'inflation se situe actuellement à de bas niveaux, elle devrait cependant augmenter à court terme.

En septembre, la hausse annuelle des prix à la consommation s'est accentuée à 1 %, toujours en deçà de la cible de 2 % de la Banque d'Angleterre (cf. graphique D). Toutefois, les indicateurs de tensions en amont de la chaîne des prix, tels que l'indice des directeurs d'achat relatif aux prix des consommations intermédiaires, ont augmenté au cours des derniers mois, tout comme les prix des importations. Les tensions en amont de la chaîne des prix reflètent essentiellement la forte dépréciation de la livre sterling au cours des derniers mois. Les anticipations d'inflation tirées des marchés se sont également inscrites en hausse.

En ce qui concerne l'économie de la zone euro, les récentes publications de données font globalement

état d'une bonne résistance et d'un impact limité jusqu'à présent du référendum au Royaume-Uni.

Les mesures de l'incertitude sur la politique économique de la zone euro ont diminué au cours des derniers mois, et l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator* – ESI) ainsi que l'indice des directeurs d'achat, qui avaient baissé en août, se sont redressés en septembre et en octobre.

Pour l'avenir, on ne peut exclure des répercussions négatives à moyen terme sur la zone euro.

L'impact global dépendra essentiellement de l'évolution des échanges commerciaux de la zone euro avec le Royaume-Uni et des répercussions sur les pays tiers³. L'impact pourrait varier d'un pays de la zone à l'autre en raison, par exemple, des différences en termes de poids de la livre sterling dans les taux de change effectifs des pays et de liens commerciaux avec le Royaume-Uni. Dans le même temps, l'activité dans la zone euro pourrait peut-être bénéficier de cette nouvelle donne, notamment grâce à la relocalisation de services financiers ou à l'accroissement des flux d'investissement direct étranger dans la zone euro au détriment du Royaume-Uni.

³ Cf. également l'encadré intitulé « Conséquences, pour les perspectives économiques de la zone euro, du résultat du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'Union européenne (UE) » des *Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE*, septembre 2016.

2 Les soldes TARGET et le programme d'achats d'actifs

Les soldes TARGET ont enregistré de nouvelles hausses depuis le lancement du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme – APP*) de l'Eurosystème (cf. graphique A)⁴. Les soldes TARGET correspondent aux créances et aux engagements des banques centrales nationales (BCN) de la zone euro vis-à-vis de la BCE, qui résultent des paiements transfrontières réglés en monnaie banque centrale⁵. Chaque BCN a un solde positif (soit une créance dans TARGET) ou un solde négatif (soit un engagement dans TARGET). Lorsque le secteur bancaire d'un pays reçoit un flux entrant transfrontalier de monnaie banque centrale, sa créance augmente ou son engagement diminue ; les flux sortants ont l'effet inverse. Le solde TARGET global, qui est la somme de l'ensemble des soldes positifs⁶, n'est affecté que lorsque la monnaie banque centrale est transférée entre des pays ayant des soldes positifs et négatifs⁷. Le lancement de l'APP a entraîné une augmentation des paiements transfrontières à l'initiative des banques centrales qui se sont portées acquéreurs, ce qui s'est traduit par un nouvel accroissement du solde TARGET global

Graphique A
Solde TARGET global

(en milliards d'euros ; données de fin de mois)



Source : BCE.

Notes : Le solde TARGET global est la somme de l'ensemble des soldes TARGET positifs. Les lignes verticales rouge et jaune représentent le démarrage des achats dans le cadre de l'APP et du PSPP respectivement.

⁴ « TARGET » désigne « le système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel ». En mai 2008, TARGET2 s'est totalement substitué au système TARGET initial comme le système de règlement brut en temps réel appartenant à l'Eurosystème, qui en assure le fonctionnement. Pour des questions de lisibilité, toutefois, le terme « soldes TARGET » est utilisé ici pour décrire les soldes cumulés des banques centrales dans les deux systèmes, et le système de paiement TARGET2 est également désigné sous le terme « TARGET ».

⁵ Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé « Publication des soldes TARGET », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2015.

⁶ Il est du même ordre de grandeur que la somme de l'ensemble des soldes négatifs. Le total des créances et des engagements est égal à zéro, toutes les obligations résultant de l'activité dans TARGET étant contractées par ou à l'égard de participants au système.

⁷ Le solde TARGET global augmente si la monnaie banque centrale s'échange d'un pays ayant un engagement vers un pays ayant une créance et il diminue si l'échange se fait en sens inverse. En revanche, les flux entre deux pays ayant des créances (ou deux pays ayant des engagements) modifient la constitution, mais pas le montant, du solde TARGET global.

Les opérations transfrontières dans le cadre de l'APP sont courantes en raison du caractère intégré des marchés financiers de la zone euro et donnent lieu à des modifications des soldes TARGET. Les opérations sur titres réalisées dans le cadre de l'APP ne sont pas contraintes par les frontières nationales, les banques centrales achetant des titres à une grande diversité de contreparties établies dans la zone euro et au-delà. Lorsqu'une banque centrale achète des titres, elle réalise un paiement en monnaie banque centrale au profit de la contrepartie vendeuse au moment du règlement. En échange, elle reçoit le titre⁸. Dans le cas des transactions transfrontières⁹, ce flux de liquidité affecte les soldes TARGET des BCN initiatrices et bénéficiaires et il est susceptible de modifier le solde TARGET global. Par conséquent, la localisation des comptes TARGET utilisés par les contreparties à l'APP pour recevoir le paiement des titres détermine l'incidence que les achats d'actifs ont sur les soldes TARGET immédiatement après l'achat¹⁰.

Les achats d'actifs auprès de contreparties établies dans un pays différent de la banque centrale qui se porte acquéreur peuvent affecter directement les soldes TARGET. Les contreparties dont les BCN sont reliées à TARGET utilisent leurs comptes auprès de ces BCN¹¹, tandis que les contreparties établies ailleurs peuvent utiliser un compte auprès d'une banque correspondante disposant d'un accès à TARGET¹². Les banques implantées hors de la zone euro réalisent généralement leurs paiements dans TARGET *via* des succursales ou des banques correspondantes dans des pays affichant une position créditrice dans TARGET, comme l'Allemagne ou les Pays-Bas¹³. Il en découle que lorsqu'une BCN achète des titres à une contrepartie non domestique, qu'elle soit établie dans un autre pays de la zone euro ou à l'extérieur de la zone, l'achat devrait donner lieu à des flux transfrontières de monnaie banque centrale¹⁴.

⁸ La contrepartie vendeuse n'est pas nécessairement propriétaire du titre au sens juridique. Les contreparties peuvent également intervenir comme intermédiaires, en détenant des titres et en gérant des transactions pour le compte des propriétaires.

⁹ Le mécanisme se définit comme une transaction dans laquelle des fonds sont crédités sur un compte détenu par le vendeur auprès d'une banque centrale différente de la BCN qui se porte acquéreur.

¹⁰ Le règlement peut intervenir sur le compte TARGET utilisé par la contrepartie vendeuse ou le compte TARGET d'une banque conservatrice ou d'un dépositaire central de titres. L'analyse conduite dans le présent encadré repose sur l'hypothèse que la liquidité issue des achats réalisés dans le cadre de l'APP est transférée au compte TARGET utilisé par la contrepartie. Il s'agit d'une hypothèse simplificatrice adoptée pour simuler la répartition de la liquidité résultant directement des achats.

¹¹ Ces contreparties incluent les succursales résidentes de la zone euro des groupes bancaires dont le siège social est situé hors zone euro. Par ailleurs, cinq pays n'appartenant pas à la zone euro participent actuellement à TARGET : la Bulgarie, le Danemark, la Croatie, la Pologne et la Roumanie.

¹² Les banques ayant des succursales dans l'Espace économique européen, mais hors zone euro, peuvent également détenir un compte auprès d'une BCN de l'Eurosystème en tant que participant direct à TARGET.

¹³ Pour une discussion plus détaillée sur le thème des banques hors zone euro ayant des comptes auprès de BCN de l'Eurosystème, cf. « *The impact of Eurosystem securities purchases on the TARGET2 balances* », *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, mars 2016. Les localisations retenues pour la participation à TARGET par les banques hors zone euro reflètent généralement des relations historiques avec des succursales ou des banques correspondantes de la zone euro, et sont demeurées en grande partie inchangées depuis que le système de paiement TARGET2 a été créé en 2007-2008.

¹⁴ La BCE acquiert également des titres dans le cadre de l'APP, ce qui fait l'objet d'une comptabilisation sous la forme de flux de la BCE vers les BCN des vendeurs. Ainsi, la dette de la BCE dans TARGET a augmenté depuis le lancement de l'APP.

Une très grande majorité des achats réalisés dans le cadre de l'APP font intervenir des contreparties établies dans un pays différent de la banque centrale qui se porte acquéreur. En termes de volumes, 80 % environ de l'ensemble des achats réalisés au titre de l'APP ont fait intervenir des contreparties non domestiques ¹⁵. En outre, 50 % environ des achats dans le cadre de l'APP ont fait intervenir des vendeurs résidant à l'extérieur de la zone euro. Ces opérations ont donné lieu à d'importants flux transfrontières de monnaie banque centrale, affectant les soldes TARGET nationaux et entraînant des entrées structurelles de monnaie banque centrale dans les pays accueillant un grand nombre de contreparties non résidentes (comme l'Allemagne).

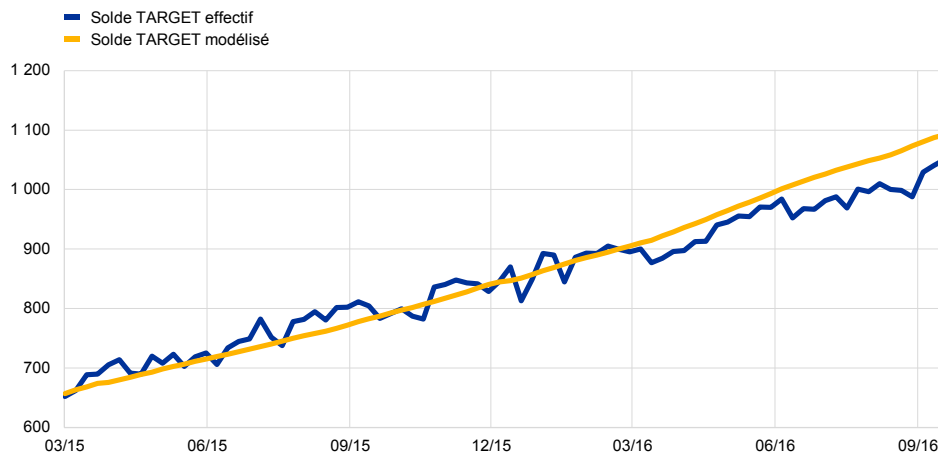
L'analyse des données relatives aux différentes transactions réalisées dans le cadre de l'APP indique que la tendance haussière observée sur les soldes TARGET reflète en grande partie les flux de liquidité transfrontières résultant du règlement des achats au titre de l'APP. Le graphique B montre l'évolution du solde TARGET global depuis le lancement du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) en mars 2015, qui a entraîné une hausse importante du montant de liquidité injectée *via* l'APP. Il fait également apparaître un solde modélisé, montrant comment le solde TARGET global aurait évolué si les seuls paiements transfrontières dans le système étaient les flux de liquidité des banques centrales à destination des comptes TARGET des contreparties résultant des achats au titre de l'APP. Le solde TARGET global a augmenté parallèlement au solde modélisé. Même si les flux ultérieurs de liquidité intervenant dans le cadre de l'APP peuvent encore affecter les soldes TARGET, la première série de flux de liquidité a fourni une bonne approximation à ce jour de l'incidence de l'APP sur le solde TARGET global. Une analyse des flux de liquidité ultérieurs dépasse l'objet du présent encadré.

¹⁵ Dans ce contexte, « non domestique » se rapporte à une contrepartie établie dans un pays qui est différent de celui de la BCN qui se porte acquéreur. Sous cette rubrique figurent les contreparties établies dans d'autres pays de la zone euro.

Graphique B

Solde TARGET global depuis le lancement du PSPP et solde modélisé

(en milliards d'euros ; données hebdomadaires)



Sources : BCE, TARGET2 et calculs des services de la BCE.

Notes : Le solde TARGET modélisé se calcule à partir des données relatives aux transactions au titre de l'APP et d'informations sur la localisation des comptes TARGET des contreparties à l'APP. Le solde modélisé montre comment le solde TARGET global aurait évolué depuis mars 2015 si les seuls paiements transfrontières dans le système étaient les flux de liquidité des banques centrales à destination des comptes TARGET des contreparties résultant des achats au titre de l'APP.

Contrairement aux périodes précédentes d'accroissement des soldes

TARGET, les modifications des soldes TARGET immédiatement après les achats dans le cadre de l'APP sont une conséquence directe de la mise en œuvre des décisions de politique monétaire, plutôt que le symptôme d'une recrudescence des tensions sur les marchés financiers. Les soldes TARGET

ont progressé de mi-2007 à fin 2008 et de nouveau de mi-2011 à mi-2012.

L'accroissement des soldes TARGET au cours de ces périodes trouve son origine dans les tensions et la fragmentation sur les marchés qui ont résulté des crises financière et de la dette souveraine¹⁶. Les banques perdant leur accès au financement de marché, elles ont remplacé les sources privées de financement par la liquidité de banque centrale obtenue par leurs BCN *via* les opérations de pension¹⁷. Ces opérations de pension n'ont pas eu d'incidence immédiate sur les soldes TARGET, car elles étaient réglées au niveau national¹⁸, mais la redistribution de la liquidité qui lui a fait suite, intervenue sur fond de tensions et de fragmentation sur les marchés, a eu une incidence. La relation entre la mise en œuvre des décisions de politique monétaire et les soldes TARGET a donc été indirecte. Avec l'APP, toutefois, il existe un lien direct, les banques centrales initiant des paiements transfrontières afin de régler les titres achetés dans le cadre du programme. La tendance haussière des soldes TARGET qui en a résulté reflète en grande partie le

¹⁶ Pour de plus amples informations sur l'évolution des soldes TARGET et la mise en œuvre de la politique monétaire durant les différentes phases de la crise financière, cf. les remarques de Peter Praet lors du dîner célébrant les 20 ans de BNY Mellon (*BNYM 20th anniversary dinner*) à Bruxelles le 15 septembre 2016.

¹⁷ Pour une discussion plus détaillée sur ce thème, cf. l'article intitulé « Les soldes TARGET et les opérations de politique monétaire », *Bulletin mensuel*, BCE, mai 2013.

¹⁸ Lorsque des liquidités sont injectées *via* des pensions, la BCN comptabilise un engagement sous la forme d'une progression des comptes courants des banques commerciales et comptabilise une créance sous la forme d'opérations de prêt.

règlement de ces transactions transfrontières par les banques centrales et n'est donc pas révélatrice d'une recrudescence des tensions sur les marchés financiers.

Évolutions récentes des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro

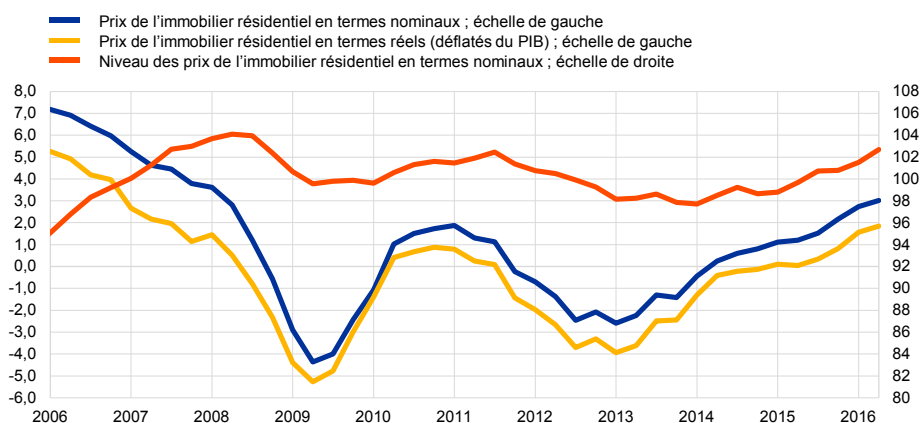
Le rebond des prix des logements dans la zone euro s'est poursuivi au premier semestre.

Selon l'indicateur agrégé des prix de l'immobilier résidentiel établi par la BCE, le taux de croissance annuel des prix des logements dans la zone euro est ressorti en hausse à 3,0 % au deuxième trimestre 2016, après 2,7 % au trimestre précédent et 2,2 % au dernier trimestre 2015¹⁹. Cette évolution témoigne de la poursuite du redressement amorcé début 2014, après le point bas enregistré par l'indice des prix des logements (cf. graphique A). Les taux de croissance annuels sont à présent revenus à la moyenne de long terme²⁰. Mesurée en termes réels, la croissance annuelle des prix des logements a en fait dépassé les moyennes de long terme (les prix des logements sont ici corrigés par le déflateur du PIB, utilisé comme mesure de l'inflation sous-jacente).

Graphique A

Prix de l'immobilier résidentiel en termes nominaux et réels dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



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

Note : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2016.

Les évolutions des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro restent hétérogènes d'un pays à l'autre, mais les différences se réduisent. La

dispersion a diminué avec le temps, traduisant la dissipation des ajustements et des corrections des marchés de l'immobilier résidentiel dans plusieurs pays après la crise financière de 2007–2008. Cette réduction de la dispersion ne reflète pas uniquement le fait que les pays ayant enregistré des taux de croissance extrêmement élevés ou extrêmement faibles sont moins nombreux qu'auparavant,

¹⁹ Selon l'indice des prix des logements (IPL) publié par Eurostat en octobre, les prix des logements dans la zone euro ont augmenté de 2,9 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2016, soit un léger ralentissement par rapport au taux de 3,1 % du premier trimestre. Même si l'IPL d'Eurostat est globalement comparable avec l'indice des prix de l'immobilier résidentiel établi par la BCE, l'IPL se réfère à des indicateurs nationaux différents pour certains pays de la zone euro.

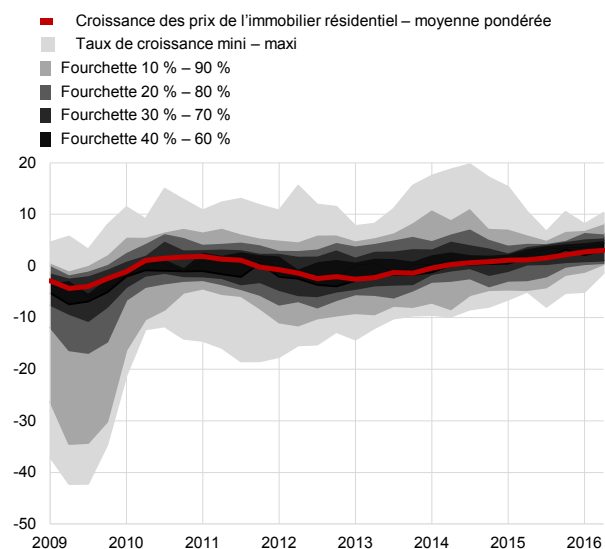
²⁰ Cette moyenne est calculée sur la période débutant en 1999.

mais aussi que le corps de la distribution des taux de croissance des prix de l'immobilier résidentiel est plus concentré (cf. graphique B). Le rebond des prix des logements dans les différents pays est intervenu à différents niveaux de taux de croissance selon les pays. Abstraction faite de la volatilité à court terme de la croissance des prix des logements, les pays se situant dans la partie supérieure du spectre des taux de croissance annuels moyens des prix des logements en termes nominaux depuis début 2014 sont l'Allemagne, l'Estonie, l'Irlande, le Luxembourg, l'Autriche et le Portugal (cf. graphique C). Globalement, la reprise est actuellement soutenue par une forte croissance, tant dans les pays n'ayant pas connu d'effondrement du marché du logement à la suite de la crise financière (comme l'Allemagne et l'Autriche) que dans les pays ayant effectivement souffert d'une baisse très prononcée mais ayant enregistré dans le même temps des corrections qui facilitent la poursuite de la reprise (comme l'Irlande, l'Espagne, la Lettonie et la Lituanie). En Grèce, en Italie et à Chypre, en revanche, la croissance moyenne est restée négative même après 2014.

Graphique B

Dispersion dans le temps entre pays de la zone euro des taux de croissance des prix de l'immobilier résidentiel

(variations annuelles en pourcentage)



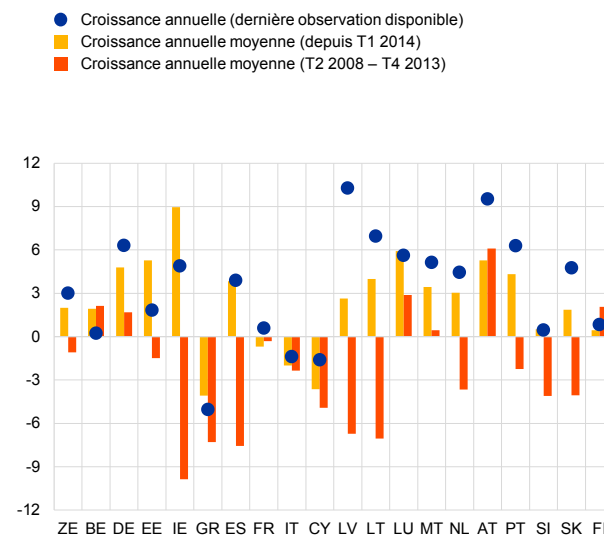
Source : Calculs de la BCE à partir de données nationales.

Note : Les zones grisées indiquent la fourchette des taux de croissance des prix des logements par pays pour un décile de croissance donné. Les déciles sont basés sur les taux de croissance des prix des logements du trimestre correspondant. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2016 pour l'ensemble des pays à l'exception de la Grèce, de Chypre et de la Lituanie, pour lesquels elles se rapportent au premier trimestre 2016.

Graphique C

Taux de croissance des prix de l'immobilier résidentiel dans les différents pays de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



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

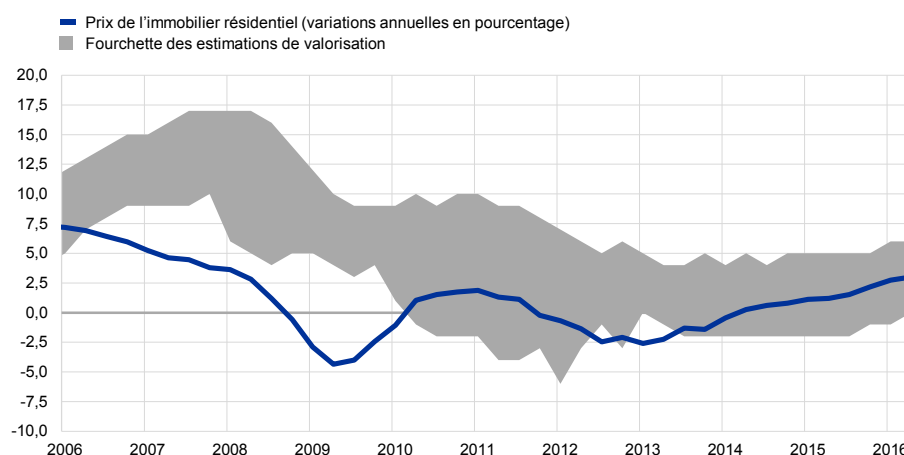
Note : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2016 pour l'ensemble des pays à l'exception de la Grèce, de Chypre et de la Lituanie, pour lesquels elles se rapportent au premier trimestre 2016. L'agrégat zone euro (ZE) est calculé à partir des pondérations du PIB.

La reprise actuelle ne dure que depuis un peu plus de deux ans et en est donc encore à un stade peu avancé. Au vu des données de longue période, la durée moyenne des principales reprises est proche de

neuf ans ²¹. Les reprises dans les cycles des prix des logements se sont souvent arrêtées lorsque les phases d'expansion ont évolué en véritables envolées caractérisées par des valorisations non soutenables. Les mesures de valorisation appliquées aux données agrégées de la zone euro indiquent que les prix sont actuellement globalement conformes aux fondamentaux et ne présentent aucun signe des excès observés en 2007, à la fin du précédent mouvement de fort redressement (cf. graphique D) ²². Toutefois, cette perspective agrégée n'exclut pas, à l'échelle d'un pays ou d'une région, des valorisations excessives et les vulnérabilités associées, notamment lorsque la dynamique des prix des logements est combinée à une forte croissance des prêts immobiliers et à un endettement élevé. Dans le contexte actuel marqué par des rendements faibles et la recherche de rendement qui y est associée, ces vulnérabilités doivent être surveillées attentivement ²³.

Graphique D Estimations de valorisation des prix de l'immobilier résidentiel

(variations annuelles en pourcentages ; fourchette des écarts en pourcentage par rapport aux valorisations pour les différentes estimations de valorisation)



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

Note : Les estimations reposent sur quatre méthodes de valorisation différentes : le ratio prix sur loyer, le ratio prix sur revenus, une approche par la valorisation des actifs et un modèle de demande inversé.

²¹ Ce calcul emploie une méthodologie standard pour détecter les points hauts et bas des prix de l'immobilier en termes réels. L'identification des points hauts et bas recourt à l'algorithme « BBQ » de Harding (D.) et Pagan (A.), « *Dissecting the cycle: a methodological investigation* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, n° 2, 2002, p. 365-381. Cf. également l'article intitulé « La position du cycle des prix des logements dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2015.

²² Les estimations de valorisation sont généralement entourées d'une incertitude considérable et présentent de grandes différences selon les approches. Pour plus de précision, cf. l'encadré intitulé « *Tools for detecting a possible misalignment of residential property prices from fundamentals* », *Financial Stability Review*, BCE, juin 2011, et l'encadré intitulé « *A model-based valuation metric for residential property markets* », *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2015.

²³ Cf. également *Financial Stability Review*, BCE, mai 2016.

ARTICLES

1 La transmission des variations de taux de change à l'inflation de la zone euro

Les variations de taux de change sont l'un des facteurs qui affectent l'inflation dans la zone euro. Le taux de change peut influencer l'inflation de la zone euro à la fois directement, via le prix des biens de consommation finale importés, et indirectement, via le prix des biens intermédiaires importés utilisés dans la production intérieure de la zone euro. Des études empiriques ont montré que les taux de change ont un effet plus marqué et plus immédiat sur les prix des importations que sur les prix au niveau du consommateur final. De plus, l'ampleur et la vitesse des effets de taux de change diffèrent selon les catégories de produits. L'environnement macroéconomique, les facteurs affectant les décisions en matière de fixation des prix au niveau des entreprises et les chocs à l'origine des fluctuations des taux de change déterminent la mesure dans laquelle les effets des taux de change s'exercent sur l'inflation. La littérature fait état d'un affaiblissement de la transmission des variations de taux de change dans la zone euro et dans d'autres économies avancées au fil du temps. Cette évolution peut être attribuée à plusieurs facteurs, notamment l'environnement de faible inflation qui a prévalu dans plusieurs pays au cours des vingt dernières années et la modification de la composition des importations.

Introduction

La mesure dans laquelle les variations du taux de change se transmettent aux prix des importations et, par la suite, aux prix au niveau du consommateur final, est communément appelée « transmission des variations de taux de change ». Du point de vue de la politique monétaire, il est important de comprendre le rôle des taux de change dans la détermination des résultats économiques. En particulier, l'évaluation du degré de transmission des variations de taux de change aux prix à l'importation ou aux prix intérieurs est essentielle pour suivre et prévoir l'inflation domestique.

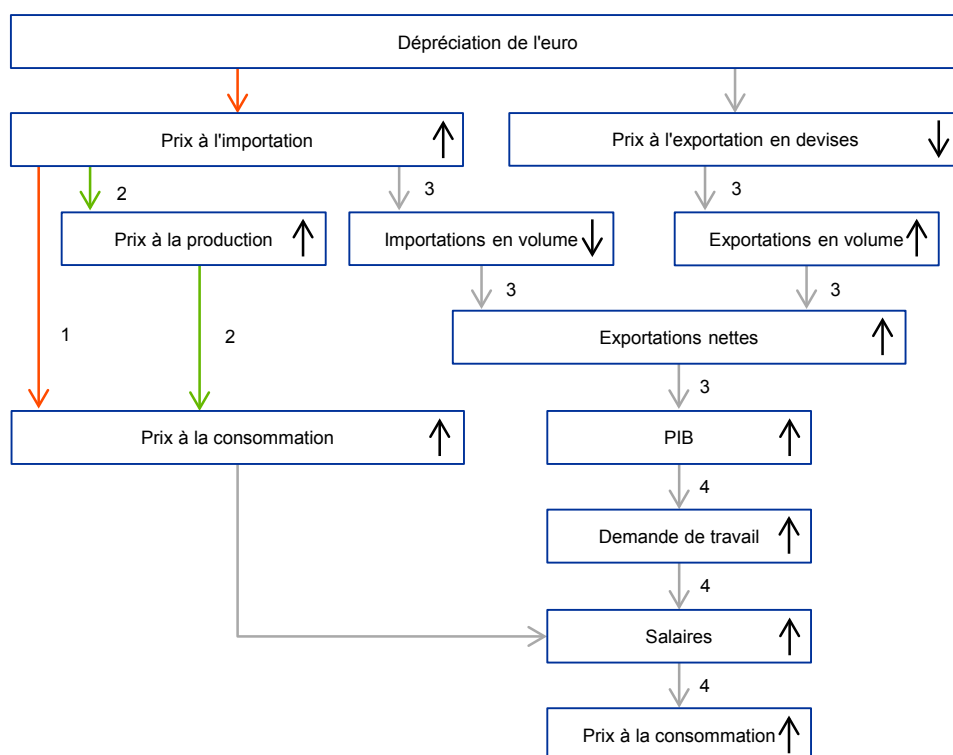
Les variations des taux de change se transmettent à l'inflation mesurée par l'IPCH via plusieurs canaux, tant directs qu'indirects. Les fluctuations du taux de change se transmettent directement aux prix à la consommation par le biais de leur incidence sur les prix à l'importation des biens de consommation finale. À la suite d'une dépréciation du taux de change, les biens de consommation finale importés deviennent plus chers (« premier niveau de transmission »), entraînant une hausse de l'IPCH global. La figure 1 présente une vue d'ensemble des effets directs et indirects d'une dépréciation du taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro. Le canal direct est représenté par la flèche numérotée « 1 » qui relie directement les prix à l'importation et les prix à la consommation et dépend des décisions en matière de fixation des prix des producteurs étrangers exportant vers la zone euro.

Les effets indirects, qui peuvent prendre plus de temps pour se diffuser dans l'économie, s'exercent via les coûts de production et les canaux réels. La dépréciation de l'euro se traduit par des coûts de production plus élevés en raison du renchérissement des consommations intermédiaires importées et ceux-ci se répercutent aux différents stades de la production intérieure de biens intermédiaires et de biens finaux (« deuxième niveau de transmission »), avec un effet inflationniste sur les prix à la consommation intérieurs. Ce canal est représenté par les flèches numérotées « 2 », qui relient les prix à l'importation aux prix à la production puis aux prix à la consommation et dépend, entre autres, du comportement des entreprises nationales en matière de fixation des prix. Ces dernières peuvent répercuter la hausse des coûts résultant de la dépréciation de l'euro afin de maintenir les marges et les bénéfices inchangés, ou bien elles peuvent laisser les prix au même niveau et accepter une diminution des bénéfices, réduisant ainsi la transmission aux prix pour le consommateur final.

S'agissant des canaux réels, la dépréciation de l'euro fait baisser les prix des exportations de la zone euro libellés en devises et augmenter ceux des importations en euros. En conséquence, les exportations nettes augmentent et la croissance du PIB se renforce (comme l'indiquent les flèches numérotées « 3 »). L'accélération de la croissance du PIB en volume entraîne une augmentation de la demande de travail et des salaires, ce qui exerce des tensions à la hausse sur les prix à la consommation (comme indiqué par les flèches numérotées « 4 »). Ces effets indirects peuvent être renforcés par les anticipations d'une boucle positive d'augmentation future de la croissance et de l'inflation.

Figure 1

Aperçu schématique des effets directs et indirects d'une dépréciation du TCEN



Note : Les flèches reliant les rectangles indiquent un lien de causalité, tandis que celles à l'intérieur des rectangles correspondent à la direction dans laquelle la variable évolue.

La composition du panier de consommation est également pertinente pour comprendre comment les variations du taux de change affectent l'inflation mesurée par l'IPCH. L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est une moyenne pondérée d'un panier représentatif des biens et services consommés par les ménages dans la zone euro. Ce panier recouvre un large éventail de composantes, allant des produits alimentaires et de l'habillement aux services d'hébergement, qui intègrent différentes proportions de consommations intermédiaires importées dans leur structure de production²⁴. L'effet agrégé dépend de la composition du panier de consommation, qui peut varier au fil du temps.

La transmission des variations de taux de change dépend également du type de chocs qui déterminent les taux de change et l'inflation à chacun des moments considérés. La transmission des variations de taux de change s'entend généralement comme une corrélation entre les variations de taux de change et l'inflation, sans interprétation économique significative. Toutefois, d'un point de vue économique, la transmission est liée à la nature des chocs déterminant le taux de change et les prix, dans la mesure où il s'agit d'un des facteurs affectant la manière dont les entreprises réagissent et ajustent leurs prix.

²⁴ Une [vue d'ensemble](#) des catégories de produits figurant dans le panier de l'IPCH est disponible sur le site internet de la BCE.

L'article est structuré comme suit : la section suivante illustre la réactivité des différents prix aux variations du taux de change et décrit comment la succession d'appréciations et de dépréciations complique fortement la dynamique de la relation taux de change/prix. La troisième section analyse les déterminants de la transmission des variations de taux de change dans la littérature théorique et leur pertinence empirique pour la zone euro. La quatrième section présente des estimations de la transmission aux prix à l'importation et à la consommation dans la zone euro ressortant de différentes études et analyse l'importance d'examiner les chocs macroéconomiques sous-jacents lors de l'évaluation des incidences du taux de change. La dernière section propose des éléments de conclusion.

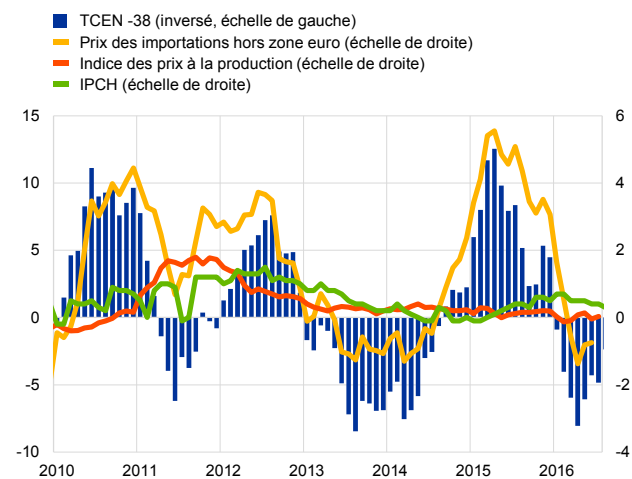
Fluctuations des taux de change et inflation tout au long de la chaîne des prix

Les variations du taux de change de l'euro vis-à-vis des devises de ses partenaires commerciaux se reflètent plus rapidement et de façon plus importante dans les évolutions de la hausse des prix à l'importation et moins dans celles des prix à la production et à la consommation. Le taux de change effectif nominal de l'euro vis-à-vis de ses 38 principaux partenaires commerciaux (TCEN-38) s'est déprécié de 4 % environ depuis le deuxième trimestre 2014 (c'est-à-dire lorsque la période de dépréciation a débuté). Cette dépréciation, résultat combiné d'une dépréciation initiale de 10 % (jusqu'à mi-2015) et d'une appréciation ultérieure moins importante, a exercé des tensions à la hausse significatives sur les prix à l'importation des biens de consommation hors énergie et produits alimentaires. Les prix de ces biens ont augmenté de près de 3,5 % sur la même période et ont affiché, ces dernières années, une forte corrélation instantanée avec le TCEN-38 (cf. graphique 1). Les récents mouvements du TCEN-38 ont également fait légèrement remonter l'inflation domestique. Les effets des évolutions du taux de change sur l'inflation devraient rester positifs pendant un certain temps encore, dans la mesure où il faut environ deux ans pour que les variations du taux de change se transmettent dans leur intégralité (cf. l'encadré 1 du présent article).

Graphique 1

Prix et taux de change dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, BCE et calculs des services de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à juin 2016 pour les prix à l'importation des biens de consommation hors produits alimentaires et énergie et à juillet 2016 pour le TCEN-38, les prix à la production et l'IPCH relatif aux produits manufacturés hors énergie.

La forte corrélation entre les variations du taux de change de l'euro et la hausse des prix à l'importation reflète les effets directs des mouvements du taux de change, tandis que le lien plus ténu avec les prix à la production et l'IPCH reflète des effets indirects qui mettent du temps à se concrétiser, ainsi que des effets modérateurs tout au long de la chaîne des prix.

Après une modification du taux de change, la hausse des prix à la production devrait réagir davantage, et plus rapidement, que la hausse des prix à la consommation. Une dépréciation du taux de change affectera directement le prix des biens importés, intermédiaires comme finaux. Le renchérissement des biens de consommation finale importés exerce des pressions haussières directes sur l'IPCH (comme l'indique la flèche numérotée « 1 » dans la figure 1)²⁵. Toutefois, une part plus importante des biens importés est utilisée comme intrants par les producteurs de la zone euro plutôt que directement consommés. Les producteurs de

la zone euro combinent les intrants importés et les intrants domestiques pour livrer des biens de consommation intermédiaire et de consommation finale intérieurs (flèches numérotées « 2 »). Ils intègrent également une marge bénéficiaire dans le prix final des produits qu'ils vendent. Cet effet indirect sur l'IPCH *via* la production intérieure est plus long à se matérialiser que l'effet sur la hausse des prix à la production. Outre les fluctuations du taux de change, d'autres facteurs jouent un rôle important dans les évolutions de l'inflation domestique, comme par exemple le volume de capacités inutilisées dans l'économie.

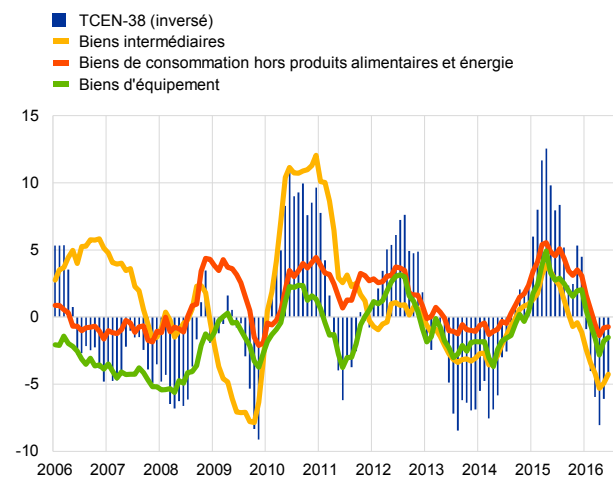
Des corrélations simples montrent que les prix à l'importation ont tendance à être plus volatils et plus étroitement liés aux variations du taux de change que les prix à la production (cf. graphiques 2 et 3). La corrélation entre les taux de croissance annuels du TCEN-38 et les prix à l'importation pour les différentes catégories de produits est relativement forte, ressortant entre 0,6 et 0,8 au cours des dix dernières années. S'agissant des indices des prix à la production intérieurs, la corrélation avec le taux de change est plus forte pour l'indice des prix à la production des biens intermédiaires et plus faible pour les biens d'équipement et les biens de consommation. Pour la période 1997-2006, la corrélation entre les taux de croissance annuels du TCEN-38 et les prix à la production des biens intermédiaires s'établit à 0,21, tandis qu'elle est pratiquement égale à zéro pour les biens de consommation et les biens d'équipement.

²⁵ L'effet direct est de faible ampleur, les biens importés utilisés directement pour la consommation représentant 15 % environ de l'IPCH global (5 % pour la composante produits manufacturés hors énergie et près de 10 % pour l'énergie).

Graphique 2

Prix à l'importation hors zone euro pour différentes catégories de biens

(variations annuelles en pourcentage)

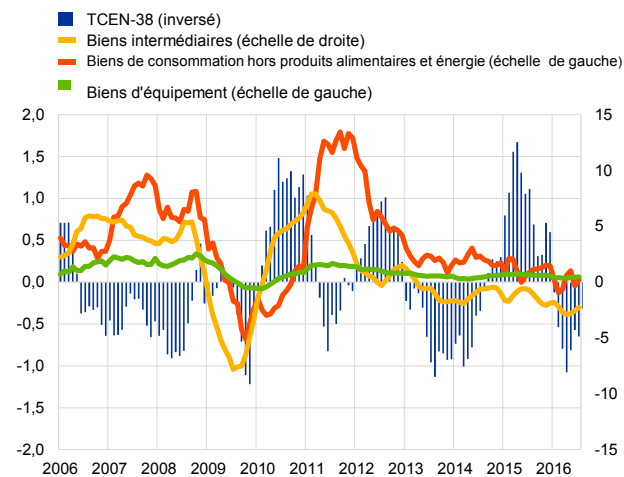


Sources : Eurostat, BCE et calculs des services de la BCE.
Note : La dernière observation se rapporte à juin 2016.

Graphique 3

Prix à la production intérieurs pour différentes catégories de biens

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, BCE et calculs des services de la BCE.
Note : La dernière observation se rapporte à juillet 2016.

La littérature empirique a montré que la relation observée entre le taux de change et les prix à la production dépend du secteur et des caractéristiques des produits. Les biens intermédiaires ont tendance à être plus homogènes, avec une demande plus élastique et une proportion plus importante de consommations intermédiaires importées que les biens d'équipement. Les produits homogènes peuvent être aisément remplacés s'ils deviennent relativement plus chers et ce renforcement implicite de la concurrence signifie qu'ils ont tendance à avoir le même prix sur les différents marchés. En conséquence, les variations du taux de change se reflètent de manière plus directe dans les prix en euros des biens intermédiaires. Dans le cas des biens d'équipement, on peut s'attendre à ce que les tensions sur le taux de change alimentant la hausse de l'indice des prix à la production soient négligeables, dans la mesure où leur coût ne se reflète pas immédiatement dans les prix fixés par les entreprises mais est amorti sur plusieurs périodes. Enfin, la transmission à l'indice des prix à la production des biens de consommation se situe entre celle observée pour les biens intermédiaires et celle observée pour les biens d'équipement. Les biens de consommation étant moins homogènes, par exemple en raison de l'importance des marques, leurs marchés ont tendance à être moins concurrentiels que ceux des biens intermédiaires. De plus, la transmission des variations de taux de change peut varier entre les sous-catégories des biens de consommation, les proportions d'intrants importés qu'elles contiennent étant différentes. Par exemple, la rubrique « Bijouterie et horlogerie » comprend une part plus importante d'intrants importés (l'or) dans la production que la rubrique « Journaux », qui dépend davantage des coûts de production intérieurs. Cela se

traduit par une transmission des variations de taux de change plus forte pour la première rubrique que pour la seconde ²⁶.

La longueur des délais de transmission d'une variation de taux de change à la hausse de l'IPCH via la chaîne des prix signifie qu'à chacun des moments considérés, l'effet net reflète une combinaison d'effets décalés résultant des mouvements antérieurs des taux de change. Par exemple, l'impact récent du taux de change sur l'inflation reflète la combinaison des effets stimulants résultant de la forte dépréciation de l'euro en 2014-2015 et des effets modérateurs exercés par l'appréciation récente, comme l'illustre l'encadré 1 du présent article. Ce chevauchement des effets suscités par les variations passées et présentes du taux de change rend difficile de quantifier la transmission à l'inflation mesurée par l'IPCH.

Encadré 1

Chevauchement des dynamiques des variations du taux de change euro/dollar entre 2010 et 2016 et incidences sur l'inflation mesurée par l'IPCH

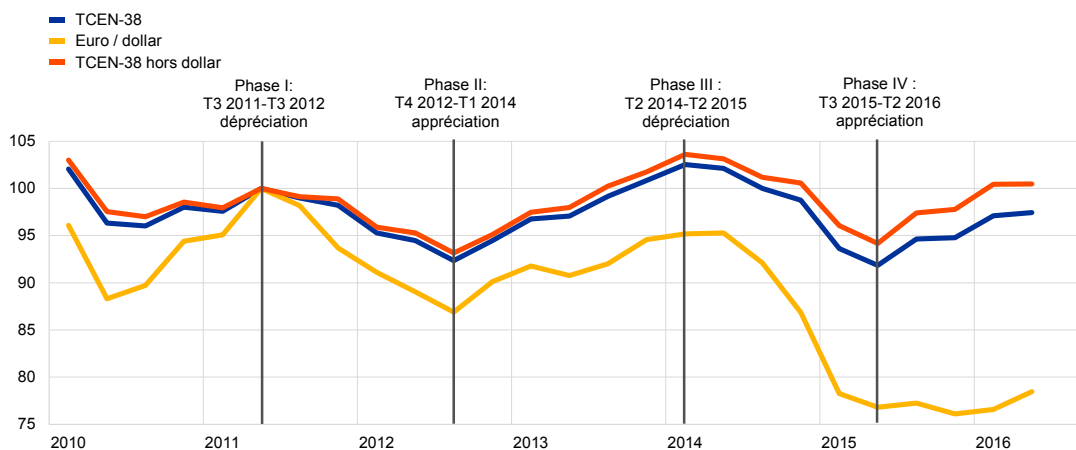
Étant donné les délais nécessaires à la transmission des variations de taux de change, des mouvements volatils de ces derniers génèrent des incidences haussières et baissières décalées qui se chevauchent. Cet encadré présente une estimation mécanique de l'impact de ce chevauchement des dynamiques sur l'inflation, en se fondant sur les évolutions du taux de change euro/dollar au cours des six dernières années. En analysant les moyennes trimestrielles depuis 2011, il est possible d'identifier clairement quatre phases d'appréciation et de dépréciation du taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro, qui ont été principalement déterminées par le dollar (cf. graphique A). Comparé à d'autres devises, le taux de change euro/dollar est particulièrement pertinent pour l'inflation de la zone euro, car les prix des matières premières sont libellés en dollars. En conséquence, des fluctuations importantes du taux de change entre ces deux devises affectent directement l'inflation totale via les importations d'énergie et d'autres matières premières. Cet encadré s'attache par conséquent aux effets cumulés des vagues successives d'appréciation et de dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar.

²⁶ Pour plus de détails, cf. la partie intitulée *Les déterminants de la transmission des variations de taux de change*.

Graphique A

TCEN-38 et variations du taux de change euro/dollar

(indice : T2 2011 = 100)



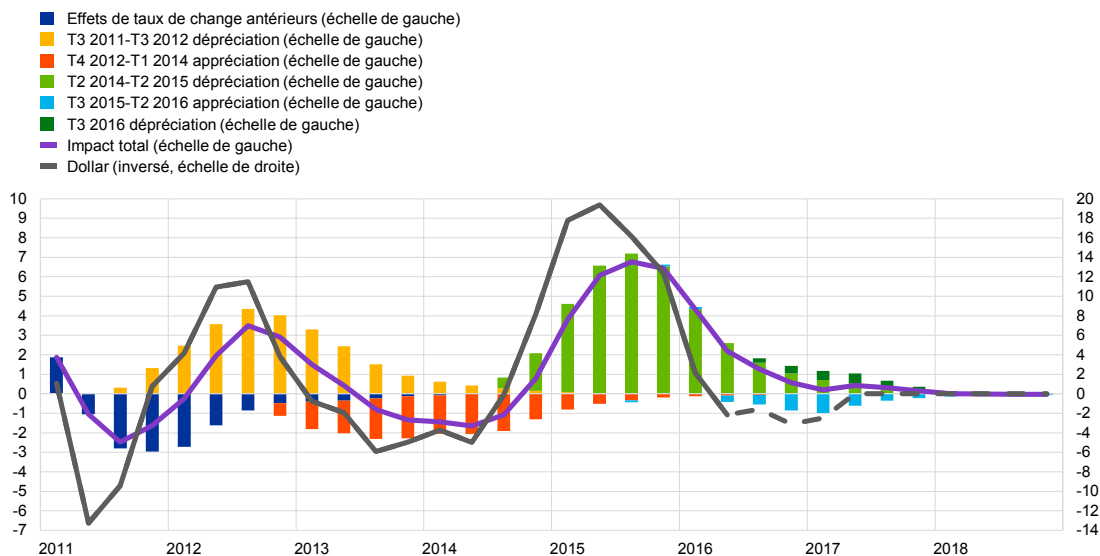
Sources : BCE et calculs des services de la BCE.

De mi-2011 au troisième trimestre 2012, l'euro s'est déprécié de 13 % environ vis-à-vis du dollar et de quelque 7,6 % en termes effectifs nominaux vis-à-vis des devises des 38 partenaires commerciaux (TCEN-38). Par la suite, entre fin 2012 et le premier trimestre 2014, l'euro s'est apprécié de 9,5 % vis-à-vis du dollar (11 % pour le TCEN-38). Après avoir atteint un pic entre le deuxième trimestre 2014 et mi-2015, il s'est déprécié de 19 % vis-à-vis du dollar (- 10,4 % pour le TCEN-38). Cette baisse s'est résorbée en partie entre mi-2015 et mi-2016, l'euro s'étant de nouveau apprécié de quelque 2 % vis-à-vis du dollar et même encore plus fortement, de 6 %, en termes effectifs. En conséquence, le taux de change euro/dollar, dont la part dans le TCEN-38 s'élève à 12 % environ, a contribué presque entièrement à la baisse du TCEN-38 observée, jusqu'à présent, au troisième trimestre 2016 par rapport à cinq ans auparavant.

Graphique B

Transmission des variations du taux de change du dollar aux prix à l'importation

(en points de pourcentage)



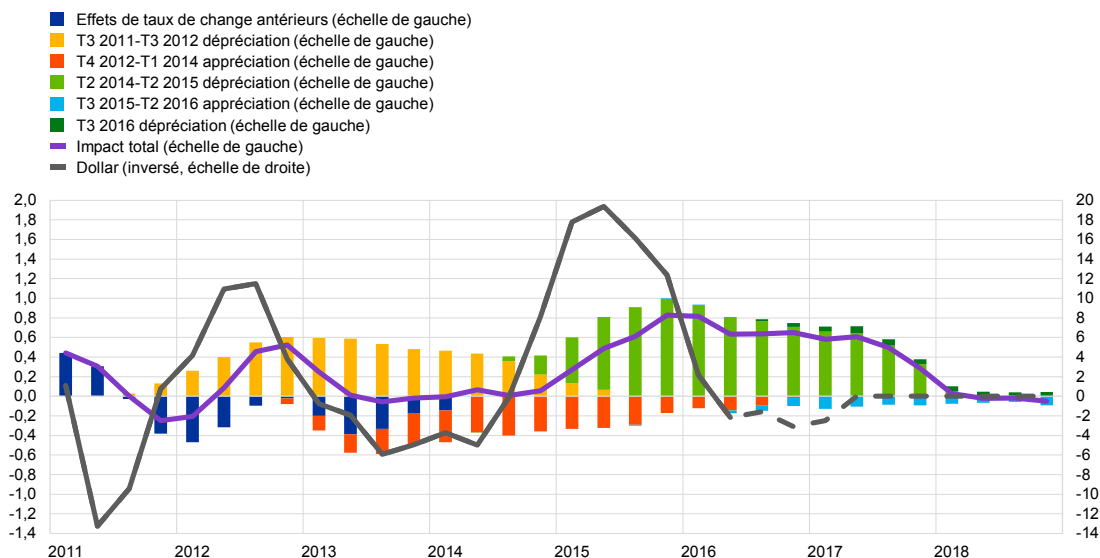
Sources : Eurostat, BCE et calculs des services de la BCE.

Notes : Les calculs sont fondés sur une version actualisée du modèle présenté dans le *Working Paper* n° 243 de la BCE. La dernière observation pour le dollar au troisième trimestre 2016 se rapporte au 28 août. Le dollar est supposé demeurer au niveau enregistré au troisième trimestre 2016 jusqu'en 2018.

Graphique C

Transmission des variations du taux de change du dollar à l'inflation mesurée par l'IPCH

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, BCE et calculs des services de la BCE.

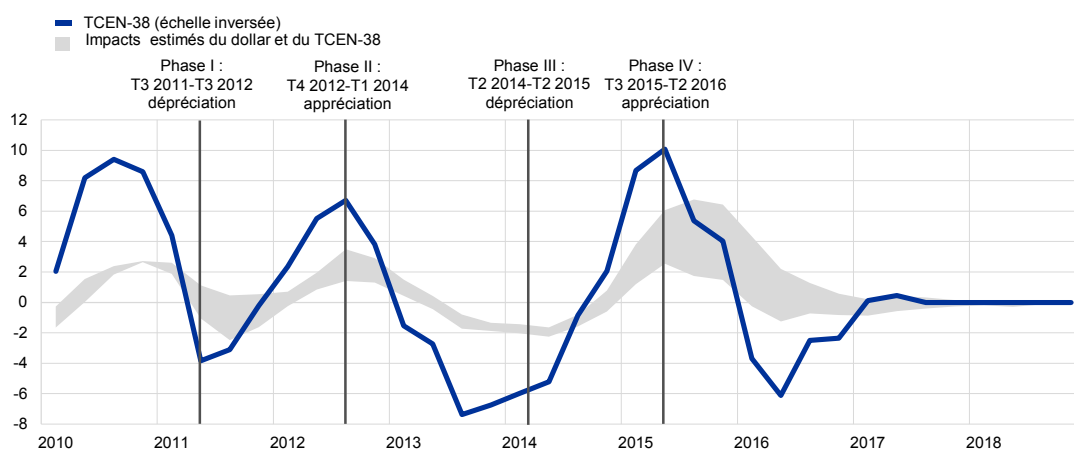
Notes : Les calculs sont fondés sur une version actualisée du modèle présenté dans le *Working Paper* n° 243 de la BCE. La dernière observation pour le dollar au troisième trimestre 2016 se rapporte au 28 août. Le dollar est supposé demeurer au niveau enregistré au troisième trimestre 2016 jusqu'en 2018.

Les effets combinés des variations successives du taux de change entre l'euro et le dollar peuvent être estimés à partir des résultats du modèle présenté dans Hahn ²⁷, modifiés en remplaçant le TCEN par le taux de change euro/dollar. L'inflation mesurée par l'IPCH continue d'être influencée positivement par la forte dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar qui a débuté en 2014. Selon ce calcul mécanique, la contribution du taux de change euro/dollar à l'inflation totale a atteint un premier pic à 0,5 point de pourcentage au dernier trimestre 2012, en raison de la première phase de dépréciation précédemment mentionnée. La phase d'appréciation qui a suivi a eu un impact globalement neutre en 2013 et 2014, qui a été contrebalancé en 2015 et 2016 par la dépréciation de 19 % intervenue entre le second semestre 2014 et le premier semestre 2015. L'effet décalé de cette phase de dépréciation devrait également affecter l'inflation positivement en 2017. Avec la dissipation de l'effet de la dépréciation antérieure, si le taux de change euro/dollar demeure stable au niveau enregistré jusqu'à présent pour le troisième trimestre 2016, il devrait cesser de soutenir l'inflation début 2018.

Graphique D

Transmission des variations de taux de change aux prix à l'importation de la zone euro

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, BCE et calculs des services de la BCE.

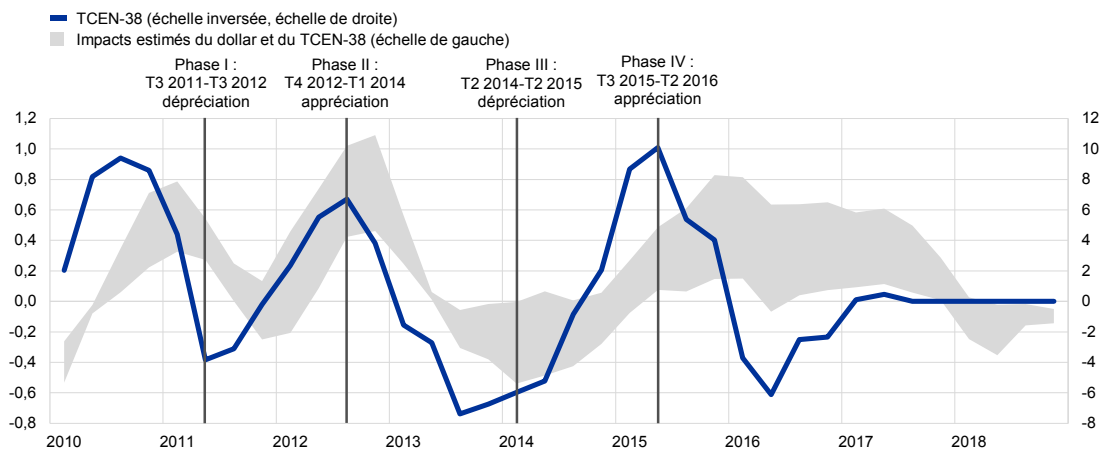
L'effet final des variations de taux de change sur les prix à l'importation et l'inflation mesurée par l'IPCH dépend à la fois de l'indice de taux de change et du modèle qui sont utilisés. Comme le montrent les graphiques D et E, il existe un large éventail d'estimations de la transmission des variations de taux de change aux prix à l'importation et à l'inflation de la zone euro en fonction des différents modèles, ce qui dénote un certain degré d'incertitude lors de la détermination d'un chiffre exact pour cette estimation.

²⁷ Hahn (E.), « *Pass-through of external shocks to euro area inflation* », *Working Paper Series*, n° 243, BCE, juillet 2003.

Graphique E

Transmission des variations de taux de change à l'IPCH de la zone euro

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, BCE et calculs des services de la BCE.

Les déterminants de la transmission des variations de taux de change

Plusieurs raisons expliquent le fait que la transmission des variations de taux de change est incomplète, c'est-à-dire moins que proportionnelle, au niveau des prix des importations et, dans une moindre mesure, au niveau des prix à la consommation. Certaines de ces raisons tiennent à la structure microéconomique et au comportement des entreprises, tandis que d'autres concernent l'environnement macroéconomique. Les décisions des entreprises exportatrices en matière de fixation des prix de leurs exportations vers la zone euro sont influencées par des conditions structurelles, telles que la devise de facturation, le degré de concurrence sur le marché de la zone euro et les coûts résultant des changements de prix. Les facteurs macroéconomiques recouvrent des modifications du degré d'ouverture, de la structure des importations et de la persistance attendue de la variation du taux de change. Certaines causes de la transmission incomplète des variations de taux de change se situent au stade des prix à l'importation ; d'autres peuvent être imputables au comportement des entreprises aux stades successifs de la chaîne des prix.

Au stade des prix à l'importation, la transmission des variations de taux de change est liée au degré de concurrence entre les secteurs. Après une dépréciation de l'euro, les produits étrangers deviennent mécaniquement relativement plus chers en euros. La facturation dans la devise du pays producteur correspond à une transmission intégrale des variations de taux de change aux prix à l'importation en euros. Sur un marché concurrentiel, où les producteurs nationaux et étrangers sont en nombre relativement élevé, les entreprises étrangères ont tendance à perdre des parts de marché dans la zone euro après une dépréciation de l'euro ; pour conserver ces parts, ils doivent maintenir leurs prix en euros aussi stables que possible, et donc réduire leurs marges. Pour cela ils peuvent aller jusqu'à facturer leurs produits en monnaie locale, la transmission des variations de

taux de change aux prix à l'importation de la zone euro étant alors nulle. Sur un marché où la concurrence est faible, les entreprises qui exportent vers la zone euro peuvent plus facilement ajuster leurs prix en euros et néanmoins conserver leur part de marché. En effet, la littérature théorique a montré que la mesure dans laquelle les entreprises peuvent ajuster leurs marges en réaction à une variation du taux de change dépend a) de leur capacité à imposer leurs prix, qui est elle-même fonction de la facilité avec laquelle leur produit peut être remplacé par d'autres produits similaires et b) du degré de concentration du marché, à savoir le nombre d'entreprises présentes dans le secteur²⁸. En conséquence, plus la capacité de substitution entre les produits nationaux et les produits importés est grande et plus le nombre de producteurs fournissant le marché de la zone euro est élevé, plus la transmission des variations de taux de change aux prix à l'importation en euros est faible. De plus, les décisions en matière de tarification des exportateurs vers la zone euro peuvent interagir avec les marges de distribution fixées par les distributeurs locaux de la zone euro dans la chaîne d'approvisionnement. Indépendamment du degré de sensibilité aux taux de change des prix à l'importation de la zone euro, si les distributeurs locaux absorbent les variations du taux de change dans leurs propres marges, la transmission sera moins forte sur les prix à la consommation que sur ceux à la frontière²⁹.

Les recherches empiriques pour la zone euro ont confirmé la diversité des impacts sur les prix au niveau du secteur manufacturier. Les différences dans la transmission des variations de taux de change peuvent s'expliquer par la structure des importations, comme expliqué dans l'encadré 2 du présent article. Osbat et Wagner³⁰ font état d'une transmission très hétérogène des variations de taux de change entre les secteurs manufacturiers, qui peut s'expliquer par des variables sectorielles telles que la pénétration des importations et la concentration des entreprises. Campa et Goldberg³¹ montrent que la transmission aux prix à l'importation est plus forte dans le secteur de l'énergie et plus faible dans le secteur manufacturier dans plusieurs pays de la zone euro et aux États-Unis. Campa et al.³² avancent également que les exportateurs opèrent dans une plus large mesure une discrimination par les prix entre les marchés des produits manufacturés qu'entre les marchés de matières premières. De même, Hahn³³ indique qu'entre les sous-secteurs de l'industrie (hors construction), la transmission des variations de

²⁸ Cf. Dornbusch (R.), « *Exchange rates and prices* », *The American Economic Review*, vol. 77, n° 1, mars 1987, p. 93-106.

²⁹ Cf. Burstein (A.T.) et Gopinath (G.), « *International prices and exchange rates* », *NBER Working Paper Series*, n° 18829, février 2013 ; Burstein (A.T.), Neves (J.C.) et Rebelo (S.), « *Distribution costs and real exchange rate dynamics during exchange-rate-based stabilizations* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 50, Issue 6, septembre 2003, p. 1189-1214 ; et Campa (J.M.) et Goldberg (L.S.), « *Distribution margins, imported inputs, and the sensitivity of the CPI to exchange rates* », *NBER Working Paper Series*, n° 12121, mars 2006.

³⁰ Cf. Osbat (C.) et Wagner (M.), « *Sectoral exchange rate pass-through in the euro area* », BCE, 2006.

³¹ Cf. Campa (J.M.) et Goldberg (L.S.), « *Pass-through of exchange rates to consumption prices: what has changed and why?* », dans Ito (T.) et Rose (A.K.) (eds.), « *International Financial Issues in the Pacific Rim: Global Imbalances, Financial Liberalization, and Exchange Rate Policy* », University of Chicago Press, Chicago, 2008, p. 139-176.

³² Cf. Campa (J.M.), Goldberg (L.S.) et González-Mínguez (J.M.), « *Exchange-rate pass-through to import prices in the euro area* », *NBER Working Paper Series*, n° 11632, septembre 2005.

³³ Hahn (E.), « *The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area* », *Working Paper Series* n° 796, BCE, août 2007.

taux de change est plus forte pour la distribution d'électricité, de gaz et d'eau ainsi que dans le secteur de l'énergie. La transmission la plus faible est constatée pour les biens d'équipement. Comme mentionné dans la section précédente, cela tient aux caractéristiques des produits : les produits énergétiques sont plus homogènes, induisant un degré de concurrence plus élevé, et leur prix est fixé sur les marchés internationaux. En revanche, les biens d'équipement sont moins homogènes et moins substituables, ce qui entraîne une diminution de la concurrence ; leur prix est donc déterminé plus localement.

La devise de facturation des importations de biens et services détermine également l'ampleur et la vitesse de la transmission des variations de taux de change et peut dépendre de nombreux facteurs structurels. Les producteurs étrangers qui exportent vers la zone euro peuvent vendre leurs produits en facturant un seul prix commun pour l'ensemble des clients dans leur propre devise. Dans ce scénario, les fluctuations du taux de change se répercutent directement sur les prix à l'importation de la zone euro et la transmission est complète. Si, au contraire, les producteurs étrangers facturent un prix différent pour chaque marché à l'exportation, l'effet du taux de change sur les prix à l'importation en euros peut être incomplet. La décision de fixer le prix des importations dans la devise du producteur ou en monnaie locale dépend essentiellement de la situation de la concurrence locale ³⁴. Elle peut également dépendre de l'existence de complémentarités stratégiques, les exportateurs ayant tendance à choisir la devise du pays qui domine leur secteur ou celle utilisée par leurs principaux concurrents ³⁵. Parallèlement, les prix des biens plus homogènes sont exprimés en dollars ³⁶.

Le rôle de l'euro comme devise de facturation s'est accru depuis le début du XXI^e siècle. L'introduction de l'euro a eu pour résultat une augmentation de la part des importations de la zone euro libellées en euros ; par conséquent, les producteurs étrangers exportant vers la zone euro ont utilisé plus activement l'euro (monnaie locale) dans leurs transactions avec les importateurs de la zone. Le résultat attendu serait une transmission plus faible des variations de taux de change aux prix intérieurs de la zone euro ³⁷. De fait, en 2013, 52 % des importations de biens hors zone euro étaient réglés en euros, contre 49 % en 2006 ; pour les importations de services hors zone euro, les chiffres s'établissaient à 62 % et 54 %, respectivement.

³⁴ Cf. Bacchetta (P.) et van Wincoop (E.), « *A theory of the currency denomination of international trade* », *Journal of International Economics*, vol. 67, Issue 2, décembre 2005, p. 295-319. Les auteurs accordent un rôle important à l'élasticité-prix de la demande.

³⁵ Cf. Goldberg (L.S.) et Tille (C.), « *Vehicle currency use in international trade* », *Journal of International Economics*, vol. 76, Issue 2, décembre 2008, p. 177-192 ; Goldberg (L.S.) et Tille (C.), « *Micro, macro, and strategic forces in international trade invoicing* », *NBER Working Paper Series*, n° 15470, novembre 2009 ; Bacchetta (P.) et van Wincoop (E.), op. cit. ; Gopinath (G.), Itskhoki (O.) et Rigobon (R.), « *Currency choice and exchange rate pass-through* », *American Economic Review*, vol. 100, n° 1, mars 2010, p. 304-336 ; Devereux (M.B.), Engel (C.) et Storgaard (P.E.), « *Endogenous exchange rate pass-through when nominal prices are set in advance* », *Journal of International Economics*, vol. 63, Issue 2, juillet 2004, p. 263-291.

³⁶ Cf. Goldberg (L.S.) et Tille (C.), « *Vehicle currency use in international trade* », op. cit.

³⁷ Des éléments étayant cette hypothèse sont fournis par Campa (J.M.), Goldberg (L.S.) et González Mínguez (J.M.), op. cit. Toutefois, des forces pourraient également s'exercer en sens inverse : la part des importations de la zone euro en pourcentage du PIB s'est très fortement accrue depuis 1970, ce qui pourrait avoir entraîné un renforcement de la transmission des variations de taux de change au fil du temps en raison de la part plus importante des importations dans la consommation.

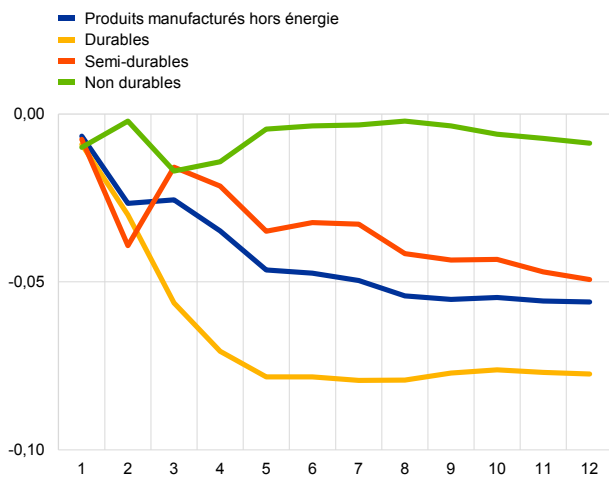
respectivement ³⁸. Les résultats présentés dans l'encadré 2 confirment la conclusion selon laquelle les États membres dont la part des importations en provenance des pays hors zone euro facturées en euros est plus élevée présentent un degré plus faible de transmission des variations de taux de change.

La mesure dans laquelle les entreprises se couvrent contre les fluctuations des taux de change détermine également le degré de transmission de ces variations aux prix des importations. Il y a deux manières de se protéger des fluctuations des taux de change : l'une intervient naturellement *via* une intégration accrue des entreprises dans les chaînes de valeur mondiales et l'utilisation croissante d'intrants importés en provenance de divers pays ³⁹ ; l'autre est une stratégie spécifiquement financière. Les entreprises plus importantes ayant accès aux opérations de couverture sont davantage susceptibles de facturer dans la devise de l'importateur et de répercuter dans une moindre mesure les variations de taux de change ⁴⁰.

Graphique 4

Impact d'une appréciation de 1 % du TCEN sur les produits manufacturés hors énergie et leurs sous-composantes

(écart par rapport au niveau de référence, en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Note : Les estimations sont fondées sur une version du modèle VAR modifiée par Hahn (cf. note de bas de page n° 4).

S'agissant du dernier stade de la chaîne des prix, à savoir les prix à la consommation, la transmission des variations de taux de change a tendance à être plus forte pour les biens durables et plus faible pour les biens non durables. L'impact d'une variation du taux de change sur la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie se transmet, dans une large mesure, *via* les prix des produits manufacturés hors énergie durables (cf. graphique 4) ⁴¹. En réaction à une appréciation de 1 % du TCEN, on estime que la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie durables diminue de 0,08 point de pourcentage environ. Cette transmission est relativement rapide, avec un plein effet attendu au bout d'un an environ. Les prix des produits manufacturés hors énergie semi-durables sont également affectés, mais ces effets ne sont significatifs qu'à court terme. Les estimations en points de pourcentage font apparaître une réaction moins importante pour les prix des produits manufacturés hors énergie semi-durables que pour ceux des produits durables, avec une transmission plus prolongée. On

estime que les prix des produits manufacturés hors énergie semi-durables baissent de 0,05 point de pourcentage à la suite d'une appréciation de 1 %, l'effet ne se

³⁸ Cf. *The international role of the euro*, BCE, juillet 2014.

³⁹ Cf. di Mauro (F.) et Ronchi (M.), « *Assessing European competitiveness: the contribution of CompNet research* », BCE, juin 2015.

⁴⁰ Martin (J.) et Mejean (I.), « *Invoicing currency, firm size, and hedging* », *CEPII Working Paper*, n° 2012-28, 2012.

⁴¹ Le modèle vectoriel autorégressif (VAR) appliqué est une version plus réduite et ajustée du modèle VAR de la chaîne des prix appliqué dans Hahn (E.), « *Pass-through of external shocks to euro area inflation* », op. cit. Le modèle est estimé à son tour pour les différentes variables d'intérêt relatives aux prix, à savoir l'ensemble des produits manufacturés hors énergie et ses sous-composantes, en se fondant sur les données trimestrielles pour la période 2001-2015.

faisant pleinement sentir qu'au bout de trois ans environ. Les prix des produits manufacturés hors énergie non durables, en revanche, semblent ne presque pas réagir à un choc sur le taux de change (0,01 point de pourcentage environ). Pour les prix des produits manufacturés hors énergie semi-durables, la transmission des variations de taux de change est significative seulement à court terme ; pour les biens non durables, elle est négligeable.

Des facteurs macroéconomiques plus larges, tels que le degré d'ouverture, influencent l'impact exercé par les taux de change sur les prix à la consommation. Plus une économie ou un secteur sont ouverts, plus le degré de transmission des variations de taux de change est élevé. Les intrants étrangers importés doivent être combinés avec les intrants domestiques pour produire les biens de consommation finale intérieurs. Quand la proportion d'intrants ou de produits finaux importés est plus importante que celle des intrants et des produits finaux qui sont produits dans le pays, l'impact des variations de taux de change sur les prix intérieurs et dans les économies ouvertes est amplifié et les variations de taux de change ont tendance à se transmettre plus fortement et plus rapidement. Cette analyse est confortée par des éléments montrant que la transmission dans la zone euro est supérieure à celle observée aux États-Unis, la part des intrants importés dans les différents secteurs tendant à être plus élevée dans la zone euro⁴². Naturellement, cette part a tendance à être plus importante dans les petites économies de la zone euro telles que l'Autriche, l'Irlande et la Belgique, que dans les économies plus grandes, par exemple la France. Toutefois, l'analyse présentée dans l'encadré 2 accorde seulement un rôle mineur au degré d'ouverture pour expliquer les différences dans la transmission des variations de taux de change entre les pays de la zone euro.

Enfin, l'ampleur de la transmission des variations de taux de change est influencée par les rigidités des prix et par la perception de la persistance des chocs⁴³. Si l'ajustement des prix implique des coûts de menu, les importateurs et les exportateurs n'ont pas d'intérêt à modifier leurs prix en réponse à de faibles fluctuations des monnaies. Les entreprises qui estiment que le choc de taux de change sera éphémère n'ajusteront que partiellement leurs prix. Par conséquent, la perception d'une moindre persistance des chocs de taux de change peut avoir pour résultat une faible transmission. De fait, l'environnement de stabilité de l'inflation qui prévalait dans de nombreuses économies de la zone euro a réduit la persistance des chocs sur les prix et les taux de change, diminuant ainsi également la fréquence des modifications de prix et le degré de transmission des variations de taux de change⁴⁴. Cependant, de même que pour l'ouverture, l'analyse de régression présentée dans l'encadré 2 montre qu'une fois pris en compte de nombreux autres facteurs, le taux d'inflation explique seulement une faible part des différences

⁴² Cf. Campa (J.M.) et Goldberg (L.S.), « *Pass-through of exchange rates to consumption prices: what has changed and why?* », op. cit.

⁴³ Burstein (A.T.) et Gopinath (G.), op. cit.

⁴⁴ Taylor (J.B.), « *Low inflation, pass-through, and the pricing power of firms* », *European Economic Review*, vol. 44, Issue 7, juin 2000, p. 1389-1408.

constatées entre les pays de la zone euro s'agissant du degré de transmission des variations de taux de change.

Encadré 2

La facturation en devises et la transmission des variations de taux de change

Le présent encadré examine le rôle de la facturation en devises dans la transmission des variations de taux de change⁴⁵. D'après de récentes études empiriques s'appuyant sur des données microéconomiques (c'est-à-dire au niveau des biens), la transmission des évolutions du taux de change aux prix à l'importation diffère considérablement selon la devise choisie pour la facturation des importations, et cette transmission est plus faible lorsque la part de facturation des importations en monnaie locale est plus importante⁴⁶. En transposant cette constatation au niveau macroéconomique, le présent encadré établit un lien entre les différences dans les degrés de transmission à long terme du taux de change propres à chaque économie de la zone euro, et l'utilisation relative de l'euro comme monnaie de facturation.

Les degrés estimés de transmission des évolutions du taux de change varient fortement d'une économie de la zone euro à l'autre⁴⁷. D'après les estimations de la transmission des variations de taux de change établies à partir d'un modèle de régression log-linéaire classique, une appréciation de 1 % du taux de change effectif nominal de l'euro pour l'ensemble de la zone a entraîné, en moyenne, une baisse de 0,51 % des prix à l'importation au niveau agrégé. Toutefois, cette conclusion masque une forte hétérogénéité entre les économies de la zone euro en matière de transmission des variations de taux de change. En effet, selon les estimations, la transmission à long terme des évolutions du taux de change varie de 0,29 % en Autriche à 0,75 % en Irlande.

Les déterminants classiques de la transmission des variations de taux de change expliquent une partie seulement de l'ensemble des différences constatées en la matière entre les économies de la zone euro⁴⁸. La littérature existante consacrée à l'explication des différences entre pays en matière de transmission des variations de taux de change s'appuie plus particulièrement sur une combinaison de déterminants structurels macroéconomiques et

⁴⁵ Le présent encadré s'appuie sur l'article thématique A dans « *The international role of the euro* », BCE, juillet 2015.

⁴⁶ Gopinath (G.), Itskhoki (O.) et Rigobon (R.), *op. cit.*

⁴⁷ Dans la littérature, les degrés de transmission à long terme des variations de taux de change propres à chaque pays de la zone euro sont estimés à l'aide d'un modèle de régression log-linéaire classique :

$$\Delta p_{it} = \alpha + \sum_{j=0}^4 \beta_{ij} \Delta e_{t-j} + \sum_{j=0}^4 \gamma_{ij} \Delta \text{Cost}_{t-j} + \delta_{ij} \Delta \text{IP}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1),$$

où Δp correspond à la variation trimestrielle logarithmique des valeurs unitaires des prix à l'importation de l'économie i de la zone euro, Δe à la variation trimestrielle de la mesure large standard du TCEN-38 de l'euro, ΔCost à la mesure trimestrielle effective de la hausse des coûts de production des principaux partenaires commerciaux de la zone euro et ΔIP à la variation trimestrielle logarithmique de la production industrielle (hors construction) de l'économie i de la zone euro. L'échantillon retenu pour l'estimation a une fréquence trimestrielle, et couvre la période comprise entre le premier trimestre 2000 et le dernier trimestre 2014, ainsi que 17 pays de la zone euro. On peut également utiliser les TCEN assortis de pondérations propres à chaque pays au lieu du TCEN-38 standard. Dans ce cas, les estimations restent qualitativement inchangées, ce qui n'est pas surprenant compte tenu de la corrélation élevée et statistiquement significative (80 % environ) des différences logarithmiques entre le TCEN standard et ceux propres à chaque pays.

⁴⁸ D'après la littérature, la transmission estimée des variations de taux de change β_i est liée à un ensemble de variables macroéconomiques et microéconomiques :

$$\beta_i = \alpha + \gamma_1 \text{Openness}_{it} + \gamma_2 \text{HICP}_{it} + \gamma_3 \text{LowTech}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2),$$

où l'ouverture (*Openness*) de l'économie i de la zone euro correspond au ratio des importations rapportées au PIB, HICP au logarithme de la hausse annualisée de l'IPCH, et LowTech au ratio entre les importations de produits agricoles et de matières premières et les importations totales, qui est une approximation du degré de différenciation des produits. L'échantillon retenu pour l'estimation a une fréquence annuelle, couvre la période comprise entre 2000 et 2013, ainsi que les 15 pays de la zone euro pour lesquels des données relatives à la facturation en devises sont disponibles.

microéconomiques, notamment le niveau d'inflation, le degré d'ouverture et la micro-structure des importations ⁴⁹. Selon l'approche standard de régression, les résultats semblent indiquer que l'inflation et le degré d'ouverture – déterminants macroéconomiques classiques – n'expliquent que 4 % environ de l'hétérogénéité observée entre les économies de la zone euro sur le plan de la transmission des variations de taux de change. Le R au carré atteint 24 % lorsque les importations de produits agricoles et de matières premières sont incluses dans les importations totales, ce qui tend à montrer que la structure des importations d'une économie est un déterminant important des différences constatées entre pays en matière de transmission des variations de taux de change.

L'utilisation de l'euro comme monnaie de facturation des importations en provenance des pays hors zone euro varie fortement d'un pays à l'autre. Le rôle de la facturation en monnaie locale est un déterminant qui n'a guère reçu d'attention dans les études existantes sur les différences entre les pays en matière de transmission des variations de taux de change. Le tableau A montre la part de l'euro en tant que monnaie de facturation ou de règlement des importations en provenance des pays hors zone euro pour quinze États membres. Les parts de facturation en euros de ces importations vont d'un peu plus de 20 % en Grèce à plus de 70 % en Estonie. Cette différence dans l'utilisation de l'euro correspond sans doute principalement à la diversité des ratios d'exportations intra-zone euro par rapport aux exportations totales. Les économies de la zone euro facturent généralement en euros une plus grande part de leurs importations en provenance de pays hors zone si leurs exportations sont principalement destinées à d'autres pays de la zone, ce qui reflète en partie le besoin de couverture du risque de change, ainsi que d'autres motivations comme la réduction des coûts de transaction. L'équilibrage des coûts et des recettes libellés dans une même devise étant une façon rentable de se prémunir contre le risque de change, les économies de la zone euro qui sont principalement exportatrices vers les autres pays de la zone, et dont les revenus sont par conséquent essentiellement libellés en euros, seront probablement davantage susceptibles de facturer en euros leurs importations en provenance des pays hors zone euro.

Tableau A

La part de l'euro en tant que monnaie de facturation ou de règlement des importations en provenance des pays hors zone euro

BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	NL	AT	PT	SI	SK
57 %	57 %	72%	33%	23%	48%	54%	46%	12%	44%	37%	55%	36%	59%	67%

Source : « *The international role of the euro* », BCE, juillet 2015.

Notes : Les dernières données disponibles se rapportent à 2012 pour la Belgique, l'Allemagne, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas et l'Autriche, à 2010 pour Chypre et à 2013 pour les pays restants. Malte et la Finlande ne déclarent pas de données.

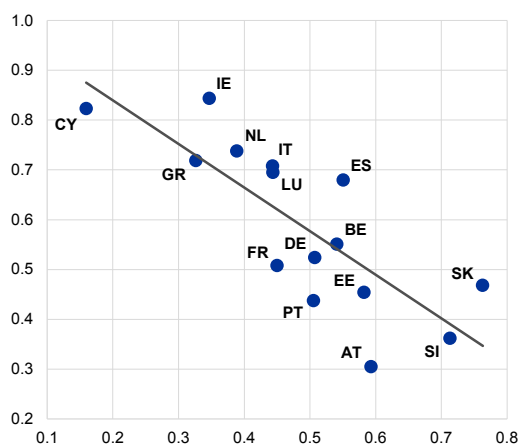
Les degrés estimés de transmission des variations de taux de change sont étroitement corrélés avec l'utilisation relative de l'euro comme monnaie de facturation. Le graphique A retrace l'utilisation relative de l'euro comme monnaie de facturation des importations en provenance de pays hors zone euro par rapport au degré estimé de transmission à long terme. Les résultats montrent que les États membres dont la part des importations en provenance des pays hors zone euro qui est facturée en euros est plus élevée présentent généralement un degré beaucoup plus faible de transmission des variations de taux de change.

⁴⁹ Cf. Campa (J.M.) et González Mínguez (J.M.), « *Differences in exchange rate pass-through in the euro area* », *European Economic Review*, vol. 50, n° 1, 2006, p. 121-145.

Graphique A

Relation entre la transmission estimée à long terme des variations de taux de change et la part de facturation en monnaie locale

(axe des abscisses : part en monnaie locale ; axe des ordonnées : transmission à long terme des variations de taux de change)



Source : « The international role of the euro », BCE, juillet 2015.

Note : La part de facturation en monnaie locale figurant sur l'axe des abscisses correspond à la moyenne sur la période d'échantillonnage.

Les parts de facturation en euros expliquent une grande partie des différences entre les pays en matière de transmission des variations de taux de change, y compris lorsqu'on prend en compte les déterminants classiques de cette répercussion. Afin de prendre en compte d'autres facteurs influant sur le choix de la devise de facturation, l'équation (1) (figurant dans la note de bas de page n° 24) est modifiée de façon à inclure la part, dans l'économie de la zone euro, de la facturation en monnaie locale des importations en provenance des pays hors zone euro. Cette part est étroitement corrélée à la transmission à long terme des variations de taux de change, et hautement significative du point de vue statistique, même si l'on prend en compte des déterminants classiques de l'hétérogénéité en matière de transmission. En outre, le R au carré augmente nettement, de plus de 30 points de pourcentage⁵⁰.

En résumé, les résultats semblent indiquer qu'il existe une forte relation entre le choix de la monnaie de facturation et la transmission des variations de taux de change. Les économies de la zone euro dont la part de facturation en euros des importations en provenance des pays hors zone euro est moins élevée présentent généralement un degré beaucoup plus élevé de transmission des variations de taux de change aux prix à l'importation.

Les estimations de la transmission des variations de taux de change au niveau agrégé de la zone euro

Les sections précédentes ont décrit les mécanismes par lesquels les mouvements de taux de change influent sur les prix à l'importation et sur l'IPCH, ainsi que les facteurs qui déterminent l'ampleur et la vitesse de cet effet. Cette section présente des données empiriques relatives à l'ampleur et à la vitesse de la transmission des variations de taux de change aux prix à l'importation et à la consommation pour la zone euro et les États membres de la zone euro.

Les estimations de la transmission des variations de taux de change au niveau agrégé de la zone euro varient en fonction des modèles et des échantillons

⁵⁰ Si les TCEN propres à chaque pays sont utilisés pour estimer l'équation (1), le coefficient estimé de facturation en monnaie locale augmente davantage (de 0,7 à 1,4), signe d'une relation encore plus forte entre la facturation et la transmission. En outre, même après prise en compte des parts des importations en provenance des pays hors zone euro, l'augmentation du R au carré est plus prononcée lorsque la facturation en monnaie locale est incluse dans la régression.

utilisés dans l'analyse. Étant donné que l'ampleur de la transmission des variations de taux de change dépend de facteurs au niveau des secteurs et des entreprises, variables dans le temps, ainsi que d'agrégats, dont la composition évolue, il n'est pas surprenant que des spécifications *ad hoc* définies à l'aide d'agrégats nationaux aboutissent à des estimations différentes, en fonction du pays et de la date. Hahn ⁵¹ a estimé une autorégression vectorielle (VAR) qui intègre le TCEN de l'euro ainsi que la chaîne des prix. Les estimations actualisées de ce modèle montrent qu'une dépréciation de 1 % de l'euro entraîne une hausse de 0,10 % de l'inflation mesurée par l'IPCH au bout d'un an, et de 0,23 % au bout de trois ans (cf. tableau 1). D'autres modèles aboutissent à des résultats similaires pour l'IPCH ⁵². Plus récemment, Comunale et Kunovac ⁵³ ont utilisé un modèle VAR bayésien et une approche différente pour identifier un choc sur le taux de change. Ils constatent que, après une période d'un an suivant une dépréciation de 1 % du TCEN de l'euro, les prix à l'importation dans la zone euro augmentent de 0,50 %, les prix à la production de 0,37 % et les prix à la consommation de 0,11 %. En ce qui concerne les quatre principales économies de la zone euro, ils observent qu'un choc sur le taux de change aurait un impact similaire sur l'inflation mesurée par l'IPCH en Allemagne, en France et en Italie, mais ils estiment que l'effet serait beaucoup plus prononcé en Espagne (cf. tableau 2). Les études axées uniquement sur les prix à l'importation produisent un éventail d'estimations pour les différents pays ⁵⁴.

⁵¹ Cf. note de bas de page n° 4.

⁵² Pour le NAWM, cf. Christoffel (K.), Coenen (G.) et Warne (A.), « *The new area-wide model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis* », *Working Paper Series*, n° 944, BCE, octobre 2008 ; pour le NMCM, cf. Dieppe (A.), Pandiella (A.G.), Hall (S.) et Willman (A.), « *Limited information minimal state variable learning in a medium-scale multi-country model* », *Economic Modelling*, vol. 33, n° C, 2013, p. 808-825.

⁵³ Comunale (M.) et Kunovac (D.), « *Exchange rate pass-through in the euro area* », à paraître.

⁵⁴ Cf. An (L.) et Wang (J.), « *Exchange rate pass-through: evidence based on vector autoregression with sign restrictions* », *Federal Reserve Bank of Dallas Working Paper*, n° 70, 2011 ; Campa (J.M.) et Goldberg (L.S.), « *Pass-through of exchange rates to consumption prices: what has changed and why?* », *op. cit.* ; Campa (J.M.) et González Mínguez (J.M.), « *Differences in exchange rate pass-through in the euro area* », *op. cit.*

Tableau 1

Estimations de la transmission des variations de taux de change dans la zone euro après une dépréciation de 1 % du taux de change

Auteur	Variable de prix	un an	trois ans
Hahn (2003) actualisé	Prix à l'importation	0,71%	0,81%
	Prix à la production	0,27%	0,39%
	IPCH	0,10%	0,23%
Comunale et Kunovac (à paraître)	Prix à l'importation	0,50%	0,46%
	Prix à la production	0,37%	0,36%
	IPCH	0,11%	0,12%
Modèle couvrant l'ensemble de la zone euro (<i>New area-wide model – NAWM</i>)	Prix à l'importation	0,55%	0,89%
	IPCH	0,02%	0,20%
Nouveau modèle multi-pays (<i>New multi-country model – NMCM</i>)	Prix à l'importation	0,30%	0,44%
	IPCH	0,09%	0,25%

Notes : « Hahn (2003) actualisé » correspond à des estimations actualisées qui utilisent le modèle Hahn 2003 avec des données allant du premier trimestre 1980 au premier trimestre 2016 ; ce modèle décrit les réponses impulsionnelles cumulées à une dépréciation de 1 % du TCEN de l'euro. Comunale et Kunovac (à paraître) présentent les ratios des réponses impulsionnelles cumulées de chaque indicateur de prix par rapport à la réponse impulsionnelle cumulée du taux de change. L'estimation utilise des données allant du premier trimestre 1992 au deuxième trimestre 2016. Les résultats relatifs au NAWM et au NMCM sont établis selon un scénario dans lequel on prend comme hypothèse que les taux d'intérêt restent inchangés. Dans le cas du NAWM, les effets du déflateur des importations se rapportent aux importations en provenance des pays hors zone euro. Pour plus de détails concernant le NAWM et le NMCM, cf. la note de bas de page n° 29.

Tableau 2

Estimations de la transmission des variations de taux de change dans les pays de la zone euro après une dépréciation de 1 % du taux de change

Auteur	Variable de prix	Allemagne	France	Espagne	Italie
Comunale et Kunovac (à paraître)	Prix à l'importation	0,74%	0,58%	1,00%	1,00%
	Indice des prix à la production	0,54%	0,49%	0,64%	0,64%
	IPCH	0,19%	0,15%	0,35%	0,20%
An et Wang (2011)	Prix à l'importation			1,00%	0,94%
	Indice des prix à la production			0,44%	0,15%
	IPCH			0,02%	0,05%
Campa et al. (2008)	Prix à l'importation	0,80%	0,90%	0,70%	0,35%
	Prix à l'importation	0,66%	0,68%	0,98%	0,74%

Notes : Comunale et Kunovac (à paraître) et An et Wang (2011) présentent les ratios des réponses impulsionnelles cumulées de chaque indicateur de prix par rapport à la réponse impulsionnelle cumulée du taux de change au bout de trois ans. Campa et al. (2008) et Campa et González Mínguez (2006) décrivent l'effet cumulé au bout de quatre trimestres.

Les estimations de la transmission des variations de taux de change dans la zone euro établies à partir du TCEN sont généralement plus faibles que celles fondées sur le taux de change bilatéral de l'euro vis-à-vis du dollar. Le taux de change bilatéral de l'euro vis-à-vis du dollar a récemment enregistré des mouvements plus prononcés que le TCEN-38 de l'euro, comme l'illustre le graphique A de l'encadré 1. En effet, les variations du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar sont contrebalancées par les variations du taux de change d'autres devises appartenant au panier constitutif du TCEN. En outre, le dollar a une forte incidence car il s'agit de la monnaie de facturation des matières premières ; par conséquent, les variations de son taux de change se transmettent en général rapidement et intégralement aux prix à l'importation des produits alimentaires et de l'énergie.

Selon certaines études empiriques, la transmission des variations de taux de change aurait diminué dans la zone euro depuis les années quatre-vingt-dix.

Campa et al.⁵⁵ ont analysé l'évolution de la transmission des variations de taux de change aux prix à l'importation dans les pays de la zone euro à l'aide de données sectorielles allant jusqu'à 2004. Ils constatent une diminution des estimations de la transmission des variations de taux de change aux prix à l'importation dans les deux tiers environ des secteurs de leur échantillon mais ces observations, pour la plupart, ne sont pas significatives d'un point de vue statistique. Seuls les secteurs manufacturiers présentent des effets statistiquement significatifs. Des chercheurs de la BCE⁵⁶ ont trouvé, à l'aide d'un modèle VAR sur données de panel et du modèle pour l'ensemble de la zone euro avec des données allant jusqu'en 2007, des éléments qui semblent indiquer une diminution de la transmission des variations de taux de change dans la zone euro. Des éléments plus clairs concernant l'évolution de la transmission des variations de taux de change dans plusieurs États membres ont été mis en évidence par le FMI et par Sekine⁵⁷. Ces deux études font état d'une forte diminution de la transmission des variations de taux de change aux prix à l'importation et aux prix à la consommation dans plusieurs économies avancées. Lorsque le modèle proposé par Hahn est estimé sur des fenêtres glissantes de vingt ans, on observe une diminution de la transmission des variations des taux de change depuis 1980 tant pour les prix à l'importation que pour l'inflation mesurée par l'IPCH. En particulier, si le modèle estimé pour l'intégralité de l'échantillon (du premier trimestre 1980, au premier trimestre 2016) permet de constater qu'une appréciation de 1 % du TCEN aboutirait à une baisse de 0,23 % de l'inflation mesurée par l'IPCH au bout de trois ans, le même modèle estimé pour un échantillon glissant permet cependant d'observer que cet effet serait négligeable pour l'itération la plus récente (du deuxième trimestre 1996 au premier trimestre 2016) de l'estimation à fenêtres glissantes (cf. graphique 5).

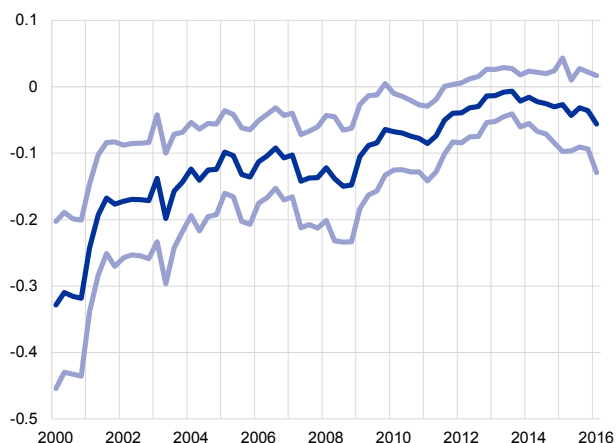
⁵⁵ Cf. Campa (J.M.), Goldberg (L.S.) et González Mínguez (J.M.), « *Exchange-rate pass-through to import prices in the euro area* », *op. cit.*

⁵⁶ Cf. di Mauro (F.), Ruffer (R.) et Bunda (I.), « *The changing role of the exchange rate in a globalised economy* », *Occasional Paper Series*, n° 94, BCE, septembre 2008.

⁵⁷ Cf. *Perspectives de l'économie mondiale*, FMI, 2006 ; Sekine (T.), « *Time-varying exchange rate pass-through: experiences of some industrial countries* », *BIS Working Papers*, n° 202, mars 2006.

Graphique 5

Évolution dans le temps de la transmission des variations de taux de change à l'inflation mesurée par l'IPCH



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique retrace la réponse impulsionnelle cumulée (ligne bleu foncé) de l'inflation mesurée par l'IPCH à une appréciation de 1 % du TCEN au bout de trois ans ainsi que les intervalles de confiance de 95 % respectifs (lignes bleu clair). La réponse impulsionnelle cumulée est établie à partir d'une estimation actualisée de Hahn (2003) sur une fenêtre glissante de 20 ans comprise entre le premier trimestre 1980 et le premier trimestre 2016. Chaque point de la ligne bleu foncé correspond au point d'extrémité de chaque échantillon glissant sur 20 ans, le premier échantillon se rapportant à la période comprise entre le deuxième trimestre 1981 et le premier trimestre 2000, et le dernier échantillon à celle allant du deuxième trimestre 1996 au premier trimestre 2016.

La composition des importations est un facteur qui a été mis en avant pour expliquer l'affaiblissement potentiel de la transmission des variations de taux de change. En effet, la modification de la composition des importations au détriment des secteurs pour lesquels la transmission des variations de taux de change est élevée (tels que l'énergie) et au profit des secteurs pour lesquels elle est plus faible (tels que les biens manufacturés et les produits alimentaires) a été avancée comme l'une des raisons de la diminution de la transmission des variations de taux de change aux prix à l'importation⁵⁸. Des chercheurs de la BCE⁵⁹ ont comparé les estimations de la transmission des variations de taux de change au niveau agrégé, obtenues par agrégation des estimations sectorielles pondérées des parts à l'importation de chaque secteur en 1988 et en 2005, afin de montrer que cela aboutirait mécaniquement à une diminution, de 0,83 à 0,74, de la transmission globale aux prix à l'importation.

La mondialisation et la multiplication des exportateurs à faibles coûts sont d'autres facteurs mis en avant pour expliquer la diminution tendancielle de la transmission des variations de taux de change aux prix à l'importation. D'après

Gust, Leduc et Vigfusson⁶⁰, cette diminution pourrait être liée en partie à une intégration accrue des échanges commerciaux, les entreprises faisant preuve désormais d'une plus grande réactivité aux prix de leurs concurrents. Cette pression concurrentielle est encore accentuée par l'importance croissante des producteurs à faibles coûts dans le commerce international.

Plusieurs facteurs au niveau des entreprises ont probablement aussi contribué à la diminution de la transmission des variations de taux de change. Premièrement, comme décrit dans l'encadré 2 du présent article, une part croissante des importations en provenance des pays hors zone euro est facturée en euros, ce qui signifie qu'une proportion de plus en plus élevée d'exportateurs choisissent de libeller en euros leur exportations vers la zone euro. D'après les résultats montrés dans l'encadré, cela peut aboutir à une transmission plus faible. Le contenu en importations croissant des exportations et la baisse du coût unitaire de couverture du risque ont probablement aussi atténué la réaction des prix à l'importation aux évolutions du taux de change⁶¹.

⁵⁸ Cf. également les notes de bas de page 7, 8 et 31.

⁵⁹ Cf. note de bas de page n° 33.

⁶⁰ Cf. Gust (C.), Leduc, (S.) et Vigfusson (R.), « Trade integration, competition, and the decline in exchange-rate pass-through », *Journal of Monetary Economics*, vol. 57, n° 3, avril 2010, p. 309-324.

⁶¹ Cf. note de bas de page n° 33.

La perception d'une moindre persistance des chocs favorisée par l'environnement de faible inflation s'appuyant sur une politique monétaire crédible et, par conséquent, la tendance des entreprises à ajuster leurs prix moins fréquemment sont des facteurs importants expliquant l'affaiblissement de la transmission des variations de taux de change aux prix tant à l'importation qu'au niveau du consommateur final. D'après Taylor ⁶²,

l'environnement de faible inflation que de nombreux pays sont parvenus à mettre en place a abouti à une moindre transmission des variations de taux de change. Une baisse de l'inflation favorise l'anticipation d'une moindre persistance des chocs de coûts ou de prix et, par conséquent, une transmission plus faible des variations de taux de change aux prix, les producteurs étant moins incités à modifier leur prix face à des chocs moins persistants.

Une façon de réconcilier les différentes estimations présentées jusqu'à présent pour les différents modèles, pays et échantillons consiste à reconnaître que la transmission des variations de taux de change, loin d'être un paramètre structurel au niveau macroéconomique, dépend de la nature des chocs qui influent sur l'évolution des taux de change. C'est ce qui a été démontré à l'aide de modèles théoriques dans lesquels la transmission des variations de taux de change est une fonction des chocs sous-jacents dans l'économie et des structures concurrentielles des secteurs concernés ⁶³. Sur le plan empirique, toutefois, la plupart des approches s'appuient soit sur de simples régressions soit sur une identification des chocs de taux de change qui ne prend pas en compte la structure économique dans son intégralité et, donc, les chocs les plus importants qui affectent l'économie ⁶⁴.

Une approche plus significative sur le plan économique pour étudier l'impact du taux de change sur l'inflation consisterait à utiliser une méthode analogue à celle utilisée pour analyser l'impact d'autres variables (par exemple, les prix du pétrole), afin de déterminer les chocs qui influent en premier lieu sur les taux de change. En réalité, les variations de taux de change ne sont pas la conséquence d'un choc en particulier, elles sont influencées par différents facteurs. Il faut considérer la totalité des chocs macroéconomiques qui affectent le taux de change à chaque moment. Le fait que la transmission des variations de taux de change dépende des chocs à long terme fait l'objet de débats dans la littérature ⁶⁵. Toutefois, sur le plan empirique, il est difficile de distinguer les forces économiques qui sous-tendent l'évolution du taux de change, car il s'agit d'une variable très

⁶² Taylor (J.B.), *op. cit.*

⁶³ Il s'agit de modèles d'équilibre général pour une économie ouverte, fondés sur des données microéconomiques. Cf., par exemple, Corsetti (G.) et Dedola (L.), « *A macroeconomic model of international price discrimination* », *Journal of International Economics*, vol. 67, n° 1, septembre 2005, p. 129-155 ; Corsetti (G.), Dedola (L.) et Leduc (S.), « *High exchange-rate volatility and low pass-through* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 55, n° 6, septembre 2008, p. 1113-1128.

⁶⁴ À l'aide d'une décomposition Choleski telle que décrite, par exemple, dans Hahn (E.), « *Pass-through of external shocks to euro area inflation* », *op. cit.*

⁶⁵ Cf. Klein (M.), « *Macroeconomic aspects of exchange rate pass-through* », *Journal of International Money and Finance*, vol. 9, n° 4, décembre 1990, p. 376-387 ; Shambaugh (J.), « *A new look at pass-through* », *Journal of International Money and Finance*, vol. 27, n° 4, juin 2008, p. 560-591 ; Astley (M.), Pain (D.) et Smith (J.), « *Interpreting recent movements in sterling* », *Quarterly Bulletin*, Banque d'Angleterre, T3 2009, p. 202-214.

endogène. La principale question est d'identifier les facteurs à l'origine de l'évolution du taux de change. S'agit-il d'un choc d'offre intérieure ? Est-ce la demande mondiale ? Ou la politique monétaire, intérieure ou étrangère ?

Selon le choc, la réaction des prix à la consommation à une variation de taux de change sera différente. Par exemple, un choc de politique monétaire intérieure expansionniste sera suivi d'une dépréciation de l'euro, avec un effet inflationniste direct sur les prix à l'importation. Cet effet direct se répercutera sur les prix à la consommation et sera amplifié par les autres canaux de transmission de la politique monétaire, laissant une « marge de manœuvre » pour l'ajustement des marges sur les prix. On peut donc s'attendre à ce qu'un choc de ce type entraîne une corrélation plus forte entre variations de taux de change et évolution de l'IPCH, c'est-à-dire une transmission plus importante, qu'après une dépréciation causée, par exemple, par un choc d'offre intérieure négatif tel qu'une baisse de la productivité. Au lieu de s'accompagner des effets amplificateurs d'un choc expansionniste, une dépréciation de ce type interviendrait dans un contexte dans lequel la marge de manœuvre des entreprises pour maintenir ou accroître leurs marges sur les prix serait faible et la répercussion le long de la chaîne des prix, contenue. De la même manière, l'euro pourrait également se déprécier sous l'effet d'un resserrement de la politique monétaire étrangère ; dans ce cas, cependant, toutes choses égales par ailleurs, une baisse de la demande étrangère due à une politique restrictive à l'étranger pèserait sur la croissance de la zone euro et ne favoriserait pas un environnement inflationniste sur le plan intérieur.

En d'autres termes, si certains chocs créent une dynamique de taux de change et de prix qui s'auto-alimente, d'autres entraînent des effets en sens opposé sur l'inflation. Dans le cas d'un choc de demande intérieure négatif, qui pourrait entraîner une dépréciation du taux de change, la transmission globale pourrait facilement aboutir à une corrélation en apparence perverse entre le taux de change et l'inflation mesurée par les prix à la consommation, comme démontré par Comunale et Kunovac⁶⁶ pour la zone euro, et par Forbes et al.⁶⁷ pour le Royaume-Uni.

Il ressort couramment des études existantes ayant adopté cette approche que la transmission des variations de taux de change à la suite d'un choc monétaire est relativement élevée. C'est ce qu'observent Comunale et Kunovac pour la transmission des variations de taux de change après un choc de politique monétaire ou un choc exogène sur le taux de change, modélisé sous la forme d'un choc de prime de risque. Le canal du taux de change peut donc être considéré comme actif dans la transmission de la politique monétaire. Bobeica et Jarociński⁶⁸ examinent un ensemble similaire de chocs pour la zone euro et distinguent les effets des chocs de taux d'intérêt de ceux des chocs qui affectent l'écart des taux d'intérêt à court terme et à long terme.

⁶⁶ Cf. Comunale (M.) et Kunovac (D.), *op. cit.*

⁶⁷ Forbes (K.), Hjortsoe (I.) et Nenova (T.), « *The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through* », *Bank of England Discussion Paper*, n° 43, novembre 2015.

⁶⁸ Bobeica (E.) et Jarociński (M.), « *'Missing disinflation' and 'missing inflation' since the Great Recession: a VAR perspective* », à paraître.

Les recherches en matière de quantification de la transmission des variations de taux de change à partir des chocs macroéconomiques en sont encore à leurs débuts, comme le montrent les écarts importants du point de vue non seulement de la quantification, mais également de la perception de la contribution des chocs économiques aux évolutions du taux de change. Une meilleure compréhension de l'intérêt que présentent les chocs en train de se produire pour quantifier la sensibilité de l'inflation mesurée par l'IPCH aux variations de taux de change est nécessaire pour appréhender les effets d'un dosage de politique économique donné.

Conclusion

Comprendre la manière dont les taux de change influent sur les perspectives d'évolution de l'inflation est primordial pour mener une politique monétaire efficace et comprendre l'intensité de son mécanisme de transmission. À partir des données disponibles, des modèles et de la littérature existante, le présent article contribue à une meilleure compréhension de la complexité des effets du taux de change sur les prix dans la zone euro. Plusieurs conclusions peuvent être tirées de cette constatation.

Premièrement, l'effet du taux de change est le plus important et le plus immédiat pour les prix à l'importation et pour les baisses le long de la chaîne des prix. Des corrélations graphiques simples montrent que les prix à l'importation tendent à être corrélés aux évolutions du taux de change, alors que cette constatation est moins évidente dans le cas des prix à la production et de l'inflation mesurée par l'IPCH final. L'existence de coûts de distribution locaux, la moindre part des intrants importés dans l'IPCH final, et le délai relativement long pour que les effets indirects d'un choc sur le taux de change se répercutent à l'économie sont les principaux facteurs qui contribuent à ce profil.

Deuxièmement, l'ampleur et la vitesse de la transmission des variations de taux de change semblent différer d'une catégorie de produits à l'autre, ce qui indique que les structures de coûts et les décisions sur les prix au niveau de l'entreprise sont importantes pour évaluer les effets du taux de change au niveau agrégé des prix. Les résultats empiriques montrent que la transmission est plus élevée pour les prix à la production des biens intermédiaires et moins élevée dans le cas des prix des biens d'équipement. L'impact sur les biens de consommation se situe généralement entre les deux. Parmi les composantes de biens industriels hors énergie, la transmission tend à être la plus importante dans le cas des biens de consommation durables. Ces différences au niveau des catégories de biens peuvent être liées aux caractéristiques différentes des secteurs.

Troisièmement, les estimations de la transmission des variations de taux de change pour la zone euro varient considérablement d'un modèle et d'une période à l'autre. Les estimations de la transmission des variations de taux de change établies à partir du taux de change bilatéral de l'euro vis-à-vis du dollar sont proportionnellement plus élevées que celles qui se fondent sur le TCEN de l'euro par

rapport à ses 38 principaux partenaires commerciaux. En outre, des études empiriques ont montré que, depuis les années quatre-vingt-dix, la sensibilité des prix à l'importation et des prix intérieurs au taux de change nominal s'était atténuée. Plusieurs explications ont été avancées, comme l'évolution de la composition des importations vers un moins grand nombre de secteurs sensibles aux variations de taux de change, une facturation en euros plus fréquente des importations en provenance des pays hors zone euro, des possibilités de couverture naturelles et financières contre les variations de taux de change *via* la participation à des chaînes de valeur mondiales et le recours aux instruments financiers, ainsi que la contribution de l'environnement de faible inflation.

Enfin, de récentes études préconisent d'examiner les chocs économiques sous-jacents pour analyser la réactivité des prix à l'importation et des prix intérieurs aux variations de taux de change. Les études sont loin d'avoir atteint un consensus au sujet de l'importance de chaque choc pour les évolutions du taux de change et de l'ampleur de la transmission après chaque choc. Toutefois, elles semblent s'accorder sur le fait que lorsqu'un choc de politique monétaire détermine l'évolution du taux de change, la transmission des variations de taux de change tend à être plus importante. Le fait que la transmission des variations de taux de change dépende d'un choc peut expliquer le caractère plus ou moins prononcé, à certains moments, de la réaction des prix finaux aux variations de taux de change par rapport à ce que de simples régularités historiques permettraient de prévoir.

Évolutions de l'investissement des entreprises dans la zone euro depuis la crise

L'investissement des entreprises est à la fois un moteur important du cycle d'activité et un déterminant des perspectives de croissance. Bien que son redressement soit moins marqué que dans d'autres économies avancées, le ratio de l'investissement réel des entreprises de la zone euro rapporté à la valeur ajoutée a dépassé récemment sa moyenne historique. La reprise de l'investissement résulte de la conjonction de l'amélioration de la demande, des anticipations de bénéfices et des conditions de financement, ainsi que de la réduction de l'incertitude. Cependant, la faible croissance absolue de l'investissement dans la zone euro a freiné la progression du stock de capital, ce qui a pesé sur la croissance potentielle et sur la croissance de la productivité depuis la crise. En outre, l'endettement brut des entreprises de la zone euro reste historiquement élevé et plusieurs facteurs réglementaires et institutionnels continuent de freiner l'investissement des entreprises, en dépit d'un certain nombre de réformes menées ces dernières années. À ce stade, les mesures destinées à améliorer l'environnement réglementaire et les conditions de crédit, à réduire les barrières à l'entrée, à accroître la flexibilité globale des marchés du travail et des biens et services et à fournir un cadre efficace de restructuration de la dette sont particulièrement importantes pour encourager l'investissement. Enfin, des investissements ciblés et efficaces dans les infrastructures peuvent soutenir l'investissement des entreprises.

Faits stylisés relatifs à l'investissement des entreprises

L'investissement est un des principaux moteurs du cycle d'activité et détermine les perspectives de croissance future. En tant que composante importante de la dépense du PIB dont il représente environ 20 %, l'investissement réel détermine le cycle d'activité, par le biais de fluctuations conjoncturelles. Les décisions d'investissement sont aussi un déterminant essentiel du stock de capital et, par conséquent, de la croissance potentielle⁶⁹. Faute d'investissements suffisants, le stock de capital ne peut être renouvelé régulièrement, ce qui entrave le progrès technologique et freine les modifications structurelles de l'ensemble de l'économie. L'investissement, et principalement l'investissement des entreprises (estimé par l'investissement réel hors construction, cf. encadré 1), accroît également la capacité productive de la main-d'œuvre en renforçant l'intensité capitalistique.

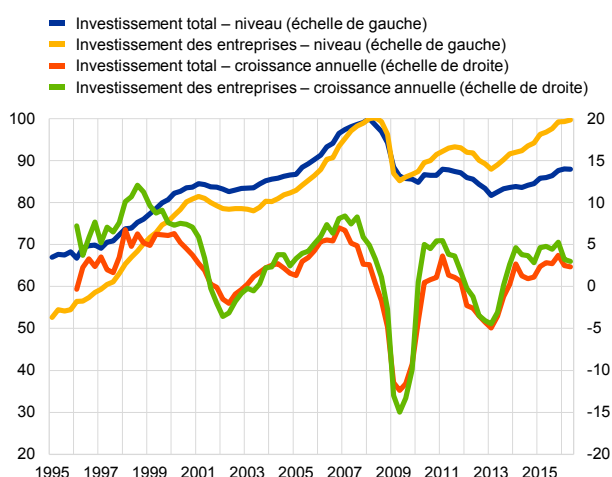
Cet article se concentre sur la reprise de l'investissement réel des entreprises dans la zone euro au cours des trois dernières années, en procédant à l'évaluation de ses déterminants et des mesures nécessaires pour améliorer les conditions de l'investissement. Après une période de contraction importante

⁶⁹ Cf. Anderton (R.), Aranki (T.), Dieppe (A.), Elding (C.), Haroutunian (S.), Jacquinot (P.), Jarvis (V.), Labhard (V.), Rusinova (D.) et Szörfi (B.), « *Potential output from a euro area perspective* », *Occasional Paper Series*, n° 156, BCE, Francfort-sur-le-Main, novembre 2014.

pendant la crise, l'investissement réel des entreprises s'est visiblement redressé depuis début 2013 (cf. graphique 1). La forte baisse de l'investissement total dans la zone euro observée pendant la Grande récession et le recul de l'investissement en 2011–2012 ont été les conséquences d'une diminution de l'investissement des entreprises, mais aussi d'une vive correction à la baisse de la surchauffe des marchés de l'immobilier et de contraintes budgétaires persistantes qui se sont traduites par une baisse de l'investissement dans la construction et de l'investissement public dans plusieurs pays. La hausse générale de la FBCF totale depuis début 2013 est imputable à l'investissement hors construction, tandis que l'investissement dans la construction n'a commencé à progresser qu'en 2015 (cf. graphique 2). Ces derniers trimestres, l'investissement réel, et principalement l'investissement des entreprises, est devenu un facteur important de la reprise dans la zone euro en sus de la consommation privée.

Graphique 1
Investissement réel total et investissement réel des entreprises dans la zone euro

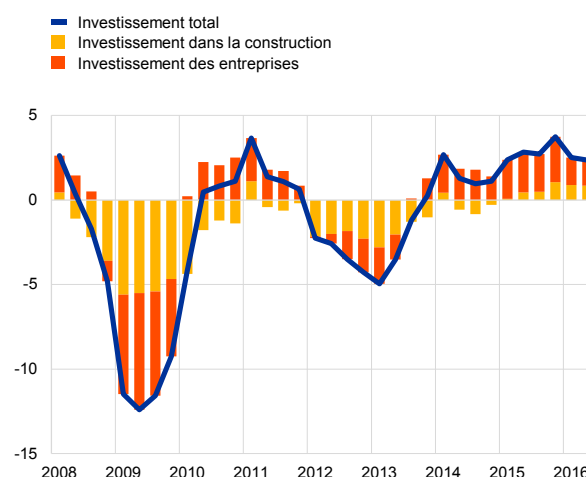
(indice : T1 2008 = 100 ; variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2016.
L'investissement réel des entreprises concerne l'investissement hors construction.

Graphique 2
Ventilation de l'investissement réel total dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage ; points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Notes : La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2016.
L'investissement réel des entreprises concerne l'investissement hors construction.

Encadré 1

Données relatives à l'investissement réel et au stock de capital des entreprises dans la zone euro

Les valeurs de l'investissement hors construction, calculées à partir des données des comptes nationaux d'Eurostat, sont utilisées comme estimation de l'investissement des entreprises dans le présent article. Les valeurs de l'investissement total sont disponibles dans les comptes nationaux trimestriels publiés par Eurostat pour la zone euro et ses pays membres, où la ventilation de l'investissement total par grandes catégories d'actifs est aussi disponible selon une périodicité trimestrielle. Après avoir corrigé l'investissement total de l'investissement dans la construction (résidentielle et non résidentielle), on obtient l'investissement hors construction, qui recouvre (a) les machines, les équipements et les systèmes d'armes, (b) les droits de propriété

intellectuelle et (c) les produits agricoles. Le premier composant est constitué des investissements en matériel de transport, des équipements des technologies de l'information et de la communication (TIC), des autres machines et équipements, et des systèmes d'armes. Toutefois, la fourniture de ces deux derniers composants par les instituts nationaux de statistiques européens n'est pas obligatoire dans le cadre du programme de transmission du SEC 2010, et les données correspondantes ne sont donc pas disponibles pour la zone euro ni pour la plupart des pays selon une périodicité trimestrielle. La disponibilité des données annuelles est meilleure, mais cette périodicité est insuffisante pour l'analyse présentée dans cet article. D'un point de vue sectoriel, Eurostat ne calcule pas l'investissement réel trimestriel des entreprises dans les comptes nationaux, car les données relatives aux investissements du secteur public par grandes catégories d'actifs ne sont disponibles qu'en valeur selon une périodicité trimestrielle. De plus, le total de l'investissement public et des sociétés non financières n'est actuellement exprimé qu'en termes nominaux et majoritairement non corrigés des variations saisonnières. L'OCDE calcule l'investissement privé non résidentiel pour nombre de ses pays membres, mais pas pour tous. Pour des raisons de disponibilité des données, cet article utilise principalement des données relatives à l'investissement réel hors construction obtenues à partir des données relatives à l'investissement total corrigées de l'investissement dans la construction publiées par Eurostat, afin d'estimer l'investissement réel des entreprises ⁷⁰.

Les données relatives au stock de capital pour l'ensemble de l'économie utilisées dans cet article proviennent de la Commission européenne (AMECO). Les données relatives au stock de capital pour l'ensemble de l'économie sont généralement communiquées avec un délai d'au moins deux ans et sont disponibles selon une périodicité annuelle auprès d'Eurostat à partir de données collectées auprès des instituts nationaux de statistiques. La Commission européenne (AMECO) calcule également des données annuelles relatives au stock de capital net de l'ensemble de l'économie grâce à la méthode de l'inventaire permanent, dans laquelle on utilise le stock de capital de l'année précédente dont est soustraite (dépréciation) la part du capital ayant atteint la fin de sa durée de vie utile, ainsi que le taux de mise hors d'usage, et auquel on ajoute la FBCF de l'année en cours. Les données utilisées dans le présent article proviennent de la base AMECO.

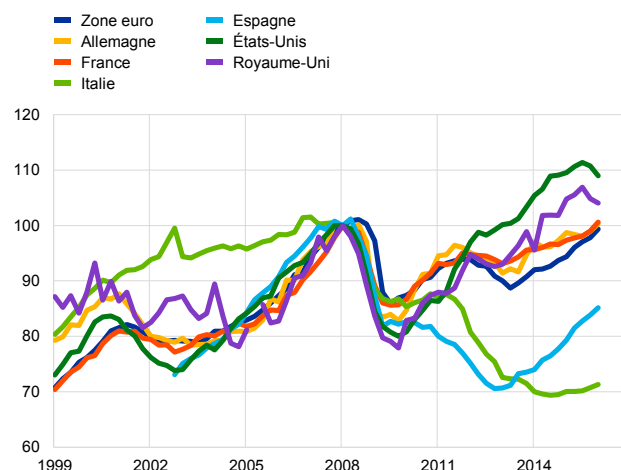
L'investissement des entreprises dans la zone euro a retrouvé le niveau de son pic antérieur à la crise enregistré en 2008, tandis que ce redressement est plus marqué dans les autres économies avancées (cf. graphique 3). Dans la zone euro, l'investissement des entreprises a diminué en 2008, puis à nouveau depuis 2011. Son redressement a commencé en 2013, mais avec des taux de croissance moyens inférieurs à ceux observés avant la crise. Au Royaume-Uni et aux États-Unis, le point bas de l'investissement a été enregistré en 2009. On observe également une hétérogénéité entre les différents pays de la zone euro. L'Allemagne, l'Espagne et la France ont apporté une contribution considérable aux près de 15 % de hausse par rapport au point bas du niveau de l'investissement des entreprises de la zone euro, tandis que la contribution de l'Italie a été limitée (cf. graphique 4).

⁷⁰ L'investissement hors construction inclurait donc une part limitée d'investissement public (de l'ordre de 10 % de l'investissement total, avec une certaine variation d'un pays à l'autre).

Graphique 3

Niveau de l'investissement réel des entreprises dans une sélection d'économies avancées

(indice : T1 2008 = 100)



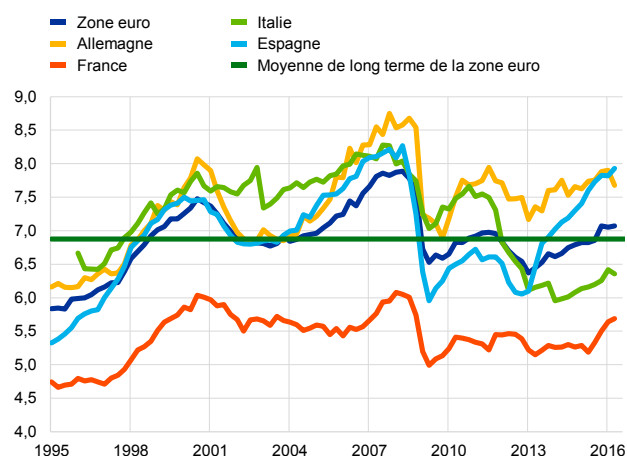
Sources : OCDE et Eurostat (zone euro).

Notes : La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2016. Toutes les séries de l'OCDE relatives à l'investissement des entreprises se rapportent à l'investissement privé non résidentiel, à l'exception des séries de l'Italie et de l'Espagne qui intègrent l'investissement public.

Graphique 5

Ratio de l'investissement réel des entreprises rapporté à la valeur ajoutée dans la zone euro et dans les principaux pays membres

(ratio rapporté à la valeur ajoutée)



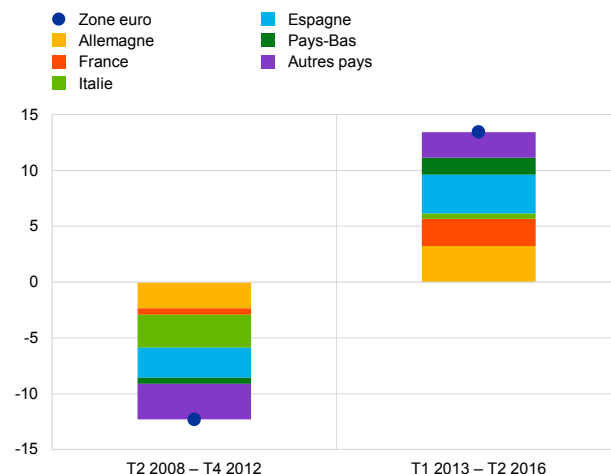
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2016. Le ratio moyen à long terme calculé sur la période est de 6,9. L'investissement des entreprises est estimé par les investissements en machines, équipements et systèmes d'armes (ces derniers ne peuvent pas être retrouvés par déduction).

Graphique 4

Contributions des pays membres aux évolutions des investissements réels des entreprises de la zone euro

(pourcentages ; points de pourcentage)



Source : Eurostat.

Le ratio de l'investissement réel des entreprises de la zone euro rapporté à la valeur ajoutée a désormais dépassé sa moyenne de long terme. La part de l'investissement réel rapportée à la valeur ajoutée, qui fournit une mesure de l'ampleur de l'investissement dans l'ensemble de l'économie, a tendance à être procyclique sur la durée (cf. graphique 5). Le ratio d'investissement des entreprises a été aussi généralement plus élevé en Allemagne et en Espagne qu'en France, l'intensité en services de l'économie de ce pays étant plus forte. La dispersion des ratios des plus grands pays de la zone euro a atteint un pic avant la crise, mais est revenue depuis à un niveau constant plus bas. Dans une perspective plus longue, le ratio de la zone euro et ceux des autres économies avancées ont suivi une tendance haussière avant la crise pour diverses raisons ⁷¹. La conjonction d'une baisse des coûts de financement, de hausses des investissements de remplacement et de progrès technologiques dans les TIC et dans le secteur des biens d'équipement – entraînant une baisse des prix relatifs des biens d'équipement – a stimulé

⁷¹ Cf. également Rodriguez Palenzuela (D.) et Dees (S.), « *Savings and investment behaviour in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 167, BCE, Francfort-sur-le-Main, janvier 2016.

l'investissement en termes réels. Dans certains pays, comme l'Espagne, la hausse pourrait également avoir reflété l'anticipation de rendements marginaux des investissements plus élevés en liaison avec la vigueur perçue du taux de croissance tendanciel sous-jacent de l'économie. Plusieurs pays pourraient avoir connu une période de « surinvestissement », notamment durant la phase d'essor général des TIC à la fin des années quatre-vingt-dix, ayant entraîné un « stock de capital excédentaire » en raison d'anticipations irréalistes des rendements marginaux des entreprises. Durant la crise financière mondiale, et de nouveau lors de la crise de la dette souveraine, l'investissement a fléchi beaucoup plus fortement que la valeur ajoutée. À la suite de la crise, le ratio a commencé à augmenter dans la zone euro, ce qui est une caractéristique naturelle de la reprise conjoncturelle, et dépasse à présent sa moyenne de long terme ⁷².

Une ventilation de l'investissement dans la zone euro par catégories d'actifs montre que l'investissement en machines et en équipements a apporté la principale contribution aux fluctuations de l'investissement des entreprises ces dix dernières années. L'investissement en machines et en équipements est en grande partie le fait du secteur des entreprises et fournit donc une bonne estimation de l'investissement des entreprises. Au cours de la reprise amorcée en 2013, l'investissement en machines et en équipements (en matériel de transport pour près d'un quart) a représenté l'essentiel de l'augmentation totale de l'investissement, les droits de propriété intellectuelle comptant pour le reste (cf. graphique 6). L'investissement en équipements se redresse progressivement et devrait renouer avec son niveau d'avant la crise, tandis que l'investissement en droits de propriété intellectuelle ⁷³ a relativement bien résisté au long de ces dix dernières années.

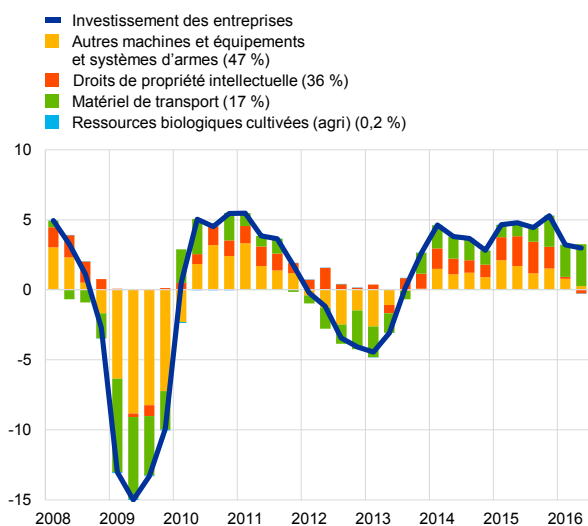
⁷² Les moyennes de long terme ne doivent pas être confondues avec des niveaux d'investissement « optimaux », et il convient d'être prudent à l'égard des comparaisons entre pays et dans le temps. Les ratios d'équilibre de l'investissement rapporté à la valeur ajoutée varient d'un pays à l'autre, reflétant la diversité des niveaux de développement économique et les différences de structures économiques. Les économies connaissent aussi des évolutions structurelles au cours du temps. Par exemple, la composition structurelle de la valeur ajoutée peut changer, avec une augmentation de la part des revenus du travail en raison de l'évolution des économies dont l'intensité en services augmente et l'intensité capitalistique diminue (cf. OCDE, Perspectives économiques, vol. 2015/01).

⁷³ La part des droits de propriété intellectuelle dans la valeur ajoutée a toujours augmenté dans les pays de la zone euro durant ces dernières décennies et est comprise actuellement entre 5 % de la valeur ajoutée en France et 3 % environ en Italie. Selon le SEC 2010, l'investissement en droits de propriété intellectuelle recouvre principalement les dépenses de recherche et développement, ainsi que les logiciels, les bases de données, les œuvres littéraires ou artistiques originales et la prospection minière.

Graphique 6

Ventilation de l'investissement réel des entreprises dans la zone euro par catégories d'actifs

(variations annuelles en pourcentage ; points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2016. Les parts relatives de l'investissement des entreprises pour 2015 figurent entre parenthèses.

La baisse du taux de croissance de la FBCF a induit un ralentissement de la croissance du stock de capital de la zone euro depuis 2008, sans précédent dans une perspective historique (cf. graphique 7).

Le stock de capital, qui mesure la valeur de l'ensemble des actifs fixes utilisés, peut être calculé à partir des investissements cumulés corrigés du contenu technologique des biens d'équipement, des tendances des prix relatifs des biens d'équipement et du taux de dépréciation. Le taux de croissance du stock de capital de l'ensemble de l'économie en Italie et en Espagne a nettement ralenti après la crise, en particulier en Italie où le stock de capital est en baisse depuis 2013. La baisse des contributions du stock de capital a pesé sur la croissance potentielle dans ces deux pays au cours des dernières années. Le ralentissement de la croissance du stock de capital a été moins prononcé en France et à peine sensible en Allemagne.

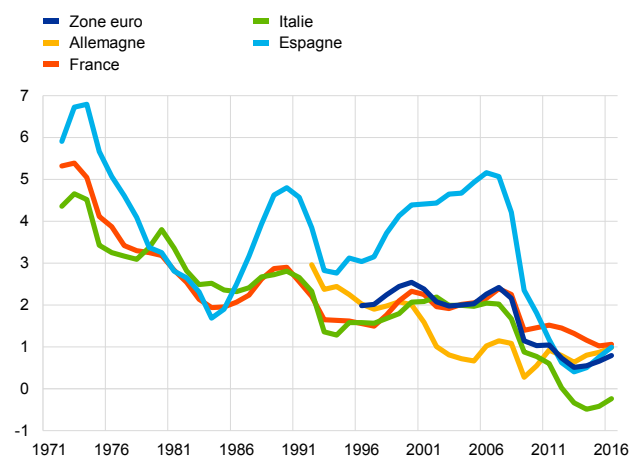
Dans le même temps, le taux d'amortissement du stock de capital s'est légèrement atténué depuis la crise, indiquant un ralentissement de la

consommation de capital fixe (cf. graphique 8). Les taux d'amortissement appliqués aux TIC sont généralement plus élevés que ceux des machines et des équipements (lesquels sont supérieurs à ceux des logements). S'agissant de leur évolution, les taux d'amortissement relatifs à l'ensemble de l'économie se sont stabilisés depuis 2008 en France et en Italie, ainsi que dans la zone euro, mais de façon moins prononcée toutefois. En Allemagne, cette évolution est intervenue un peu plus tard, vers 2012. Depuis 2008, le taux d'amortissement ne semble avoir augmenté qu'en Espagne, ce qui pourrait être lié à des modifications de la composition du stock de capital, associées à la contraction du secteur de la construction. La variation du taux d'amortissement pour la zone euro par rapport à sa dynamique d'avant la crise pourrait être liée à la diminution du taux d'utilisation des capacités et à la réduction de l'« usure naturelle » des actifs. Toutes choses égales par ailleurs, des taux d'amortissement plus faibles ou progressant moins vite pourraient indiquer un moindre besoin d'investissements de remplacement pour maintenir le niveau du stock de capital.

Graphique 7

Croissance du stock de capital net total dans la zone euro et dans les principaux pays de la zone

(variations annuelles en pourcentage)



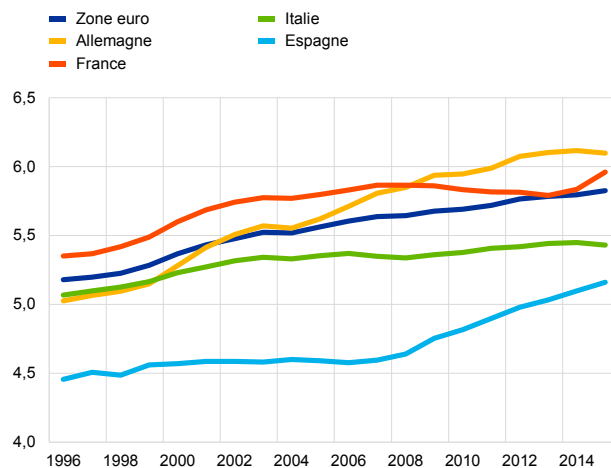
Source : Commission européenne (AMECO).

Notes : La dernière observation se rapporte à 2016 (projection partielle) pour les données de la Commission européenne. Le stock de capital net total à prix constants est calculé à partir du stock de capital de l'année précédente corrigé de la consommation réelle de capital.

Graphique 8

Taux d'amortissement dérivés pour l'ensemble de l'économie de la zone euro et les principaux pays membres

(pourcentages)



Sources : Commission européenne (AMECO) et calculs de la BCE.

Notes : Le calcul est fait à partir de l'équation du stock de capital net dans laquelle le stock de capital à l'instant (t) est égal à : stock de capital (t-1)*(1-delta (t)) + investissement (t), où delta est une estimation du taux d'amortissement, bien que couvrant également le taux de mise hors d'usage.

La FBCF accroît également la capacité productive de l'économie en renforçant la productivité du travail. Pendant la crise, la croissance de la productivité dans la zone euro a été freinée par la faible contribution de l'investissement au renforcement de l'intensité capitalistique (cf. encadré 2).

Encadré 2

Investissement et productivité – comparaison entre la zone euro et les États-Unis

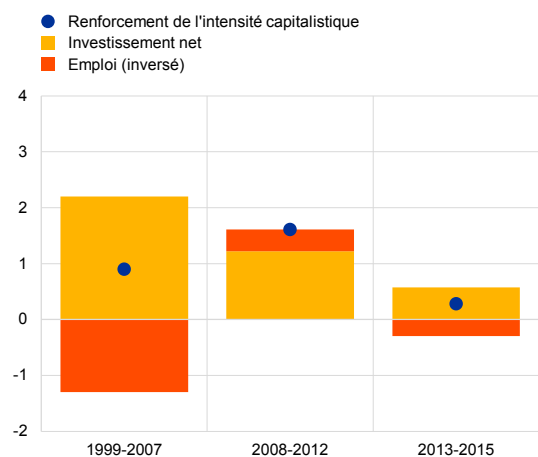
À la suite de la crise, la lenteur de la reprise de l'investissement dans la zone euro pourrait avoir encore limité sa capacité à stimuler la croissance de la productivité de la zone, morose sur le long terme, l'investissement étant un des moteurs principaux du renforcement de l'intensité capitalistique et, par conséquent, un déterminant important de la croissance de la productivité du travail. Le renforcement de l'intensité capitalistique se rapporte au processus consistant à augmenter le ratio capital/travail en fournissant davantage de capital productif au facteur travail. Cependant, le renforcement de l'intensité capitalistique peut également se produire avec peu d'investissements nets lorsque de fortes réductions d'effectifs accroissent mécaniquement le ratio de stock de capital rapporté à une main-d'œuvre réduite. Les graphiques A et B montrent qu'aux États-Unis, dès avant la crise, le renforcement de l'intensité capitalistique progressait à un rythme double de celui de la zone euro en raison, en partie, d'un taux d'investissement nettement plus élevé outre-Atlantique durant les années qui ont précédé la crise. Avec le déclenchement de celle-ci, les fortes réductions d'effectifs dans les deux économies ont contribué à limiter l'incidence du net ralentissement du rythme de l'investissement destiné à renforcer l'intensité capitalistique des deux côtés de l'Atlantique. En fait, pour la zone euro, l'inversion marquée du taux de croissance auparavant robuste de l'emploi a induit une hausse du

taux de renforcement de l'intensité capitalistique durant les principales années de crise, malgré la forte baisse du taux d'investissement.

Graphique A

Renforcement de l'intensité capitalistique dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Commission européenne (AMECO) et calculs de la BCE.

Graphique B

Renforcement de l'intensité capitalistique aux États-Unis

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Commission européenne (AMECO) et calculs de la BCE.

Malgré le rebond de l'activité dans la zone euro depuis le premier trimestre 2013, l'intensité capitalistique dans la zone ne s'est guère renforcée au cours de la reprise économique. Une stagnation analogue a aussi été observée aux États-Unis. Ainsi que le montrent les graphiques, l'investissement américain a rebondi plus fortement vers des taux de progression d'avant la crise, tandis que l'atonie de l'investissement dans la zone euro reste marquée. Cela reflète en partie la reprise plus longue et plus solide de l'ensemble de l'activité aux États-Unis, après la contraction, forte mais éphémère, enregistrée durant la Grande récession de 2008-2009. Cependant, malgré cette différence, le renforcement de l'intensité capitalistique dans les deux économies a été limité depuis 2013 par les effets compensateurs, de proportion semblable, de la vigueur de la croissance de l'emploi⁷⁴.

La croissance de la productivité du travail dans la zone euro a été faible en raison à la fois du renforcement de l'intensité capitalistique et de la croissance de la productivité globale des facteurs. Globalement, ce sont les effets combinés du renforcement de l'intensité capitalistique et de l'élargissement des progrès technologiques et organisationnels « intangibles », appelés productivité globale des facteurs, qui déterminent le rythme de la croissance de la productivité du travail d'une économie. L'atonie des résultats de la zone euro en matière de productivité, en comparaison de ceux des États-Unis, a été un sujet d'inquiétude pour les autorités durant la majeure partie de ces vingt dernières années⁷⁵. Les graphiques C et D utilisent un dispositif classique de comptabilisation de la croissance pour décomposer la croissance de la

⁷⁴ Cf. l'article intitulé « La relation entre emploi et PIB depuis la crise », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2016. Aux États-Unis, la contribution, en moyenne mobile sur cinq ans, de la substitution du travail au capital à la croissance de la productivité du travail a été négative en 2014 et en 2015.

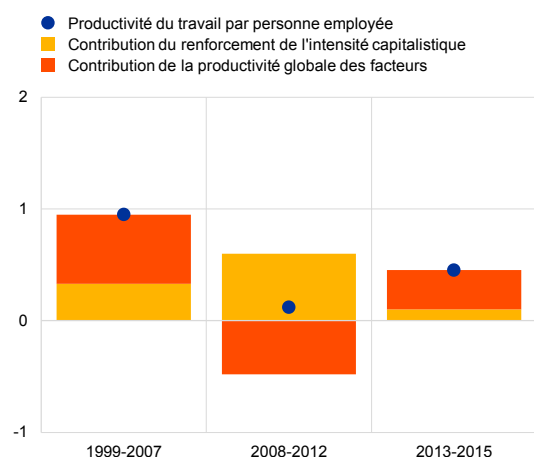
⁷⁵ Dans une perspective à plus long terme, le tableau est encore plus sombre, la croissance de la productivité mesurée en moyenne mobile sur cinq ans ayant ralenti dans les deux économies depuis le début des années deux mille. Aux États-Unis, les cinq dernières années représentent la période où a été enregistré le plus faible taux de croissance de la productivité depuis les années cinquante.

productivité du travail dans la zone euro et aux États-Unis au cours de l'Union économique et monétaire (UEM) selon les contributions apportées, respectivement, par le renforcement de l'intensité capitalistique et par la productivité globale des facteurs. Ils montrent que, durant la période d'après la crise, un recul prononcé de l'intensité capitalistique a apporté une contribution significative au ralentissement de la croissance de la productivité dans les deux économies par rapport aux taux d'avant la crise.

Graphique C

Décomposition de la croissance de la productivité du travail dans la zone euro

(variations en pourcentage ; contributions en points de pourcentage)

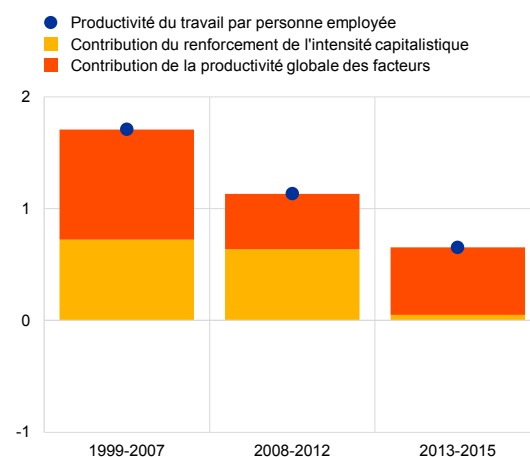


Sources : Commission européenne (AMECO) et calculs de la BCE.

Graphique D

Décomposition de la croissance de la productivité du travail aux États-Unis

(variations en pourcentage ; contributions en points de pourcentage)



Sources : Commission européenne (AMECO) et calculs de la BCE.

Déterminants de l'investissement

Dans la plupart des théories économiques courantes ⁷⁶, le niveau de stock de capital souhaité par les entreprises est déterminé par les rendements attendus ou les niveaux de production prévus, le coût de financement et l'accès au financement, mais également la structure industrielle et un climat favorable aux entreprises. Dans les faits, l'investissement des entreprises est déterminé par une série de facteurs dont les interactions complexes et multiples ne sont pas faciles à dissocier. Dans la présente section, nous examinerons certains de ces facteurs, notamment les prévisions de croissance, l'utilisation des capacités, les bénéfices, l'incertitude, les conditions de financement et les variables institutionnelles et

⁷⁶ Par exemple, selon Keynes, les décisions d'investissement sont déterminées par la rentabilité de l'investissement attendue par les entreprises. Le modèle de l'accélérateur prédit que l'investissement est proportionnel à l'accroissement de la production au cours de la période à venir. Dans le modèle de l'accélérateur financier, les marchés de capitaux opèrent dans un contexte d'information imparfaite, les entreprises préférant alors conserver leurs capitaux pour financer des projets d'investissement. Selon Tobin, les niveaux d'investissement des entreprises devraient évoluer en fonction du ratio entre la valeur boursière de la firme et le coût de remplacement du capital, un ratio désigné sous l'appellation de q de Tobin.

réglementaires, et dans quelle mesure ils ont contribué à la reprise de l'investissement des entreprises.

Le redressement conjoncturel de la demande, la diminution des capacités inutilisées et l'amélioration des bénéfices des sociétés soutiennent l'investissement des entreprises. Le recul des prévisions de croissance à long terme du PIB dans la zone euro, qui s'était accentué durant la crise et a vraisemblablement contribué à la diminution de l'investissement, semble s'être interrompu au cours des dernières années (cf. graphique 9). La situation de la demande, telle qu'elle ressort de l'activité globale et de l'utilisation des capacités, a également une très grande importance pour les décisions d'investissement sur l'ensemble du cycle économique. Les capacités inutilisées, perçues comme importantes durant la crise, se sont progressivement réduites, notamment dans l'industrie manufacturière (cf. graphique 10). En outre, les bénéfices des entreprises ont progressé au cours des dernières années, indiquant une capacité accrue des entreprises à autofinancer leurs investissements (cf. graphique 11). Ces hausses sont généralisées dans les principaux pays de la zone euro et laissent présumer l'existence de fonds aisément mobilisables lorsque les opportunités d'investissement se présenteront ⁷⁷. Un accroissement des bénéfices non distribués a été possible à la faveur d'une réduction des paiements d'intérêts nets, d'une modération salariale et d'une certaine prudence en matière de distribution de dividendes ⁷⁸. De plus, l'incertitude financière élevée ⁷⁹ qui pourrait également amener les entreprises à reporter leurs décisions d'investissement ⁸⁰, et qui a régné lors de la récente crise, a désormais nettement diminué (cf. graphique 12).

⁷⁷ Les SNF ont continué de renforcer leur trésorerie au cours des derniers trimestres, atteignant un nouveau point haut historique (cf. graphique 19). Cf. également l'encadré intitulé « Évolutions de la structure de financement externe des sociétés non financières de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2016.

⁷⁸ Cf. Commission européenne, *Quarterly report on the euro area*, Volume 13, n° 1, avril 2014.

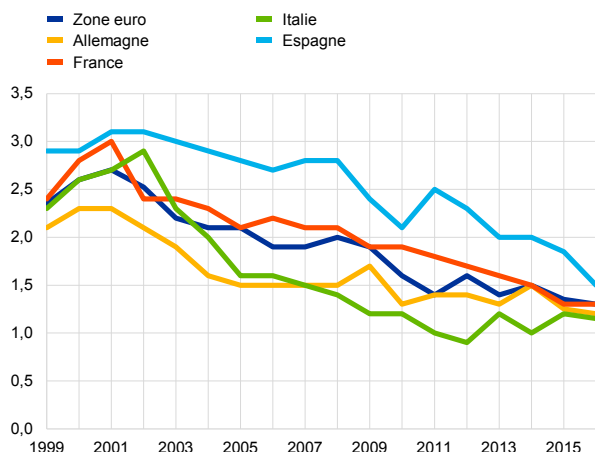
⁷⁹ Cf. Bloom (N.) et al., « *Uncertainty and Investment Dynamics* », 2007.

⁸⁰ Cf., par exemple, Bonciani (D.) et van Roye (B.), « *Uncertainty shocks, banking frictions and economic activity* », *Working Paper Series*, n° 1825, BCE, Francfort-sur-le-Main, juillet 2015.

Graphique 9

Prévisions de croissance du PIB en volume sur un horizon allant de six à dix ans dans la zone euro et dans les principaux pays de la zone

(variations annuelles en pourcentage)

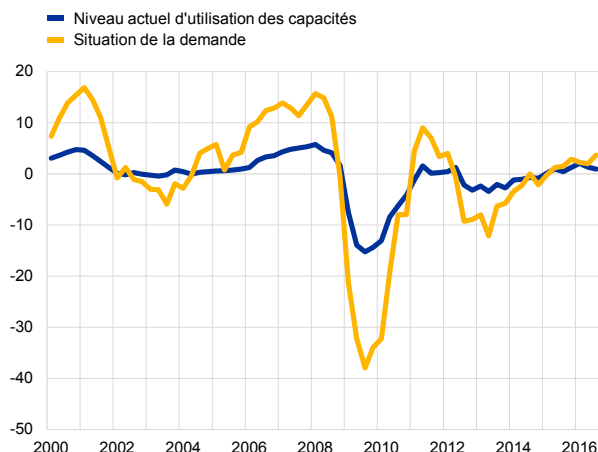


Source : Consensus économique.
Note : La dernière observation se rapporte à octobre 2016.

Graphique 10

Enquêtes relatives à l'utilisation des capacités et à la situation de la demande dans le secteur des biens d'équipement de la zone euro

(écarts par rapport aux moyennes de long terme)



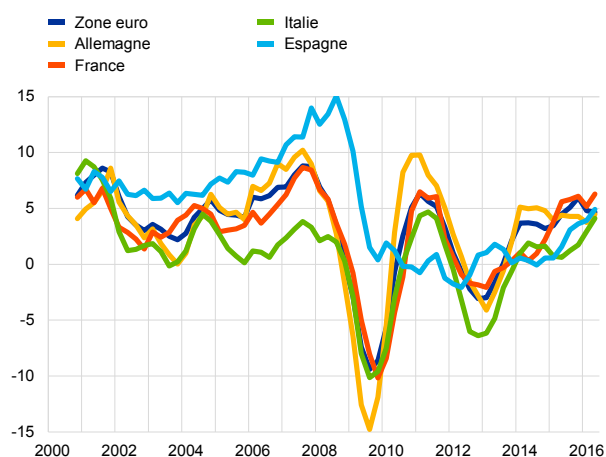
Sources : Commission européenne et calculs de la BCE.

Notes : La série relative à la situation de la demande est construite comme l'inverse de la série de la Commission européenne relative à la demande comme facteur limitant la production dans le secteur des biens d'équipement. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2016.

Graphique 11

Excédent brut d'exploitation de l'ensemble de l'économie dans la zone euro et dans les principaux pays de la zone

(variations annuelles en pourcentage)

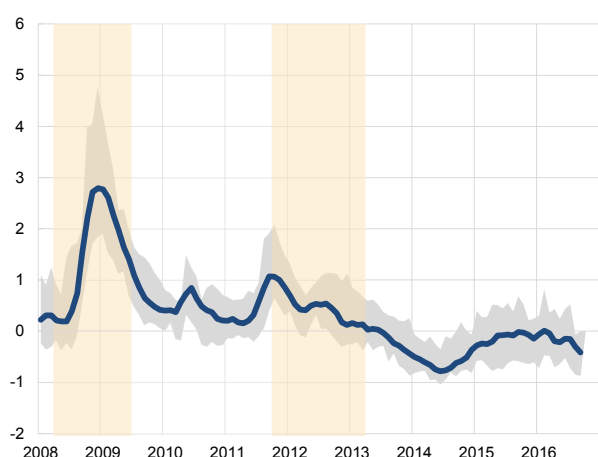


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Note : La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2016.

Graphique 12

Incertitude dans la zone euro

(écart par rapport à la moyenne de long terme)

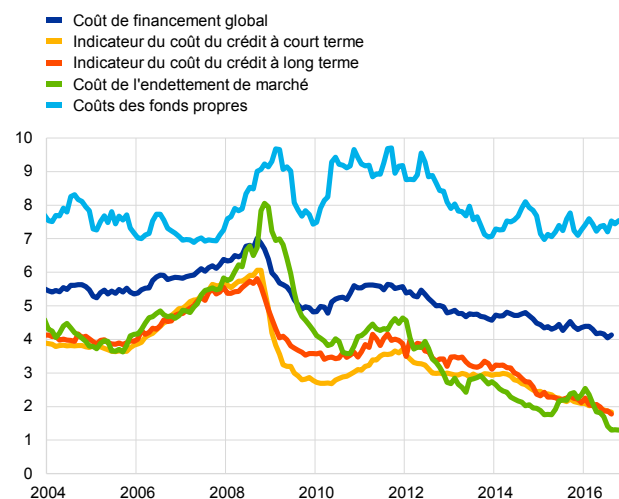


Source : BCE.
Notes : Les zones orange pâle représentent les périodes de récession d'après les classifications du CEPR. La courbe bleue en trait plein représente la médiane des mesures et la zone grisée représente la fourchette des indices de l'incertitude macroéconomique. La dernière observation se rapporte à septembre 2016.

Graphique 13

Coût nominal du financement externe des SNF de la zone euro

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters Datastream, Merrill Lynch, BCE et calculs de la BCE.
Notes : Le coût global du financement pour les SNF se calcule comme une moyenne pondérée du coût des crédits bancaires, du coût de l'endettement de marché et du coût des capitaux propres, sur la base de leurs encours respectifs calculés d'après les comptes de la zone euro. Les estimations du coût des capitaux propres sont établies à partir d'un modèle d'actualisation des dividendes en trois phases. La dernière observation relative au coût global et aux taux des crédits se rapporte à août 2016, tandis que la dernière observation relative au coût de l'endettement de marché et des actions cotées se rapporte au 14 octobre 2016.

Depuis la crise, les coûts de financement des sociétés non financières (SNF) de la zone euro sont devenus de plus en plus favorables à l'investissement des entreprises, en grande partie sous l'effet des mesures de politique monétaire expansionniste.

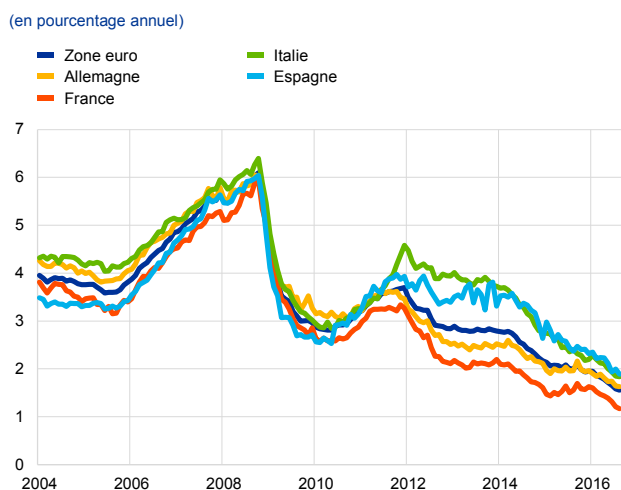
Le coût nominal global du financement externe pour les SNF de la zone euro évolue à la baisse depuis 2012 et se situe à l'heure actuelle à un niveau historiquement bas (cf. graphique 13). À l'origine, la baisse s'explique essentiellement par une diminution du coût du financement par émission d'actions, reflétant la réduction des primes de risque et le redressement des cours des actions, mais les coûts des fonds propres sont devenus plus volatils depuis 2015. En outre, à la faveur de la politique monétaire de la BCE, le coût des crédits bancaires et du financement par endettement de marché a continué de reculer jusque très récemment. La baisse du coût du financement par endettement a été généralisée dans la zone euro (cf. graphique 14). Toutefois, malgré des taux d'intérêt très faibles, le canal de transmission de la politique monétaire a été perturbé durant la période de crise, les entreprises n'étant pas en mesure de mettre à profit le bas niveau des taux

d'intérêt pour investir de manière plus importante. De fait, les banques ont nettement durci leurs critères d'octroi entre mi-2007 et début 2009 et de nouveau entre mi-2011 et début 2012 (cf. graphique 15). Les résultats des modèles VAR bayésiens et d'un modèle VAR à paramètres variant dans le temps (time-varying VAR) indiquent aussi que les restrictions pesant sur l'offre de crédits bancaires ont été responsables du net ralentissement de la croissance des crédits consentis aux SNF en 2009 et en 2010, et également entre 2012 et 2014⁸¹. Toutefois, la fragmentation financière s'est réduite et les bilans des banques se sont considérablement renforcés au cours des dernières années. Par conséquent, les conditions des prêts bancaires se sont nettement améliorées et on estime désormais que les chocs d'offre de crédit contribuent positivement à la croissance des prêts. Cf. l'encadré 3 traitant des données d'enquêtes relatives à l'incidence des contraintes financières sur le comportement des SNF de la zone euro en matière d'investissement.

⁸¹ Cf. Altavilla (C.), Giannone (D.) et Lenza (M.), « *The financial and macroeconomic effects of OMT announcements* », *Working Paper Series*, n° 1707, BCE, Francfort-sur-le-Main, août 2014 ; Altavilla (C.), Darracq Paries (M.) et Nicoletti (G.), « *Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis* », *Working Paper Series*, n° 1861, BCE, Francfort-sur-le-Main, octobre 2015 ; et Gambetti (L.) et Musso (A.), « *Loan Supply Shocks and the Business Cycle* », *Journal of Applied Econometrics*, 2016, à paraître.

Graphique 14

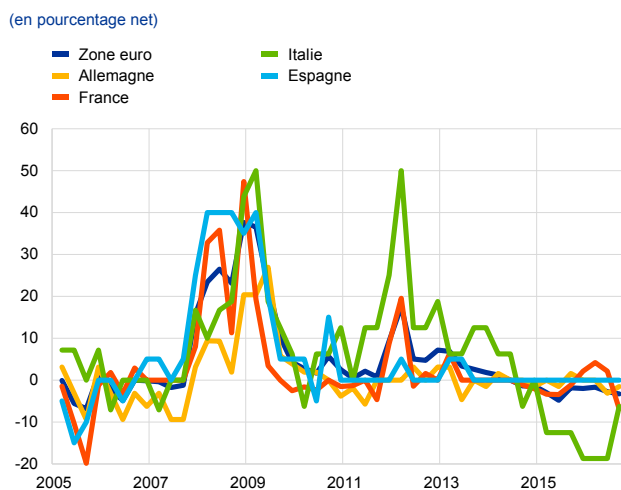
Coût nominal du financement par endettement des SNF dans une sélection de pays de la zone euro



Sources : Markit iBoxx, BCE et calculs de la BCE.
Notes : Le coût nominal de financement par endettement des SNF se calcule comme une moyenne pondérée du coût des crédits bancaires et du coût de l'endettement de marché, sur la base de leurs encours respectifs tirés des statistiques de la BCE relatives aux postes de bilan des institutions financières monétaires et des statistiques de la BCE relatives aux émissions de titres. La dernière observation se rapporte à août 2016.

Graphique 15

Modifications des critères d'octroi appliqués aux crédits ou lignes de crédit accordées aux SNF dans une sélection de pays de la zone euro



Source : BCE.
Notes : Durcissement des critères d'octroi (+) / assouplissement des critères d'octroi (-). La dernière observation se rapporte à l'enquête de juillet 2016 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro.

Encadré 3

Évolutions récentes de l'investissement des entreprises au travers de données d'enquêtes au niveau de l'entreprise

Un indicateur des contraintes de crédit construit à partir des réponses à une enquête menée au niveau des entreprises indique que les contraintes de crédit diminuent. L'enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement ⁸² peut contribuer à expliquer la récente dynamique de l'investissement des entreprises dans la zone euro en reliant les décisions d'investissement des entreprises à leurs perceptions s'agissant du climat des affaires et de leur situation financière. Une entreprise est considérée comme « soumise à des contraintes de crédit » lorsque (a) elle a vu sa demande d'un crédit ou d'une ligne de crédit bancaire (totalement ou partiellement) rejetée, (b) elle a refusé le prêt en raison de coûts associés trop élevés, ou (c) elle a été dissuadée de solliciter un prêt bancaire même si elle en avait besoin. L'indicateur est retombé à 11 % des PME et 6 % des grandes entreprises en mars 2016, après 16 % et 8 %, respectivement, deux ans auparavant.

Les données d'enquêtes montrent qu'une insuffisance de financement peut encore jouer le rôle de frein à l'investissement. Parmi les entreprises qui ont accru leurs investissements au

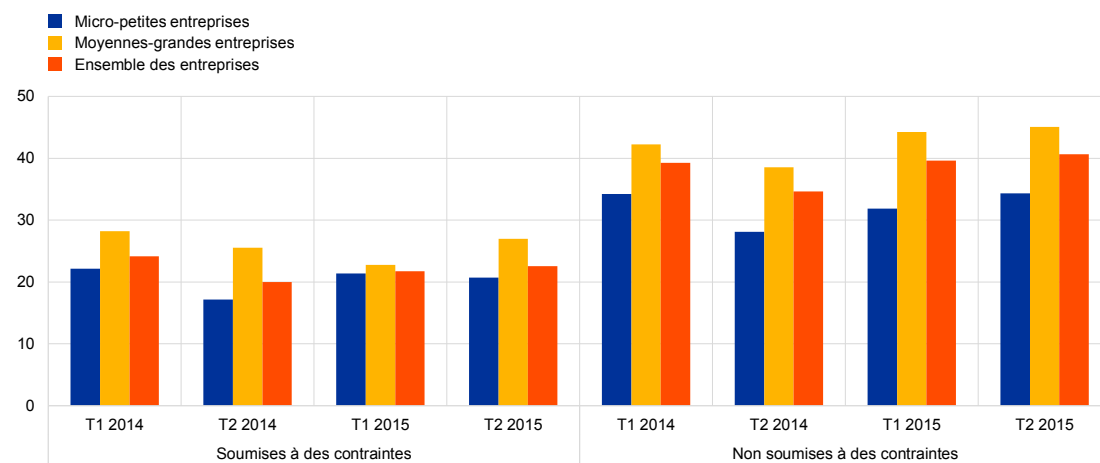
⁸² L'enquête [Survey on the access to finance of enterprises](#) fournit des informations sur l'évolution de la situation financière, des besoins de financement et de l'accès au financement externe des petites et moyennes entreprises (PME) dans la zone euro et compare la situation des PME à celle des grandes entreprises. L'enquête a débuté en 2009 mais le présent encadré couvre la période allant d'avril 2014 (11^e campagne d'enquête) à mars 2016 (14^e campagne), où une question spécifique relative aux investissements en immobilisations corporelles a été intégrée.

cours des six mois précédents, les sociétés non financières (SNF) non soumises à des contraintes financières font état d'investissements en hausse près de deux fois plus souvent que les entreprises subissant des contraintes dans leur accès au crédit (cf. graphique A).

Graphique A

Augmentation de l'investissement des SNF de la zone euro d'après la taille de l'entreprise et d'après l'indice des contraintes de crédit

(en pourcentage pondéré des participants)



Sources : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement.

Notes : La taille de l'entreprise se définit en termes de salariés. Les « micro-petites entreprises » correspondent aux entreprises employant de 1 à 49 salariés, tandis que les « moyennes-grandes entreprises » sont celles comptant 50 salariés ou plus. L'indice des contraintes de crédit se calcule comme la somme des pourcentages des entreprises qui (a) ont vu leur demande d'un crédit ou d'une ligne de crédit bancaire (totalement ou partiellement) rejetée, (b) ont refusé le prêt en raison de coûts associés trop élevés, ou (c) ont été dissuadées de solliciter un prêt bancaire même si elles en avaient besoin.

L'analyse économétrique fournit des indications supplémentaires sur les déterminants de l'investissement. Pour analyser les déterminants de l'investissement, une variable muette, qui prend la valeur de 1 si l'entreprise a fait état d'une augmentation de ses investissements au cours des six mois précédents et la valeur 0 dans le cas contraire, est régressée sur un ensemble de facteurs. Il existe des facteurs spécifiques à une entreprise liés à sa situation financière, à la structure de son capital et à sa démographie et des facteurs liés à l'environnement dans lequel elle opère⁸³. En outre, l'indicateur des contraintes de crédit est ajouté en tant que variable explicative, tandis qu'une série d'autres variables rendent compte de l'intensité des difficultés rencontrées au quotidien par les entreprises dans leurs activités, par exemple la recherche de clients, la concurrence ou la réglementation⁸⁴. L'analyse n'étudie que les entreprises qui ont sollicité un prêt bancaire ou qui en ont été dissuadées.

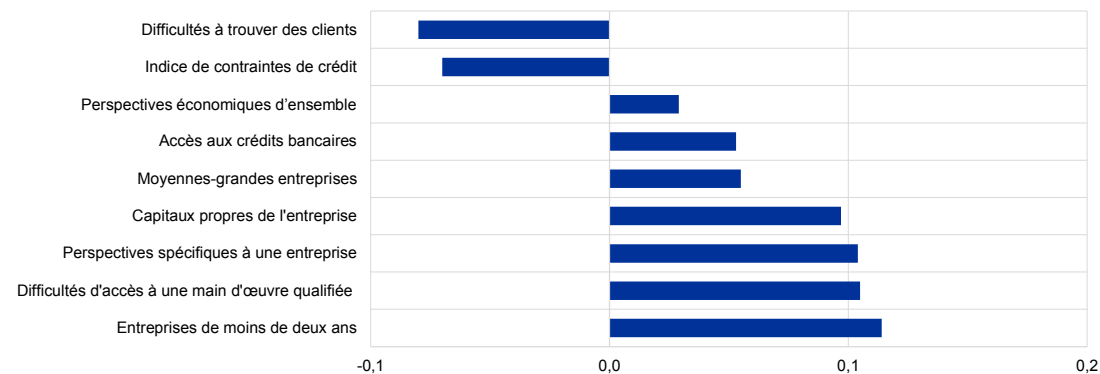
⁸³ Une première série de variables tient compte des classes de taille, d'âge, de chiffre d'affaires et du caractère indépendant ou familial de l'entreprise. Une deuxième série tient compte de la situation financière des entreprises en termes de ventes, de rentabilité et de capitaux propres, et des perceptions des entreprises associées aux perspectives économiques d'ensemble et à l'accès au crédit. Toutes ces variables sont binaires et prennent la valeur 1 si le facteur est en amélioration. En outre, une troisième série de variables prend en considération différentes sources de financement – interne ou externe, comme les bénéfices non distribués, les subventions, les produits bancaires, les crédits commerciaux et les instruments de marché – utilisées par les entreprises pour leur activité.

⁸⁴ Les entreprises sont invitées à évaluer les facteurs qu'elles estiment responsables des difficultés rencontrées dans leurs activités sur une échelle allant de 1 (pas du tout importante) à 10 (extrêmement importante). Ces facteurs recouvrent « Recherche de clients », « Concurrence », « Accès au financement », « Coût de production », « Accès à une main-d'œuvre qualifiée » et « Réglementation ».

Graphique B

Facteurs affectant la probabilité que les SNF de la zone euro augmentent leurs investissements

(effets marginaux à partir de régressions probit)



Sources : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement et calculs de la BCE.

Notes : La variable dépendante est binaire et prend la valeur 1 si l'entreprise a fait état d'une augmentation de ses investissements au cours des six mois précédents et la valeur 0 dans le cas contraire. Seuls les coefficients statistiquement significatifs sont repris, à l'exception des différentes sources de financement, qui ne figurent pas dans le graphique. Les estimations sont établies à partir de régressions de type probit pondéré (weighted probit regressions) (cf. l'enquête *Survey on the access to finance of enterprises* pour une explication des pondérations utilisées). Les régressions comportent des effets fixes par pays/secteur et des effets fixes temporels, et les erreurs sont agrégées au niveau régional. La période d'observation s'étend d'avril 2014 à mars 2016 pour 12 pays de la zone euro.

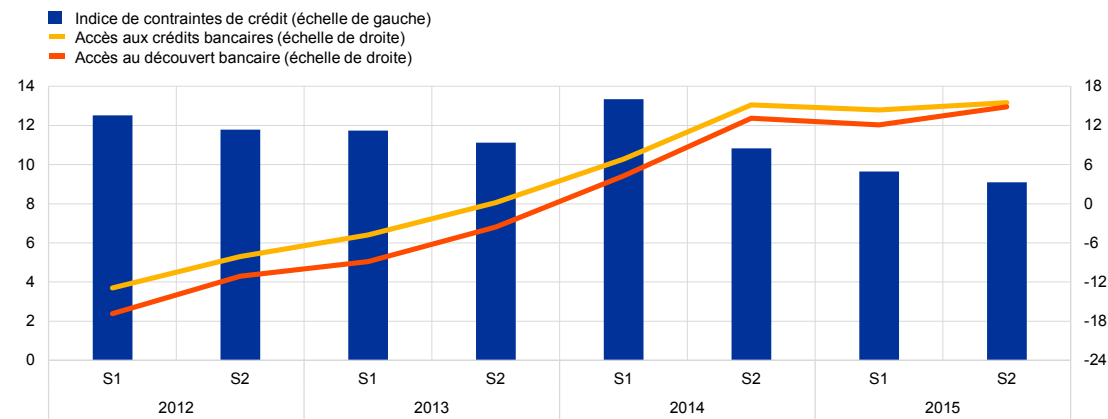
Généralement, il y a plus de chances que des entreprises de création très récente et des entreprises ayant de plus fortes perspectives de croissance et un niveau de capitaux propres plus élevé fassent état d'une augmentation de leurs investissements. Ces résultats ressortent du graphique B, où les barres indiquent l'accroissement marginal de la probabilité attendue qu'une entreprise représentative accroisse ses investissements en raison d'un facteur donné. Par exemple, le graphique montre que les entreprises de création récente (de moins de deux ans) indiquent une augmentation de leurs investissements avec une probabilité plus élevée de 11 %. Cette probabilité d'augmentation des investissements est plus élevée de 10 % pour les entreprises ayant de meilleures perspectives économiques. En outre, l'accès aux crédits bancaires accroît la probabilité d'augmentation des investissements de 5 %, tandis que l'incidence d'une amélioration de l'environnement économique global est légèrement moins importante (3 %). En revanche, le fait d'être soumis à des contraintes de crédit a une forte incidence négative sur l'investissement, réduisant la probabilité d'augmentation des investissements de 7 %. Il apparaît également que les entreprises indiquent une augmentation de leurs investissements avec une probabilité accrue de 11 % lorsqu'elles font état de difficultés d'accès à une main-d'œuvre qualifiée, tandis que cette probabilité est réduite de 8 % pour les entreprises confrontées à des difficultés pour trouver des clients.

Dans l'ensemble, les données d'enquêtes laissent penser que les contraintes financières ont une incidence négative sur le comportement des SNF de la zone euro en matière d'investissement. Cela étant, l'indicateur des contraintes de crédit, et donc aussi l'incidence négative sur l'investissement, a affiché un léger recul ces dernières années. De façon cohérente, les autres données de l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (cf. graphique C) montrent que les restrictions de l'offre de crédits bancaires se sont progressivement réduites et ont entraîné des améliorations de l'accès au financement bancaire (prêts et découverts bancaires).

Graphique C

Indice des contraintes de crédit et accès aux crédits bancaires et aux découverts bancaires

(précédente période de six mois ; en pourcentage des participants, échelle de gauche ; en pourcentage net des participants, échelle de droite)



Sources : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement.

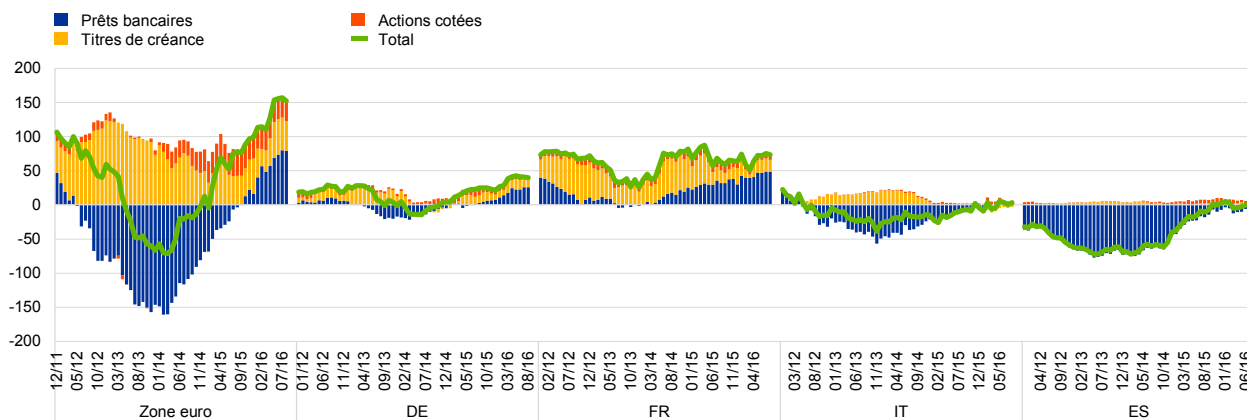
Note : Base : échelle de gauche, ensemble des entreprises ; échelle de droite, entreprises pour lesquelles l'instrument concerné (crédit bancaire ou découvert bancaire) est pertinent.

L'investissement des entreprises devrait également bénéficier de leur recours croissant aux sources externes de financement en raison de la baisse des coûts et de la diminution des contraintes pesant sur l'offre de crédit. Le flux annuel du financement bancaire et du financement de marché accordés aux entreprises de la zone euro a continué de progresser lors des derniers trimestres, atteignant des niveaux comparables à ceux observés à l'automne 2011 (cf. graphique 16). Dans l'ensemble, le renforcement de l'activité économique, de nouvelles diminutions du coût des prêts bancaires et de l'endettement de marché, l'assouplissement des conditions de distribution du crédit bancaire, ainsi que l'accroissement du nombre des fusions et acquisitions, ont favorisé le redressement du financement externe. Dans le même temps, le niveau record des actifs liquides détenus par les SNF (qui comprennent des espèces et des dépôts) a réduit la nécessité du financement externe.

Graphique 16

Prêts bancaires, titres de créance et émission d'actions cotées des SNF dans une sélection de pays de la zone euro

(en milliards d'euros ; flux sur 12 mois)



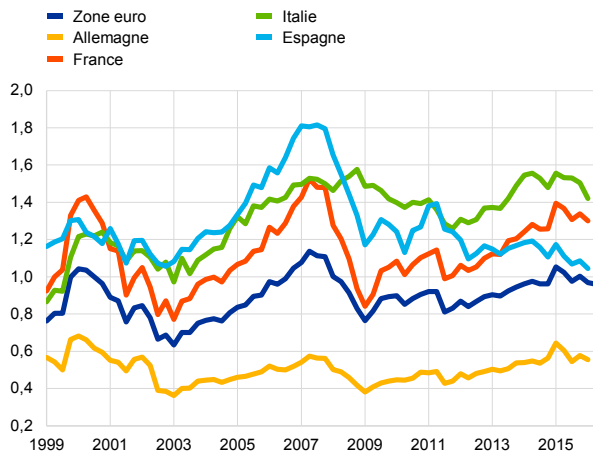
Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à août 2016.

Graphique 17

Fonds propres/valeur nette des SNF dans une sélection de pays de la zone euro

(ratio)



Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Notes : La valeur nette est estimée à la valeur comptable et se calcule comme le total des actifs détenus (somme des actifs financiers et non financiers) moins les encours des engagements (total des engagements nets des actions et des autres participations émises). Les données relatives aux actifs non financiers pour l'Espagne sont basées sur les estimations des services de la BCE. La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2016 pour la zone euro et au premier trimestre 2016 pour les pays.

Les mesures de la valeur marginale du capital (ratio Q de Tobin) ont sensiblement augmenté depuis les niveaux atteints après la faillite de Lehman Brothers et mi-2012 (cf. graphique 17) ⁸⁵.

Cette évolution indique la hausse des incitations à investir en capital. Les mesures du ratio Q de Tobin ont quelque peu diminué depuis début 2015, mais elles demeurent sensiblement supérieures à leurs niveaux post-Lehman et de mi-2012 et devraient encore être propices à l'investissement des entreprises. Cela est confirmé par les résultats d'un modèle VAR qui comprend les variables suivantes : investissement réel des entreprises, excédent brut d'exploitation réel des SNF, écarts de rendement des obligations des sociétés et ratio Q de Tobin. Les résultats montrent que, depuis début 2014, les chocs provoqués par le ratio Q de Tobin ont de plus en plus soutenu la croissance de l'investissement des entreprises ⁸⁶. Cela reflète l'incidence positive de la politique monétaire, qui a réduit le risque macro, et donc également le risque de défaillance des entreprises dans un environnement incertain, et qui s'est traduite par une hausse des prix

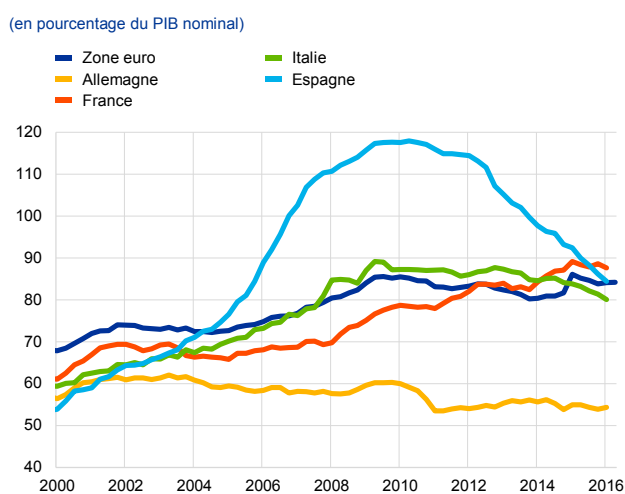
⁸⁵ Le ratio Q de Tobin se définit comme le ratio fonds propres/valeur nette, les fonds propres étant calculés à la valeur de marché et la valeur nette à la valeur comptable.

⁸⁶ Cf. Philippon (T.), « *The Bond market's q* », *The Quarterly Journal of Economics*, Oxford University Press, vol. 124(3), 2009, p. 1011-1056, pour une évaluation de l'incidence de la mesure du ratio Q de Tobin, au lieu du ratio fonds propres/valeur nette, sur la croissance de l'investissement des entreprises aux États-Unis dans un cadre similaire.

des actions des sociétés et par des améliorations des mesures du ratio Q de Tobin. La baisse du risque macro et du risque de défaillance des entreprises est visible dans la diminution des fréquences de défaut anticipées des entreprises cotées de la zone euro et dans le resserrement des écarts de rendement des obligations des entreprises après début 2009 et de nouveau après mi-2012. Lors des derniers trimestres, la contribution positive des chocs induits par le ratio Q de Tobin a diminué, à la suite du fléchissement observé des prix des actions au premier semestre 2016 et du renforcement progressif de la croissance du financement par endettement.

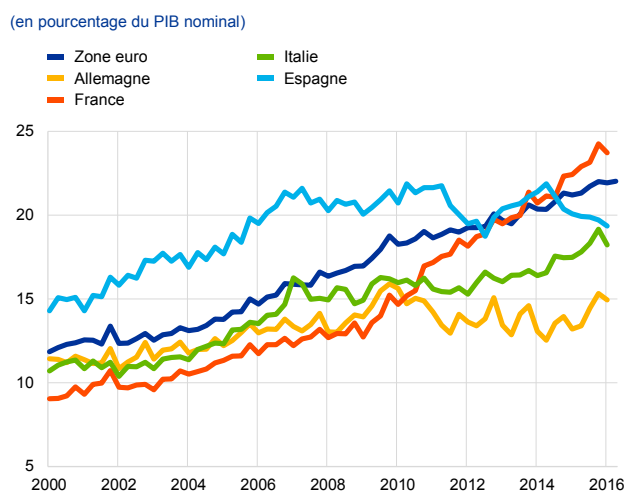
Le ratio d'endettement brut moyen des entreprises de la zone euro demeure historiquement élevé, ce qui est susceptible de peser sur les décisions d'investissement (cf. graphique 18). Dans une perspective à moyen terme, des niveaux d'endettement brut élevés dans un certain nombre de pays, conjugués à une éventuelle hausse des taux d'intérêt, peuvent justifier la poursuite du processus de désendettement, une grande partie de la dette des entreprises étant à taux variable. Dans le même temps, parmi les principaux pays de la zone euro, le ratio d'endettement brut des SNF en Espagne a considérablement diminué depuis mi-2012 et a atteint le niveau moyen de la zone euro, grâce à d'importantes annulations de dettes et à des remboursements nets des prêts bancaires. Lors de graves difficultés financières (niveaux élevés de dette brute conjugués à de fortes probabilités perçues de défaut), les SNF ont tendance à diminuer sensiblement leurs dépenses d'investissement. Cependant, le niveau record de détention d'actifs liquides par les entreprises et les coûts historiquement faibles du service de la dette devraient atténuer les éventuels effets négatifs des niveaux élevés de la dette sur l'économie dans le contexte actuel (cf. graphique 19).

Graphique 18
Dette brute consolidée des SNF dans une sélection de pays de la zone euro



Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.
Notes : La dette est constituée du total des prêts net des prêts interentreprises, des titres de créance émis et des engagements des régimes de retraite. La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2016 pour la zone euro et au premier trimestre 2016 pour les pays.

Graphique 19
Soldes de trésorerie des SNF dans une sélection de pays de la zone euro



Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.
Notes : Les soldes de trésorerie comprennent les espèces et les dépôts. La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2016 pour la zone euro et au premier trimestre 2016 pour les pays.

L'encadré 4 propose de rassembler les moteurs de la dynamique de l'investissement dans un cadre de modélisation.

Encadré 4

Les moteurs de l'investissement des entreprises vus à travers le prisme d'un modèle VAR

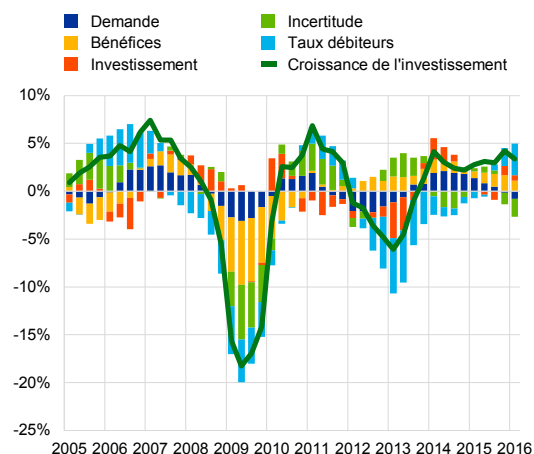
Il est possible d'obtenir des informations supplémentaires relatives à l'impact de différents facteurs sur l'investissement par le biais d'un modèle rassemblant les principaux facteurs.

Cet encadré présente des éléments provenant d'un modèle VAR relatifs aux moteurs de l'investissement des entreprises, tels que les facteurs réels et l'incertitude⁸⁷. Tandis que les facteurs réels ont soutenu la récente reprise de l'investissement, l'incertitude pèse encore sur la croissance de l'investissement. Pour les besoins du modèle, « l'investissement des entreprises » fait référence à la croissance en rythme annuel du total des investissements net de l'investissement résidentiel et net des investissements publics annuels interpolés, ces derniers étant tirés de la base de données AMECO. « La demande » est le PIB corrigé des investissements des entreprises, « les bénéfices » se rapportent à la croissance en rythme annuel de l'excédent brut d'exploitation total de l'économie et « l'investissement » représente les chocs spécifiques à l'investissement. « Le taux d'intérêt » se rapporte aux taux débiteurs appliqués aux SNF et la mesure de « l'incertitude » est l'indice de volatilité financière VIX. Les chocs sont orthogonaux et l'identification utilise la décomposition de Cholesky, où l'incertitude est ordonnée en premier.

Graphique A

Ventilation de la croissance de l'investissement des entreprises de la zone euro

(variation annuelle en pourcentage ; en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, Commission européenne et Thomson Reuters Datastream.

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

Selon le modèle, la reprise actuelle de l'investissement des entreprises dans la zone euro est tirée par la croissance des bénéfices et par l'amélioration de la demande.

Les résultats suggèrent que la reprise de l'investissement a été tirée par un certain nombre de facteurs qui ont influencé l'investissement de façon positive à différentes étapes, tandis que certains facteurs ont continué de peser négativement. La croissance des bénéfices semble être le principal moteur (cf. graphique A). La baisse de l'impact négatif de la demande observée en 2013, suivie par une contribution positive de plus en plus importante liée à son amélioration, a également soutenu l'investissement au cours du mouvement de reprise. La diminution de l'incertitude et la baisse des taux d'intérêt, ainsi que l'impact du choc spécifique à l'investissement, ont également été, de façon

périodique, des facteurs de soutien de la reprise, même si l'incertitude à cet égard a plus récemment pesé sur l'investissement. Il convient d'être prudent avec ce type d'estimations, car elles dépendent du choix des données et de la combinaison des variables. Elles constituent

⁸⁷ Les réponses impulsionnelles de l'investissement aux variables utilisées dans le modèle VAR montrent que les variables ont toutes le signe attendu et sont significatives sur plusieurs périodes après le choc.

cependant un moyen utile de décrire l'incidence fluctuante de différents facteurs et leur importance relative au cours de la reprise de l'investissement.

Les décisions d'investissement à long terme des entreprises sont affectées par plusieurs facteurs institutionnels et réglementaires. Ces facteurs décrivent l'attrait exercé par chaque pays pour les entrepreneurs et recouvrent les institutions du marché du travail, les réglementations du marché des produits, les systèmes d'imposition, les mécanismes de restructuration de la dette et les cadres de mise en application des contrats, ainsi que la qualité d'ensemble de l'administration publique et du système judiciaire ⁸⁸. La lourdeur des réglementations et la piètre qualité des institutions peuvent non seulement affecter les coûts réels des projets d'investissement, mais elles peuvent également exacerber les effets de l'incertitude pour les recettes et les dépenses futures ⁸⁹. En particulier, la création de nouvelles entreprises peut être freinée par des barrières à l'entrée (procédures d'agrément compliquées, par exemple). De plus, les procédures administratives peuvent considérablement affecter le calendrier du processus d'agrément et les coûts attendus liés à l'investissement. En outre, des institutions du marché du travail très rigides, qui empêchent une allocation optimale du travail, peuvent décourager les investissements plus innovants et plus risqués, accroître les coûts attendus des projets et réduire la capacité de réaffecter et d'ajuster la production des entreprises. Les décisions des entreprises sont également très sensibles au degré d'irréversibilité de leurs stratégies en matière de capital. À cet égard, un système judiciaire efficace et une procédure efficace de restructuration de la dette améliorent la résilience de l'économie en favorisant un environnement des affaires dans lequel il est plus facile de réaffecter des capitaux, si un projet d'investissement perd sa rentabilité.

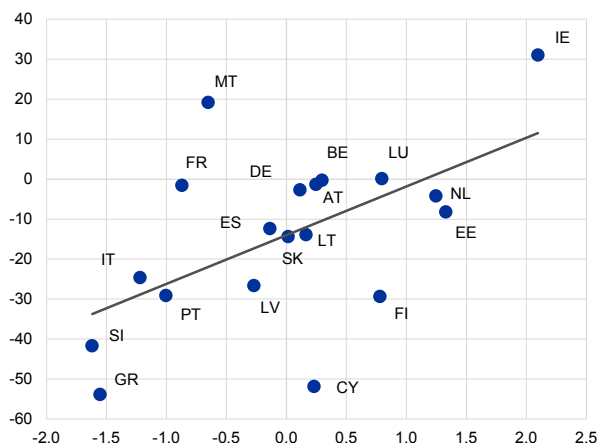
⁸⁸ L'importance de disposer d'institutions solides pour accroître la résilience économique et donc pour influencer les décisions d'investissement est examinée dans l'article intitulé « Renforcement de la résilience et de la croissance à long terme : l'importance d'institutions et de structures économiques solides pour les pays de la zone euro et l'UEM », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2016.

⁸⁹ D'après Bloom *et al.* (2007), les facteurs qui augmentent l'irréversibilité de l'accumulation du capital tendent à rendre les entreprises plus prudentes.

Graphique 20

Caractéristiques institutionnelles et performances des investissements des entreprises

(axe des abscisses : indice standardisé de liberté économique (2008) ;
axe des ordonnées : croissance de l'investissement des entreprises (2008-2014))



Sources : Heritage Foundation (Indice de liberté économique) et Eurostat.
Notes : L'investissement des entreprises se définit comme l'investissement privé non résidentiel. Des valeurs plus élevées de l'indice de liberté économique signalent de meilleures conditions de libre jeu du marché.

En dépit de réformes importantes ces dernières années, plusieurs facteurs réglementaires et institutionnels continuent de peser sur l'investissement des entreprises. Le graphique 20 illustre la relation entre un indice mesurant la capacité globale d'un pays à occuper une position concurrentielle sur les marchés internationaux d'après les règles de droit, la taille du secteur public et l'efficacité réglementaire et les politiques d'open market (indice de liberté économique de l'Heritage Foundation) en 2008 et les performances de l'investissement cinq ans après. D'après le graphique, il existe une corrélation positive évidente entre un environnement plus favorable aux affaires (valeur plus élevée de l'indice économique) et une croissance plus forte de l'investissement des entreprises sur les cinq années.

L'interaction entre les facteurs réglementaires et institutionnels et d'autres moteurs analysés ci-dessus peut entraîner des effets non linéaires sur l'investissement des entreprises

(cf. l'encadré 5). Dans certains pays de la zone euro,

cela peut s'illustrer par l'interaction entre un niveau élevé d'endettement des entreprises et des dispositifs inefficaces de restructuration de la dette, ce qui risque de ralentir le processus de désendettement et donc de différer de nouveaux projets d'investissement.

Encadré 5

Croissance de l'investissement et réformes structurelles

Le présent encadré examine le lien existant entre les caractéristiques structurelles de chaque pays et les performances des investissements des entreprises. En se fondant sur les informations tirées des entreprises (cf. l'encadré 3), l'exercice décrit dans le présent encadré a pour objectif de tester, au niveau macroéconomique, la pertinence des variables structurelles pour les décisions d'investissement. Sur la base des données disponibles pour dix pays de la zone euro, un modèle de données de panel est estimé pour la période 2002-2014, qui relie la croissance de l'investissement des entreprises à un ensemble de variables macroéconomiques et structurelles.

Tableau A
Effet des réformes structurelles

Variable dépendante : Croissance réelle de l'investissement des entreprises	Modèle (1)	Modèle (2)
Croissance du PIB en volume (t-1)	0,665*** (0,180)	0,621*** (0,178)
Taux réel à long terme (t-1)	-0,246 (0,157)	-0,197 (0,154)
Incertitude (t-1)	-0,584** (0,229)	-0,614*** (0,229)
Restrictions du crédit (enquête sur la distribution du crédit bancaire)	-0,027** (0,011)	-0,026** (0,011)
Cycle d'endettement (t-1)	-0,151*** (0,048)	-0,073 (0,051)
Indicateur Doing Business (DBI)	0,316** (0,151)	0,158 (0,157)
DBI*cycle d'endettement (t-1)		-0,354*** (0,132)
Constant	1,115** -0,443	1,125** -0,435
Observations	490	490
R carré	0,25	0,26

Sources : BCE, Eurostat et Banque mondiale.
Notes : Erreurs standard robustes entre parenthèses ; niveaux de signification : *** pour valeur de $p < 0,01$, ** pour valeur de $p < 0,05$ et * pour valeur de $p < 0,1$. Le taux réel à long terme fait référence au taux d'intérêt réel pour une durée supérieure à un an. L'incertitude est définie comme la racine carrée des rendements boursiers quotidiens quadratiques moyens de l'indice boursier national. Le cycle d'endettement est basé sur un filtre HP.

Il s'avère que les indicateurs réglementaires et institutionnels sont significatifs pour expliquer la croissance de l'investissement des entreprises. Le tableau A montre les résultats du modèle de panel empirique estimé, dans lequel la variable dépendante est la croissance réelle de l'investissement des entreprises et où les variables explicatives sont la croissance du PIB en volume, le taux débiteur réel à long terme, une mesure de l'incertitude basée sur la volatilité du marché boursier, un indicateur des restrictions de l'offre de crédit tiré de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, la composante conjoncturelle du ratio dette/actifs des SNF comme mesure de l'excès d'endettement (cycle d'endettement) et l'indicateur Doing Business de la Banque mondiale comme variable mesurant l'environnement des affaires⁹⁰. La colonne (1) montre qu'une croissance plus vigoureuse du PIB en volume et un environnement des affaires plus favorable ont un effet positif sur la croissance de l'investissement des entreprises, tandis qu'une incertitude plus forte, des conditions de l'offre de crédit plus strictes et un excès d'endettement tendent à ralentir la croissance de cet investissement⁹¹.

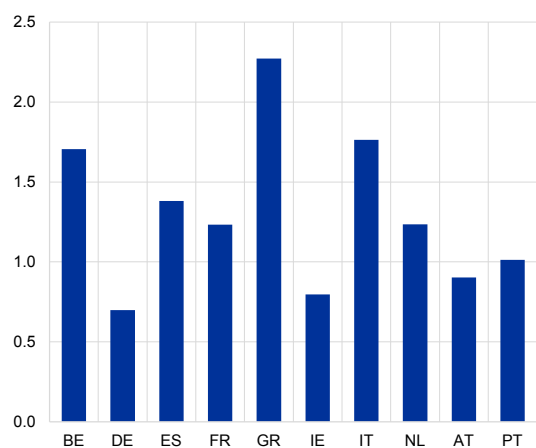
Les estimations du modèle suggèrent que l'interaction existant entre les facteurs structurels et certains facteurs conjoncturels est susceptible d'exacerber la

dynamique de l'investissement des entreprises en période de crise. Cet effet est pris en compte en incluant un terme d'interaction entre l'excès d'endettement et l'indicateur d'environnement des affaires (cf. tableau A, colonne (2)). Ce terme d'interaction supplémentaire est significatif et suggère que l'interaction entre les pays ayant des entreprises excessivement endettées et un environnement des affaires moins porteur affecterait de façon négative la croissance de l'investissement des entreprises.

⁹⁰ Les résultats de l'estimation et les implications économiques sont robustes au choix d'autres indicateurs structurels tels que l'indice de liberté économique de l'*Heritage Foundation*, l'indice de l'OCDE sur la protection de l'emploi et l'indicateur relatif à la résolution de l'insolvabilité de la Banque mondiale. Toutes les variables, à part les indicateurs structurels et l'indicateur de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, sont décalées.

⁹¹ Le taux débiteur est significatif dans une régression de panel sans incertitude. Après l'introduction de l'incertitude, le taux débiteur perd sa signification dans notre échantillon d'estimation.

Graphique A
Effet des facteurs structurels



Sources : BCE, Eurostat et Banque mondiale.
Note : Il s'agit de l'effet annuel, en point de pourcentage, sur la croissance de l'investissement des entreprises de la réduction de moitié de l'écart entre chaque indicateur spécifique aux pays et la valeur de l'indicateur Doing Business de la Banque mondiale pour les trois pays de l'OCDE ayant les meilleurs résultats.

La réalisation d'un environnement plus favorable aux affaires peut considérablement stimuler la croissance de l'investissement des entreprises. En se basant sur le modèle empirique, il est possible de simuler l'effet pour les pays ayant pour objectif d'améliorer leur classement relatif dans l'indicateur Doing Business de la Banque mondiale par rapport aux trois pays de l'OCDE ayant les meilleurs résultats. Le graphique A montre qu'un tel effort de réforme entraînerait, en moyenne, une progression de la croissance de l'investissement des entreprises d'environ 1 point de pourcentage par an, les hausses les plus importantes étant obtenues dans les pays les plus éloignés des meilleures pratiques de l'OCDE. Même si ces résultats sont conformes aux éléments empiriques existants qui montrent l'importance de la qualité des institutions pour

l'accumulation de capital, la productivité et la croissance (cf. Alesina et al., 2005)⁹², il convient de les interpréter avec prudence, étant donné l'équilibre partiel de l'exercice, la brièveté relative de la période étudiée, les approximations utilisées pour mesurer l'incertitude (qui reposent uniquement sur la volatilité du marché boursier) et le cycle d'endettement, basé sur un filtre HP.

Politiques structurelles favorisant l'investissement

Il existe un large éventail de politiques structurelles susceptibles de favoriser l'investissement. Ces politiques visent généralement à améliorer l'environnement réglementaire et les conditions de crédit, en réduisant les barrières à l'entrée et en accroissant la flexibilité globale des marchés du travail et des produits. Leurs effets sur l'investissement devraient emprunter de nombreux canaux : en affectant le coût d'ajustement du stock de capital des entreprises, en facilitant l'expansion des capacités productives, en modifiant le taux de rendement du capital, en augmentant la disponibilité des crédits à l'économie, en allégeant les contraintes administratives et en influençant les anticipations et la confiance, réduisant ainsi l'incertitude. De nombreux pays de la zone euro se sont engagés depuis 2011 dans un certain nombre de réformes favorisant l'investissement ; cependant, le rythme de mise en œuvre s'est sensiblement ralenti ces dernières années⁹³.

⁹² Cf. Alesina (A.), Ardagna (S.), Nicoletti (G.) et Schiantarelli (F.), « *Regulation and investment* », *Journal of the European Economic Association*, 3(4), 2005, p. 791-825.

⁹³ Pour plus d'informations sur le faible niveau de mise en œuvre des réformes du marché des produits, cf. l'encadré intitulé « La procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques pour 2016 et la mise en œuvre des recommandations par pays pour 2015 », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2016.

Les politiques qui accroissent la concurrence, réduisent les contraintes administratives et favorisent les réglementations favorables aux affaires apportent un soutien positif à l'investissement.

À cet égard, trois catégories de politiques semblent particulièrement importantes : a) les réformes qui affectent l'efficacité des marchés et améliorent les structures de gouvernance des entreprises, notamment les entreprises publiques, ce qui peut modifier la fourniture de biens et services sur des compartiments spécifiques des marchés ⁹⁴ ; b) les réformes des procédures de demande d'agrément et des procédures administratives qui peuvent sensiblement réduire les contraintes de mise en place d'une nouvelle entreprise, en particulier pour les investisseurs non domestiques ; et c) les réformes qui peuvent réduire ou éliminer les barrières à l'entrée, axées en priorité sur le secteur des services, notamment les services professionnels et les activités de réseau. Avec le processus de désendettement qui se poursuit dans les pays de la zone euro, une autre piste permettant de générer davantage d'investissement consiste à mettre en œuvre des politiques susceptibles de soutenir la création de nouvelles entreprises et de nouveaux projets d'investissement. Cela contribuerait également à une réallocation sectorielle des secteurs frappés par la crise vers des industries plus productives et innovantes. Ces politiques sont particulièrement importantes pour favoriser le marché unique, dans lequel les économies seraient plus intégrées et plus efficaces, ce qui augmenterait les répercussions positives sur l'investissement. Dans les domaines mentionnés précédemment, le rythme des réformes au cours des dernières années est resté relativement limité par rapport aux besoins des pays et à l'objectif primordial d'un renforcement de l'intégration économique au sein du marché unique. L'importance de ces réformes a également été soulignée dans le contexte des recommandations par pays pour 2016, dans lesquelles la Commission a sensiblement accru le nombre de recommandations traitant de la nécessité pour les politiques de soutenir l'investissement par l'amélioration des conditions-cadres ⁹⁵.

Une efficacité et une flexibilité importantes du marché du travail sont également propices à une croissance plus forte de l'investissement ⁹⁶.

Une approche globale des réformes du marché du travail doit comprendre des mesures susceptibles de soutenir la réaffectation des chômeurs hors des secteurs frappés par la crise, de limiter les effets négatifs de la dépréciation des qualifications professionnelles et d'éviter les effets d'hystérèse sur la dynamique du chômage à long terme. L'augmentation de la flexibilité sur le marché du travail peut également favoriser des projets d'investissement plus innovants, car ils sont souvent plus risqués et nécessitent généralement davantage de redistribution des emplois. D'importantes réformes du marché du travail ont récemment été mises en œuvre

⁹⁴ Le gouvernement d'entreprise peut définir les structures du bilan des entreprises et leur dépendance à l'égard de sources de financement externes, ainsi que leur appétence pour le risque. Ces facteurs ont des implications importantes sur l'accumulation des actifs immobilisés dans les SNF (cf. , par exemple, Zingales, L., "Corporate Governance", in Newman, P. (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 1998).

⁹⁵ Cf. l'encadré intitulé « Les recommandations par pays pour 2016 », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2016.

⁹⁶ Cf. l'encadré intitulé « 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 », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2015.

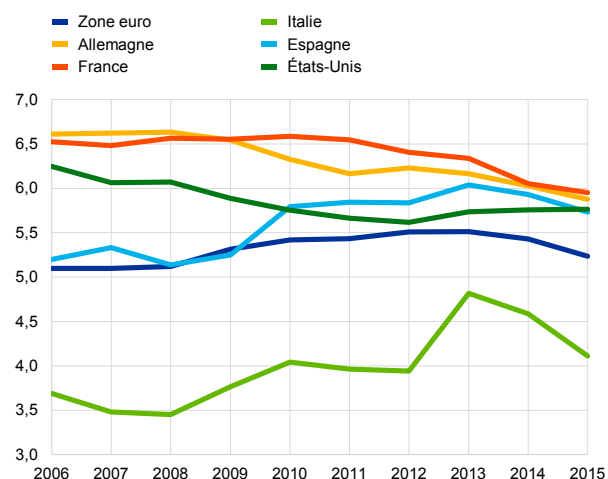
dans les pays les plus vulnérables de la zone euro et leurs effets doivent être suivis en permanence.

Les mesures permettant de remédier au niveau élevé de l'endettement et à l'absence d'un dispositif efficace de restructuration de la dette sont particulièrement importantes pour soutenir l'investissement dans certains pays de la zone euro.

Un système efficace permettant de restructurer les entreprises endettées (par exemple, en facilitant les règlements à l'amiable, en accélérant les procédures liées à l'insolvabilité et en facilitant la restitution des garanties) et d'éviter un accroissement brutal du niveau des créances douteuses peut contribuer de façon positive à la reprise. Ces politiques réduiraient la rigidité et la complexité de l'environnement des affaires et soutiendraient la réallocation des entreprises vers des secteurs plus innovants et plus productifs. Une infrastructure institutionnelle plus forte et des politiques réglementaires favorables au secteur bancaire pourraient inciter davantage les débiteurs et les créanciers à s'engager dans une restructuration de la dette. Les politiques permettant de faciliter le transfert de créances douteuses à de nouveaux propriétaires favoriseraient également l'assainissement des bilans des banques (par exemple, en encourageant un marché de titres adossés à des créances douteuses). Ces actions renforceraient la capacité du secteur bancaire à octroyer des prêts à l'économie. Elles renforceraient le bilan des banques et, en parallèle, permettraient aux emprunteurs en difficulté, mais viables, de commencer à recevoir de nouveaux crédits. Ces dernières années, certains pays ont modernisé leurs cadres législatifs pour la restructuration de la dette, mais des efforts supplémentaires sont nécessaires pour renforcer l'efficacité de ces nouveaux cadres et pour accroître leur harmonisation entre les pays européens.

Graphique 21 Qualité des infrastructures dans la zone euro, aux États-Unis et dans les principaux pays de la zone euro

(échelle de 1 à 7 ; les scores plus élevés indiquent une meilleure infrastructure)



Source : Forum économique mondial, rapport sur la compétitivité mondiale.
Note : La dernière observation se rapporte à 2015.

Enfin, des investissements ciblés et efficaces dans les infrastructures peuvent soutenir

l'investissement des entreprises. Au début des années quatre-vingt-dix, un volume considérable de littérature empirique a souligné l'importance des infrastructures physiques comme déterminant de la croissance économique (par exemple, Easterly et Rebelo)⁹⁷. L'investissement dans les infrastructures favorise la productivité du capital privé, augmentant son taux de rendement et encourageant davantage d'investissements. La présence d'infrastructures de bonne qualité est également une considération importante pour les entreprises multinationales dans leurs choix d'implantation des investissements directs à l'étranger. L'investissement dans les infrastructures est généralement réalisé par le secteur public, par des partenariats public-privé ou par des organismes privés réglementés, étant donné que ce type d'investissement se caractérise généralement par des coûts initiaux importants, tandis que les bénéfices ou les rendements s'accumulent sur de très longues périodes. La longévité

(et donc la difficulté de s'assurer de rendements suffisants sur un horizon aussi long) peut constituer une vraie difficulté pour le financement et la réalisation par le secteur privé. Lorsqu'elles décident des projets d'infrastructure à entreprendre, les autorités publiques doivent soigneusement évaluer les retombées sociales d'ensemble par rapport aux coûts de financement et aux conséquences budgétaires. Certains pays de la zone euro ont enregistré un fléchissement significatif de l'investissement public ces dernières années, tandis que d'autres ont continué d'observer des niveaux relativement faibles au cours des quinze années écoulées⁹⁸. Dans le même temps, la qualité du stock existant d'infrastructures a diminué (cf. graphique 21). Afin de disposer d'une stratégie globale permettant de stimuler l'investissement et de créer de nouveaux emplois en Europe, le plan d'investissement de l'UE a été lancé en novembre 2014⁹⁹, financé par le Fonds européen pour les investissements stratégiques (EFSI) nouvellement mis en place (juin 2015)¹⁰⁰. En août 2016, l'EFSI avait soutenu un tiers du financement total attendu pour les projets d'investissement¹⁰¹, qui concerne à la fois les petites et moyennes entreprises et les projets plus importants. À long terme, les effets de ce plan peuvent être substantiels à condition que les projets d'investissement soient choisis en fonction de leur

⁹⁷ Cf. Easterly (W) et Rebelo (S), « Fiscal policy and economic growth : an empirical investigation », *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 1993, p. 417-458.

⁹⁸ Cf. l'article intitulé « L'investissement public en Europe », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2016.

⁹⁹ Cf. l'encadré intitulé « Le Plan d'investissement pour l'Europe – le Plan Juncker » dans l'article « L'investissement public en Europe », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2016.

¹⁰⁰ Cf. l'encadré intitulé « La flexibilité dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2015.

¹⁰¹ Selon les hypothèses initiales, le plan d'investissement de l'UE devrait mobiliser environ 315 milliards d'euros de financement pour des projets d'investissement supplémentaires. Une proposition ultérieure de la Commission européenne vise à augmenter le financement EFSI actuel pour le porter à 500 milliards d'euros et à prolonger ses activités jusqu'en 2020.

incidence sur le renforcement de la productivité et qu'ils soient mis en œuvre efficacement.

Conclusion

Les facteurs conjoncturels et structurels soutenant la reprise de l'investissement se sont améliorés ces dernières années. Le redressement, en cours depuis 2013, a été entraîné par l'amélioration des conditions de la demande et des bénéfices et, pour certains pays de la zone euro, par les progrès importants du processus de désendettement et l'amélioration des conditions de financement.

Dans les prochaines années, l'amélioration des facteurs conjoncturels devrait continuer de soutenir l'investissement des entreprises, tandis que le ralentissement du potentiel de croissance sous-jacent et la persistance d'un endettement élevé risquent de freiner les décisions d'investissement. Pour la période à venir, l'investissement des entreprises devrait continuer à progresser. Le redressement de la demande, l'orientation accommodante de la politique monétaire et l'amélioration des conditions de financement devraient stimuler l'investissement. L'amélioration des bénéfices et la nécessité de remplacer le capital après des années d'atonie de la FBCF devraient également soutenir l'investissement total. Cependant, les besoins de désendettement et un environnement encore peu propice aux affaires dans certains pays, ainsi que la faiblesse des perspectives de croissance potentielle, pourraient freiner la croissance de l'investissement. De plus, l'incertitude liée aux futures relations de l'Union européenne avec le Royaume-Uni et ses conséquences potentielles pour l'économie de la zone euro pourraient peser sur les perspectives d'investissement.

Pour l'avenir, le rôle des politiques structurelles pour stimuler l'investissement demeure primordial. Les politiques affectant l'environnement réglementaire, améliorant la concurrence sur les marchés de produits, favorisant la flexibilité du travail et soutenant le désendettement et la croissance du crédit par des dispositifs relatifs à l'insolvabilité plus efficaces sont essentielles pour stimuler l'investissement des entreprises sur le long terme.

Statistiques

Table des matières

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

Informations complémentaires

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

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

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

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

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

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

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

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

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

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

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

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

Conventions utilisées dans les tableaux

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

1 Environnement extérieur

1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

	PIB ¹⁾ (variations en pourcentage d'une période sur l'autre)						IPC (variations annuelles en pourcentage)						
	G20 ²⁾	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Pays de l'OCDE		États-Unis	Royaume-Uni (IPCH)	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro ³⁾ (IPCH)
							Total	Hors produits alimentaires et énergie					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	3,1	1,7	1,9	1,4	7,8	-0,3	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	3,1	-0,1	7,3	1,1	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,2	2,6	2,2	0,6	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2015 T4	0,7	0,2	0,7	-0,4	1,5	0,4	0,7	1,8	0,5	0,1	0,3	1,5	0,2
2016 T1	0,7	0,2	0,4	0,5	1,2	0,5	1,0	1,9	1,1	0,3	0,0	2,1	0,0
T2	0,7	0,4	0,7	0,2	1,8	0,3	0,8	1,8	1,0	0,3	-0,4	2,1	-0,1
T3	.	.	.	.	.	.	.	.	1,1	0,7	.	1,7	0,3
2016 Avril	-	-	-	-	-	-	0,8	1,8	1,1	0,3	-0,3	2,3	-0,2
Mai	-	-	-	-	-	-	0,8	1,8	1,0	0,3	-0,5	2,0	-0,1
Juin	-	-	-	-	-	-	0,9	1,9	1,0	0,5	-0,4	1,9	0,1
Juillet	-	-	-	-	-	-	0,8	1,8	0,8	0,6	-0,4	1,8	0,2
Août	-	-	-	-	-	-	0,9	1,8	1,1	0,6	-0,5	1,3	0,2
Sept.	-	-	-	-	-	-	.	.	1,5	1,0	.	1,9	0,4

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

1) Données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes.

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

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

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

	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs)									Importations de marchandises ¹⁾		
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat ²⁾			Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes
	Mondial ²⁾	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Secteur manufacturier	Services	Nouvelles commandes à l'exportation			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,2	52,7	50,6	3,3	-0,1	5,6
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,2	54,1	51,4	2,7	3,8	2,0
2015	53,3	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,8	53,9	50,3	0,5	3,8	-1,6
2015 T4	52,7	55,0	55,4	52,3	49,9	54,1	51,3	53,2	50,5	0,7	0,4	1,0
2016 T1	51,2	51,5	54,1	51,2	50,3	53,2	50,7	51,3	49,4	-1,0	0,5	-2,0
T2	50,8	51,5	52,4	49,0	50,5	53,1	49,7	51,1	48,8	-0,6	0,1	-1,1
T3	51,2	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,6	51,1	50,1	.	.	.
2016 Avril	51,1	52,4	51,9	48,9	50,8	53,0	50,0	51,6	48,7	-1,3	0,7	-2,6
Mai	50,5	50,9	53,0	49,2	50,5	53,1	49,5	50,9	48,4	-1,6	-0,6	-2,2
Juin	50,6	51,2	52,4	49,0	50,3	53,1	49,7	51,0	49,3	-0,6	0,1	-1,1
Juillet	51,2	51,8	47,5	50,1	51,9	53,2	51,6	51,0	49,7	0,1	0,4	-0,1
Août	51,1	51,5	53,6	49,8	51,8	52,9	51,8	50,8	50,4	.	.	.
Sept.	51,4	52,3	53,9	48,9	51,4	52,6	51,5	51,4	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
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016 Mars	-0,29	-0,31	-0,23	-0,13	-0,01	0,63	-0,01
Avril	-0,34	-0,34	-0,25	-0,14	-0,01	0,63	-0,02
Mai	-0,34	-0,35	-0,26	-0,14	-0,01	0,64	-0,03
Juin	-0,33	-0,36	-0,27	-0,16	-0,03	0,65	-0,03
Juillet	-0,33	-0,37	-0,29	-0,19	-0,06	0,70	-0,03
Août	-0,34	-0,37	-0,30	-0,19	-0,05	0,81	-0,02
Septembre	-0,34	-0,37	-0,30	-0,20	-0,06	0,85	-0,03

Source : BCE.

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

2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux			Taux à terme instantanés			
	Zone euro ^{1), 2)}					Zone euro ^{1), 2)}	États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro ^{1), 2)}			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016 Mars	-0,49	-0,49	-0,49	-0,30	0,26	0,75	1,18	1,03	-0,49	-0,47	0,25	1,21
Avril	-0,54	-0,52	-0,50	-0,27	0,34	0,86	1,28	1,13	-0,50	-0,45	0,33	1,39
Mai	-0,56	-0,54	-0,53	-0,33	0,22	0,76	1,17	1,03	-0,53	-0,48	0,19	1,19
Juin	-0,65	-0,65	-0,66	-0,52	-0,10	0,54	1,03	0,72	-0,66	-0,66	-0,12	0,60
Juillet	-0,65	-0,64	-0,65	-0,55	-0,15	0,49	0,96	0,56	-0,65	-0,67	-0,19	0,55
Août	-0,65	-0,64	-0,65	-0,54	-0,12	0,53	0,98	0,48	-0,65	-0,66	-0,16	0,64
Septembre	-0,74	-0,72	-0,72	-0,59	-0,16	0,56	1,00	0,60	-0,71	-0,71	-0,22	0,64

Source : BCE.

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

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

2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx											États-Unis	Japon	
	Référence		Principaux secteurs									Standard & Poor's 500	Nikkei 225	
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4
2015	356,2	3 444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2 061,1	19 203,8
2016 Mars	322,2	3 031,4	598,6	257,6	595,8	271,6	155,9	483,1	366,3	248,1	349,9	746,9	2 022,0	16 897,3
Avril	323,4	3 031,2	623,9	254,7	597,3	273,2	153,6	491,4	364,9	252,3	337,0	772,7	2 075,5	16 543,5
Mai	319,5	2 983,7	602,3	248,6	591,6	279,5	150,8	491,9	357,8	252,1	335,4	755,7	2 065,6	16 612,7
Juin	312,2	2 910,8	591,8	243,6	588,2	276,9	141,7	481,3	359,9	249,8	320,4	761,3	2 083,9	16 068,8
Juillet	312,8	2 919,1	604,5	247,1	599,9	285,0	132,8	481,1	372,6	258,5	317,8	801,0	2 148,9	16 168,3
Août	323,2	2 992,9	637,9	253,0	621,1	284,0	138,3	510,9	391,9	255,4	320,0	785,4	2 177,5	16 586,1
Septembre	325,5	3 012,1	635,6	255,4	617,6	281,3	142,8	518,7	396,1	251,6	321,0	780,1	2 157,7	16 737,0

Source : BCE.

2 Évolutions financières

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

		Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement				Indicateur composite du coût d'emprunt	
		À vue	Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux	TAE ³⁾	Par période de fixation initiale du taux			TAE ³⁾	Indicateur composite du coût d'emprunt			
				≤ 2 ans	> 2 ans					Taux variable et période ≤ 1 an		> 1 an			Taux variable et période ≤ 1 an		> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2015	Septembre	0,14	0,67	0,67	1,08	6,85	17,06	5,22	6,18	6,55	2,68	2,07	2,36	2,29	2,38	2,61	2,25
	Octobre	0,14	0,66	0,64	0,99	6,71	16,98	5,22	6,03	6,43	2,64	2,06	2,32	2,30	2,41	2,58	2,26
	Novembre	0,14	0,65	0,64	0,96	6,68	16,91	5,23	6,22	6,60	2,68	2,04	2,31	2,32	2,45	2,62	2,27
	Décembre	0,13	0,64	0,64	0,98	6,61	16,95	4,84	5,94	6,25	2,53	1,99	2,27	2,27	2,41	2,55	2,22
2016	Janvier	0,12	0,62	0,63	1,25	6,65	16,88	5,31	6,29	6,65	2,53	1,99	2,22	2,30	2,40	2,53	2,23
	Février	0,12	0,60	0,60	0,89	6,66	16,89	5,01	6,13	6,46	2,61	1,99	2,19	2,23	2,33	2,48	2,19
	Mars	0,11	0,58	0,59	0,87	6,63	16,88	5,14	5,97	6,34	2,53	1,90	2,09	2,10	2,24	2,38	2,11
	Avril	0,11	0,57	0,58	0,85	6,54	16,82	5,20	5,99	6,33	2,56	1,86	2,09	2,17	2,23	2,41	2,09
	Mai	0,10	0,56	0,54	0,87	6,56	16,75	5,21	6,09	6,46	2,56	1,85	2,02	2,06	2,12	2,37	2,02
	Juin	0,09	0,54	0,56	0,86	6,55	16,79	4,94	5,87	6,18	2,44	1,81	2,00	1,97	2,02	2,32	1,97
	Juillet	0,09	0,52	0,50	0,92	6,46	16,79	5,12	5,96	6,28	2,39	1,82	1,96	1,96	1,96	2,33	1,92
	Août ^(p)	0,08	0,51	0,52	0,84	6,48	16,77	5,42	6,02	6,38	2,40	1,87	1,96	1,86	1,88	2,31	1,90

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAE³⁾).

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

		Dépôts			Crédits 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	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2015	Septembre	0,17	0,26	1,00	3,18	3,23	3,51	2,89	2,04	2,25	2,21	1,55	1,87	2,17	2,23
	Octobre	0,16	0,26	0,82	3,09	3,19	3,42	2,89	2,04	2,28	2,20	1,48	1,69	2,03	2,16
	Novembre	0,16	0,23	0,83	3,05	3,14	3,39	2,88	2,03	2,16	2,20	1,46	1,62	1,98	2,13
	Décembre	0,14	0,23	0,85	3,01	3,07	3,18	2,77	2,01	2,13	2,17	1,51	1,77	1,92	2,10
2016	Janvier	0,13	0,27	0,77	2,97	3,23	3,25	2,78	2,00	2,22	2,17	1,43	1,67	2,07	2,10
	Février	0,13	0,24	0,70	2,93	3,16	3,28	2,76	1,96	2,11	2,09	1,37	1,47	1,74	2,02
	Mars	0,13	0,16	0,87	2,89	3,03	3,20	2,68	1,92	2,03	2,02	1,39	1,74	1,77	2,05
	Avril	0,12	0,19	0,64	2,80	2,99	3,12	2,66	1,93	1,96	1,98	1,38	1,59	1,81	2,01
	Mai	0,11	0,13	0,63	2,76	2,91	3,10	2,61	1,91	1,94	1,92	1,27	1,68	1,74	1,91
	Juin	0,11	0,15	0,64	2,75	2,66	3,01	2,52	1,85	1,90	1,85	1,34	1,60	1,64	1,90
	Juillet	0,09	0,16	0,42	2,71	2,72	3,07	2,47	1,86	1,91	1,80	1,28	1,56	1,69	1,87
	Août ^(p)	0,09	0,16	0,47	2,74	2,67	3,01	2,46	1,86	1,95	1,79	1,22	1,48	1,54	1,83

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 financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques
Court terme														
2013	1 255	483	124	.	67	529	53	508	314	31	.	44	99	21
2014	1 318	543	129	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1 262	517	140	.	61	478	65	336	150	37	.	32	82	34
2016 Mars	1 283	515	135	.	72	493	69	321	123	38	.	30	89	40
Avril	1 285	519	126	.	78	495	68	352	155	36	.	33	82	46
Mai	1 296	530	123	.	79	495	68	333	153	38	.	34	75	34
Juin	1 276	525	122	.	67	493	69	308	136	38	.	27	80	27
Juillet	1 272	524	124	.	72	486	66	349	154	43	.	36	78	38
Août	1 275	526	126	.	70	484	70	302	138	36	.	24	77	26
Long terme														
2013	15 112	4 403	3 091	.	921	6 069	628	223	70	39	.	16	89	9
2014	15 131	4 045	3 164	.	994	6 285	642	221	65	44	.	16	85	10
2015	15 238	3 784	3 275	.	1 061	6 481	637	214	66	45	.	13	81	9
2016 Mars	15 148	3 728	3 126	.	1 051	6 604	639	248	72	39	.	26	94	17
Avril	15 112	3 724	3 140	.	1 068	6 548	633	219	61	35	.	25	91	7
Mai	15 221	3 732	3 162	.	1 082	6 611	634	238	59	57	.	26	88	8
Juin	15 222	3 733	3 107	.	1 081	6 663	638	216	73	41	.	14	79	10
Juillet	15 182	3 698	3 130	.	1 084	6 629	641	203	55	46	.	10	84	9
Août	15 167	3 692	3 125	.	1 082	6 628	640	98	32	17	.	2	42	5

Source : BCE.

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

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

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

	Titres de créance							Actions cotées			
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques				
Encours											
2013	16 366,9	4 886,1	3 215,2	.	987,4	6 598,1	680,0	5 649,0	569,1	742,5	4 337,4
2014	16 449,2	4 587,9	3 293,3	.	1 052,1	6 823,2	692,7	5 958,0	591,1	780,6	4 586,3
2015	16 499,2	4 301,2	3 415,3	.	1 121,6	6 959,3	701,9	6 744,7	586,1	911,6	5 247,0
2016 Mars	16 431,2	4 243,3	3 261,2	.	1 122,8	7 096,7	707,2	6 419,9	483,4	902,3	5 034,2
Avril	16 397,0	4 243,1	3 265,9	.	1 145,3	7 042,5	700,2	6 462,6	505,5	917,8	5 039,4
Mai	16 516,9	4 262,0	3 285,3	.	1 161,4	7 106,5	701,6	6 552,6	491,5	923,5	5 137,7
Juin	16 498,5	4 258,6	3 228,6	.	1 148,0	7 156,0	707,3	6 210,1	395,0	862,0	4 953,2
Juillet	16 453,4	4 222,3	3 253,7	.	1 155,2	7 115,6	706,6	6 494,3	427,0	874,1	5 193,3
Août	16 442,0	4 217,7	3 250,5	.	1 152,3	7 112,0	709,5	6 539,3	444,7	881,3	5 213,2
Taux de croissance											
2013	-1,4	-8,9	-3,3	.	8,0	4,5	-1,1	0,7	7,2	-0,4	0,2
2014	-0,7	-7,9	0,4	.	5,1	3,1	1,1	1,5	7,2	1,2	0,7
2015	0,2	-6,9	5,1	.	4,8	1,8	0,6	1,1	4,5	1,4	0,6
2016 Mars	-1,0	-6,9	-1,0	.	2,9	2,2	0,2	0,9	3,3	1,5	0,6
Avril	-1,0	-6,8	-0,3	.	3,7	1,7	-0,1	0,9	2,6	1,7	0,6
Mai	-0,7	-5,9	-0,7	.	4,8	1,6	0,6	0,9	2,5	1,5	0,6
Juin	-0,4	-4,6	-2,3	.	4,8	2,1	2,7	0,9	2,7	1,5	0,6
Juillet	-0,2	-4,7	-1,2	.	4,4	2,2	2,8	0,9	2,8	1,5	0,6
Août	0,0	-4,6	-0,3	.	4,0	2,1	2,1	0,9	2,8	1,5	0,5

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38		
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM ²⁾)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2013	101,2	98,2	96,7	91,8	100,9	98,9	111,9	95,5	
2014	101,8	97,8	96,8	92,0	99,4	100,0	114,7	96,0	
2015	92,4	88,4	89,1	83,9	86,3	90,7	106,5	87,8	
2015 T4	92,4	88,3	89,3	84,3	85,8	90,5	107,7	88,3	
2016 T1	94,1	89,5	90,8	85,8	86,9	91,7	110,4	90,1	
T2	94,9	90,3	91,5	86,4	86,6	92,1	110,8	90,4	
T3	95,2	90,5	91,6	.	.	.	110,6	90,1	
2016 Avril	94,8	90,1	91,4	–	–	–	110,6	90,2	
Mai	95,1	90,5	91,6	–	–	–	111,1	90,7	
Juin	94,7	90,2	91,3	–	–	–	110,5	90,3	
Juillet	94,9	90,4	91,4	–	–	–	110,2	89,9	
Août	95,2	90,6	91,6	–	–	–	110,6	90,2	
Septembre	95,4	90,7	91,7	–	–	–	110,9	90,3	
			<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>						
2016 Septembre	0,2	0,1	0,1	–	–	–	0,2	0,2	
			<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>						
2016 Septembre	1,6	1,2	1,1	–	–	–	1,1	0,2	

Source : BCE.

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

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

2.9 Taux de change bilatéraux

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

	Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2015 T4	7,000	7,623	27,057	7,460	312,652	132,952	4,264	0,722	4,4573	9,302	1,085	1,095
2016 T1	7,210	7,617	27,040	7,461	312,024	126,997	4,365	0,770	4,4924	9,327	1,096	1,102
T2	7,379	7,504	27,040	7,439	313,371	121,949	4,372	0,787	4,4986	9,278	1,096	1,129
T3	7,443	7,493	27,029	7,442	311,016	114,292	4,338	0,850	4,4646	9,511	1,089	1,117
2016 Avril	7,346	7,495	27,031	7,443	311,462	124,287	4,311	0,792	4,4724	9,203	1,093	1,134
Mai	7,386	7,498	27,026	7,439	314,581	123,214	4,404	0,778	4,4991	9,295	1,106	1,131
Juin	7,402	7,520	27,061	7,437	313,984	118,453	4,400	0,790	4,5230	9,334	1,089	1,123
Juillet	7,391	7,493	27,042	7,439	314,353	115,250	4,396	0,841	4,4856	9,474	1,087	1,107
Août	7,454	7,487	27,025	7,441	310,205	113,487	4,300	0,855	4,4591	9,491	1,088	1,121
Septembre	7,482	7,500	27,022	7,447	308,678	114,218	4,321	0,852	4,4502	9,565	1,092	1,121
			<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>									
2016 Septembre	0,4	0,2	0,0	0,1	-0,5	0,6	0,5	-0,3	-0,2	0,8	0,3	0,0
			<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>									
2016 Septembre	4,7	-1,2	-0,2	-0,2	-1,4	-15,3	2,4	16,5	0,6	1,8	0,1	-0,1

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

		Total ¹⁾			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute
		Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)													
2015	T3	21 708,7	23 017,6	-1 308,9	9 437,3	7 778,0	6 851,3	10 159,9	-45,7	4 821,5	5 079,7	644,2	13 185,1
	T4	22 235,2	23 309,6	-1 074,4	9 815,1	8 079,3	7 175,3	10 303,2	-44,6	4 645,1	4 927,1	644,2	13 003,1
2016	T1	22 100,0	23 183,1	-1 083,1	9 672,8	7 999,2	7 111,8	10 113,0	-21,8	4 661,9	5 070,9	675,3	13 234,3
	T2	22 550,0	23 431,9	-881,9	9 710,4	8 031,1	7 432,1	10 147,6	-54,9	4 740,5	5 253,2	721,8	13 331,6
<i>encours en pourcentage du PIB</i>													
2016	T2	212,5	220,8	-8,3	91,5	75,7	70,0	95,6	-0,5	44,7	49,5	6,8	125,6
Flux													
2015	T3	117,7	22,8	94,9	146,2	130,0	27,8	-93,1	-0,8	-58,1	-14,0	2,7	-
	T4	152,9	-4,1	157,0	227,7	206,5	111,5	-11,8	55,6	-246,5	-198,8	4,6	-
2016	T1	386,5	381,8	4,7	115,2	74,6	134,1	41,3	27,3	108,8	265,9	1,0	-
	T2	202,0	110,0	92,0	-21,0	4,4	127,0	-47,2	-47,8	141,6	152,8	2,2	-
2016	Février	173,1	190,3	-17,2	68,5	25,7	48,2	25,9	13,2	42,2	138,8	1,1	-
	Mars	-2,0	-38,8	36,7	25,8	8,9	50,6	52,0	-1,0	-78,5	-99,7	1,1	-
	Avril	151,5	130,5	21,1	-8,0	9,7	55,9	-64,3	-21,4	126,7	185,1	-1,6	-
	Mai	100,1	89,1	10,9	32,7	20,4	26,1	21,3	-14,0	52,1	47,4	3,1	-
	Juin	-49,6	-109,7	60,0	-45,8	-25,6	45,0	-4,2	-12,4	-37,2	-79,8	0,7	-
	Juillet	122,8	123,5	-0,8	15,8	-3,5	41,9	-10,9	6,1	59,9	138,0	-0,9	-
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>													
2016	Juillet	829,1	512,9	316,2	393,5	328,0	418,8	-69,5	29,5	-29,2	254,4	16,5	-
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>													
2016	Juillet	7,8	4,8	3,0	3,7	3,1	3,9	-0,7	0,3	-0,3	2,4	0,2	-

Source : BCE.

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

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	PIB											
	Total	Demande intérieure							Solde extérieur ¹⁾			
		Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks ²⁾	Total	Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾	
					Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellec- tuelle					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2013	9 938,2	9 607,0	5 561,7	2 093,9	1 951,3	1 005,1	571,1	370,2	0,1	331,2	4 373,9	4 042,7
2014	10 127,6	9 768,4	5 634,1	2 124,5	1 991,7	1 006,5	596,7	383,3	18,1	359,2	4 533,1	4 173,9
2015	10 454,6	9 976,3	5 741,1	2 163,8	2 069,1	1 024,3	632,6	406,7	2,3	478,3	4 826,5	4 348,2
2015 T3	2 619,3	2 498,2	1 440,8	542,4	516,9	255,1	157,6	102,8	-2,0	121,1	1 210,4	1 089,3
T4	2 643,3	2 521,8	1 447,0	546,1	526,8	259,5	163,6	102,3	1,9	121,5	1 214,6	1 093,0
2016 T1	2 659,7	2 532,3	1 451,6	551,2	528,3	260,6	164,3	102,0	1,1	127,4	1 196,4	1 069,0
T2	2 674,4	2 540,7	1 459,7	553,7	528,7	260,1	165,1	102,2	-1,3	133,8	1 209,9	1 076,1
<i>en pourcentage du PIB</i>												
2015	100,0	95,4	54,9	20,7	19,8	9,8	6,1	3,9	0,0	4,6	-	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2015 T3	0,4	0,7	0,5	0,4	0,5	0,2	0,9	0,8	-	-	0,4	1,2
T4	0,4	0,7	0,3	0,6	1,4	1,3	3,4	-1,3	-	-	0,7	1,4
2016 T1	0,5	0,4	0,6	0,6	0,4	0,7	0,3	-0,2	-	-	0,0	-0,1
T2	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,0	-0,4	0,6	0,1	-	-	1,1	0,4
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2013	-0,3	-0,6	-0,6	0,2	-2,4	-3,5	-2,8	1,1	-	-	2,2	1,5
2014	1,1	1,1	0,8	0,6	1,5	-0,7	4,3	3,0	-	-	4,4	4,8
2015	2,0	1,9	1,8	1,4	3,1	1,2	5,1	5,0	-	-	6,3	6,3
2015 T3	2,0	1,9	1,9	1,3	2,7	1,0	3,5	6,0	-	-	5,7	5,9
T4	2,0	2,3	1,7	1,9	3,7	2,1	6,1	4,2	-	-	4,8	5,8
2016 T1	1,7	2,1	1,9	2,0	2,5	1,8	5,0	0,5	-	-	2,3	3,2
T2	1,6	1,9	1,7	1,8	2,4	1,7	5,3	-0,5	-	-	2,2	2,8
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>												
2015 T3	0,4	0,7	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,3	-	-
T4	0,4	0,7	0,2	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	-0,3	-	-
2016 T1	0,5	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,1	-	-
T2	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,4	-	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>												
2013	-0,3	-0,6	-0,3	0,0	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,4	-	-
2014	1,1	1,1	0,4	0,1	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	-	-
2015 T3	2,0	1,9	1,0	0,3	0,5	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	-	-
T4	2,0	2,2	0,9	0,4	0,7	0,2	0,4	0,2	0,2	-0,2	-	-
2016 T1	1,7	1,9	1,0	0,4	0,5	0,2	0,3	0,0	0,0	-0,3	-	-
T2	1,6	1,8	0,9	0,4	0,5	0,2	0,3	0,0	0,0	-0,2	-	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

3 Activité économique

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2013	8 933,9	156,5	1 736,6	459,1	1 680,3	409,1	445,7	035,5	945,7	1 748,8	316,5	1 004,3
2014	9 094,9	150,3	1 768,0	462,7	1 719,1	415,3	459,4	047,2	971,2	1 778,7	323,0	1 032,7
2015	9 383,2	149,7	1 868,4	470,4	1 781,2	429,1	455,6	068,8	1 011,8	1 817,9	330,3	1 071,4
2015 T3	2 348,6	37,4	466,5	117,2	446,8	107,4	113,4	268,3	253,7	455,0	82,8	270,7
T4	2 370,7	38,4	470,2	119,2	450,2	109,0	112,6	270,4	257,9	459,2	83,6	272,6
2016 T1	2 386,9	36,8	473,4	121,1	454,1	109,8	113,0	271,4	260,1	462,5	84,6	272,8
T2	2 400,0	36,9	472,7	121,6	457,4	110,6	111,8	273,9	264,3	465,9	85,0	274,4
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2015	100,0	1,6	19,9	5,0	19,0	4,6	4,9	11,4	10,8	19,4	3,5	–
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2015 T3	0,4	0,5	0,7	-0,1	0,4	0,8	-0,5	0,5	0,4	0,2	0,6	0,2
T4	0,3	0,7	0,1	1,0	0,4	0,0	0,2	0,3	0,6	0,3	0,6	1,3
2016 T1	0,6	-0,4	0,2	1,0	0,8	0,9	0,8	0,1	1,0	0,5	0,8	0,1
T2	0,3	0,3	0,5	-0,3	0,4	0,1	-0,5	0,3	0,8	0,2	0,2	0,1
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2013	-0,2	3,1	-0,9	-3,5	-0,5	1,5	0,1	1,4	0,3	0,1	-1,0	-1,1
2014	1,1	1,2	2,0	-0,8	1,4	3,2	-1,2	0,9	1,7	0,5	0,9	0,8
2015	1,9	0,2	3,8	0,4	2,2	2,9	0,1	1,0	2,7	1,1	0,9	2,8
2015 T3	1,9	-0,6	3,8	0,3	2,0	2,8	-0,5	1,0	2,6	1,1	0,8	3,0
T4	1,9	1,0	3,5	1,2	1,9	2,0	-0,2	1,2	2,6	1,1	1,3	3,1
2016 T1	1,6	0,1	1,4	1,5	2,0	2,4	0,6	0,9	2,7	1,1	1,8	2,8
T2	1,6	1,1	1,5	1,6	2,0	1,9	0,0	1,2	2,9	1,3	2,1	1,7
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2015 T3	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	–
T4	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	–
2016 T1	0,6	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	–
T2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	–
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2013	-0,2	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	–
2014	1,1	0,0	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	–
2015	1,9	0,0	0,7	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	–
2015 T3	1,9	0,0	0,7	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	–
T4	1,9	0,0	0,7	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	–
2016 T1	1,6	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	–
T2	1,6	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi ¹⁾

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique									
		Salariés	Tra- vailleurs indé- pendants	Agricul- ture, sylvicult- ure et pêche	Industrie manu- factu- rière, énergie et services publics	Cons- truction	Commer- ce, transport, hébergement et restaura- tion	Informa- tion et commu- nication	Activités finan- cières et d'assu- rance	Activités immobi- lières	Activités spéciali- sées de ser- vices aux entre- prises et de soutien	Adminis- tration publique, enseigne- ment, santé et action sociale	Arts, spec- tacles et autres activités de ser- vices
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personnes employées													
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,8	2,7	2,7	1,0	12,9	24,1	7,0
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,1	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,0	24,2	7,0
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	15,0	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,1	7,0
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2013	-0,7	-0,6	-0,9	-1,7	-1,3	-4,0	-0,8	0,2	-1,2	-1,4	0,3	0,3	-0,3
2014	0,6	0,6	0,1	0,3	-0,2	-1,8	0,7	0,9	-1,0	0,7	1,9	0,9	0,5
2015	1,1	1,3	0,1	-0,1	0,3	0,1	1,2	1,0	-0,1	1,3	2,8	1,0	1,2
2015 T3	1,1	1,3	0,0	0,0	0,5	-0,3	1,2	1,5	0,0	1,2	3,0	1,1	1,0
T4	1,3	1,6	-0,2	0,0	0,4	-0,1	1,7	1,5	0,0	0,9	3,1	1,1	1,7
2016 T1	1,4	1,8	-0,3	-0,3	0,7	0,0	1,8	2,5	0,3	1,5	3,3	1,1	1,7
T2	1,4	1,7	0,0	0,3	0,6	-0,2	2,0	1,7	0,1	0,3	3,0	1,2	1,6
Heures travaillées													
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,8	2,8	2,7	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,3	15,7	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	12,7	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,6	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,0	21,9	6,2
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2013	-1,4	-1,3	-1,8	-1,4	-1,5	-5,5	-1,6	-0,1	-1,9	-2,8	-0,7	-0,3	-1,4
2014	0,5	0,8	-0,5	-1,1	0,3	-1,6	0,5	1,0	-1,0	0,4	2,0	1,1	0,1
2015	1,2	1,4	0,3	0,8	0,7	0,6	1,0	1,9	-0,3	1,6	3,0	1,1	0,8
2015 T3	1,3	1,6	0,4	0,8	1,1	0,3	0,8	2,6	-0,5	2,0	3,6	1,3	0,9
T4	1,3	1,5	0,3	1,1	0,6	0,7	1,4	1,8	0,1	-0,1	3,1	1,0	1,3
2016 T1	1,7	2,0	0,4	1,3	1,2	0,7	1,9	3,2	0,6	0,7	3,9	1,0	0,9
T2	1,6	1,8	0,7	0,9	1,1	0,2	2,1	2,0	0,7	0,3	3,5	1,0	1,7
Heures travaillées par personne employée													
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2013	-0,8	-0,7	-0,9	0,2	-0,2	-1,5	-0,8	-0,3	-0,6	-1,4	-1,1	-0,5	-1,2
2014	0,0	0,1	-0,5	-1,4	0,5	0,2	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	0,1	0,2	-0,5
2015	0,1	0,1	0,1	0,9	0,4	0,5	-0,3	0,9	-0,1	0,3	0,2	0,1	-0,3
2015 T3	0,2	0,2	0,4	0,8	0,6	0,6	-0,4	1,1	-0,5	0,8	0,6	0,3	-0,1
T4	0,0	-0,1	0,5	1,2	0,2	0,8	-0,3	0,3	0,1	-0,9	0,0	-0,1	-0,4
2016 T1	0,2	0,2	0,7	1,6	0,5	0,6	0,1	0,6	0,3	-0,8	0,6	-0,1	-0,8
T2	0,2	0,1	0,7	0,6	0,5	0,3	0,0	0,3	0,7	0,0	0,4	-0,2	0,1

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Popu- lation active, millions ¹⁾	Sous- emploi, % de la popu- lation active ¹⁾	Chômage										Taux de vacance d'em- ploi ²⁾	
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ¹⁾	Par âge				Par sexe				% du total des postes
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
						Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% du total en 2013			100,0		81,3		18,7		53,6		46,4			
2013	159,359	4,6	19,227	12,0	5,9	15,628	10,7	3,599	24,4	10,305	11,9	8,922	12,1	1,4
2014	160,334	4,6	18,634	11,6	6,1	15,214	10,4	3,421	23,7	9,933	11,5	8,701	11,8	1,5
2015	160,600	4,6	17,451	10,9	5,6	14,300	9,8	3,151	22,3	9,261	10,7	8,190	11,0	1,5
2015 T3	160,628	4,4	17,214	10,7	5,3	14,093	9,6	3,121	22,2	9,144	10,6	8,070	10,9	1,5
T4	161,147	4,5	16,909	10,5	5,4	13,830	9,4	3,078	22,0	8,943	10,3	7,966	10,7	1,6
2016 T1	161,013	4,5	16,635	10,3	5,2	13,621	9,2	3,014	21,5	8,726	10,0	7,909	10,6	1,7
T2	161,849	4,5	16,356	10,1	5,1	13,389	9,1	2,967	21,0	8,493	9,8	7,863	10,5	1,7
2016 Mars	–	–	16,476	10,2	–	13,495	9,2	2,981	21,2	8,622	9,9	7,853	10,5	–
Avril	–	–	16,390	10,1	–	13,412	9,1	2,979	21,0	8,520	9,8	7,870	10,5	–
Mai	–	–	16,329	10,1	–	13,357	9,0	2,972	21,0	8,470	9,7	7,859	10,5	–
Juin	–	–	16,349	10,1	–	13,398	9,1	2,951	20,9	8,490	9,8	7,860	10,5	–
Juillet	–	–	16,318	10,1	–	13,374	9,0	2,945	20,8	8,462	9,7	7,857	10,5	–
Août	–	–	16,326	10,1	–	13,399	9,0	2,927	20,7	8,449	9,7	7,877	10,5	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données brutes.

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

3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

	Production industrielle						Con- struction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières
	Total (hors construction)	Principaux secteurs industriels				Énergie			Total	Produits alimen- taires, bois- sons, tabac	Produits non alimen- taires	Carburants	
		Industrie manu- factu- rière	Biens inter- mé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consom- mation								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% du total en 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
variations annuelles en pourcentage													
2013	-0,7	-0,7	-0,9	-0,5	-0,4	-0,8	-2,2	-0,3	-0,6	-0,6	-0,5	-0,8	-4,4
2014	0,9	1,8	1,3	1,8	2,6	-5,4	2,0	3,1	1,4	0,7	2,4	-0,1	3,8
2015	2,0	2,3	1,0	3,6	2,3	0,7	-0,8	3,4	2,7	1,7	3,6	2,6	8,8
2015 T4	1,8	2,3	1,7	3,4	1,9	-1,9	0,5	2,5	2,5	1,2	3,4	2,1	10,0
2016 T1	1,3	1,9	1,9	2,9	1,0	-3,4	2,5	0,6	2,2	1,7	2,8	1,3	9,5
T2	1,0	1,2	1,1	1,4	1,1	-0,9	-0,1	-2,3	1,7	0,7	2,7	2,1	8,5
T3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	6,5
2016 Avril	2,0	2,0	1,7	3,1	1,4	2,2	-1,1	-2,7	1,6	0,2	2,6	2,4	8,5
Mai	0,4	0,4	1,1	-0,4	0,5	-1,4	-0,5	-1,9	1,8	0,8	2,3	3,7	10,3
Juin	0,7	1,0	0,5	1,5	1,4	-3,5	0,6	-2,3	1,9	1,0	3,1	0,3	6,9
Juillet	-0,5	0,0	0,5	-1,3	1,8	-5,0	4,1	-3,7	1,8	1,4	2,1	2,7	5,7
Août	1,8	2,0	2,0	2,6	0,3	1,5	0,9	.	0,6	0,1	1,3	1,2	3,9
Septembre	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	9,4
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)													
2016 Avril	1,5	1,6	0,6	2,0	2,6	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	0,7	0,5	1,0
Mai	-1,4	-1,3	-0,3	-2,4	-0,4	-2,7	0,2	0,4	0,4	0,8	-0,2	1,1	0,3
Juin	0,8	0,9	-0,3	1,7	1,0	-0,5	0,3	1,9	0,0	-0,1	0,8	-3,1	-1,0
Juillet	-0,7	-0,7	-0,3	-1,9	0,2	0,3	1,5	-2,6	0,3	0,7	-0,3	1,8	-0,3
Août	1,6	1,5	1,4	3,5	-0,1	3,3	-0,9	.	-0,1	-0,4	-0,1	0,2	-0,4
Septembre	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	5,0

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

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)							Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)				
	Indicateur économique (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier		Indicateur de confiance des consomma- teurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du com- merce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufac- turière	Production dans le secteur manufac- turier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production
		Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2013	100,0	-6,1	80,8	-12,8	-13,6	-8,7	6,9	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2013	93,5	-9,0	78,7	-18,8	-27,8	-12,2	-5,3	87,2	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,5	-3,8	80,5	-10,2	-26,4	-3,1	4,9	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,5	1,6	9,3	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2015 T4	106,2	-2,4	81,8	-6,4	-18,4	5,1	12,7	88,7	52,8	54,0	54,2	54,1
2016 T1	104,0	-3,8	81,7	-8,3	-18,9	1,9	10,8	88,8	51,7	52,9	53,3	53,2
T2	104,3	-3,4	81,5	-7,8	-18,4	1,8	11,3	89,0	52,0	53,0	53,1	53,1
T3	104,3	-2,9	.	-8,2	-15,7	0,4	10,4	.	52,1	53,7	52,6	52,9
2016 Avril	104,0	-3,6	81,5	-9,3	-19,2	1,3	11,6	89,0	51,7	52,6	53,1	53,0
Mai	104,6	-3,7	-	-7,0	-17,7	3,3	11,3	-	51,5	52,4	53,3	53,1
Juin	104,4	-2,8	-	-7,2	-18,2	0,8	10,9	-	52,8	53,9	52,8	53,1
Juillet	104,5	-2,6	81,6	-7,9	-16,3	1,7	11,2	89,0	52,0	53,9	52,9	53,2
Août	103,5	-4,3	-	-8,5	-15,8	-1,1	9,9	-	51,7	53,3	52,8	52,9
Septembre	104,9	-1,7	-	-8,2	-15,0	0,5	10,0	-	52,6	53,8	52,2	52,6

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

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	Ménages							Sociétés non financières					
	Taux d'épargne (brut) ¹⁾	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investis- sment financier	Investis- sment non financier (brut)	Valeur nette ²⁾	Patrimoine immobilier	Partici- pation aux bénéfices ³⁾	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette ⁴⁾	Investis- sment financier	Investis- sment non financier (brut)	Finan- cement
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté)		Variations annuelles en pourcentage					En pourcentage de la valeur ajoutée nette	En pour- centage du PIB	Variations annuelles en pourcentage			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2013	12,5	95,4	-0,5	1,3	-4,9	0,7	-1,8	32,3	4,1	129,9	2,1	-0,1	0,9
2014	12,5	94,7	0,7	1,9	0,6	2,7	1,2	33,0	4,8	130,5	2,1	6,5	1,2
2015	12,5	94,0	1,8	2,1	2,3	3,4	2,8	34,4	6,3	133,0	3,8	2,6	2,2
2015 T3	12,4	94,2	1,7	2,0	2,1	2,6	2,0	34,4	6,0	133,3	3,1	0,1	1,9
T4	12,5	94,0	1,7	2,1	5,3	3,4	2,8	34,4	6,3	133,0	3,8	4,8	2,2
2016 T1	12,5	93,3	2,3	2,0	3,1	2,2	3,5	33,7	6,1	132,4	3,8	4,6	2,2
T2	.	.	2,5	2,3	6,1	3,2	3,9	33,9	6,6	132,6	3,7	5,0	2,1

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
		Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	T3	898,9	819,5	79,4	523,8	436,3	191,4	177,3	158,6	147,9	25,1	58,0	9,6	4,6
	T4	903,1	822,2	80,9	525,2	434,2	195,5	182,2	156,0	148,2	26,4	57,6	18,4	9,4
2016	T1	877,5	790,1	87,4	515,9	424,8	194,1	176,2	143,2	133,0	24,4	56,2	9,8	11,1
	T2	882,1	787,3	94,8	519,6	419,3	190,1	179,0	147,4	138,4	24,9	50,6	7,0	6,6
2016	Février	292,2	265,2	27,0	170,5	142,5	65,4	59,0	48,4	44,6	8,0	19,1	3,5	2,6
	Mars	292,5	260,0	32,5	173,5	140,3	64,2	57,5	46,5	43,4	8,3	18,9	3,7	3,8
	Avril	294,7	259,9	34,8	173,6	139,5	63,4	59,6	49,4	43,8	8,3	17,0	2,5	2,0
	Mai	295,0	261,9	33,1	171,9	139,7	64,0	60,1	50,6	45,7	8,5	16,4	1,8	2,2
	Juin	292,4	265,5	26,9	174,2	140,1	62,7	59,3	47,4	48,9	8,1	17,2	2,8	2,4
	Juillet	287,4	266,4	21,0	168,8	142,4	63,3	58,3	47,5	44,1	7,9	21,6	2,0	1,8
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2016	Juillet	3 546,7	3 208,8	337,9	2 075,9	1 710,3	770,3	713,5	599,7	560,5	100,8	224,5	43,3	32,0
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2016	Juillet	33,5	30,3	3,2	19,6	16,1	7,3	6,7	5,7	5,3	1,0	2,1	0,4	0,3

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 :	Total			Pour mémoire :			
		1	2	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	produits manufacturés	8	9	10	11	Produits manufacturés	Pétrole	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<i>Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>														
2015	T3	4,5	0,9	502,9	232,8	105,2	153,3	424,5	444,7	252,8	71,0	112,8	318,7	50,4
	T4	3,6	2,3	509,2	236,7	105,7	153,9	426,5	443,8	247,2	73,5	114,5	324,5	44,6
2016	T1	-0,9	-2,6	502,9	233,5	104,2	151,2	422,1	438,4	241,3	71,7	116,7	326,2	37,4
	T2	-0,3	-4,1	502,1	230,9	105,3	153,2	432,4	429,5	235,7	70,7	114,7	324,1	42,1
2016	Février	1,3	2,0	167,0	78,1	34,0	50,3	140,1	147,3	80,6	24,0	39,1	110,1	12,2
	Mars	-1,9	-8,0	168,4	77,3	36,0	50,2	141,0	144,0	79,1	24,2	38,6	106,5	12,7
	Avril	-0,9	-5,4	168,6	77,7	35,8	51,0	146,0	143,6	78,2	24,0	38,5	109,2	13,3
	Mai	2,0	-2,0	165,8	76,0	34,8	50,7	140,8	141,9	78,4	22,7	38,2	106,1	14,3
	Juin	-1,7	-4,8	167,6	77,3	34,7	51,5	145,6	144,0	79,2	24,0	38,0	108,9	14,5
	Juillet	-9,5	-8,3	166,3	77,1	33,3	50,3	134,7	145,5	80,0	23,1	38,6	104,1	14,5
<i>Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>														
2015	T3	1,2	3,0	116,4	111,7	119,3	122,8	117,2	105,9	105,4	106,2	106,5	108,2	98,7
	T4	1,0	5,1	118,4	115,2	119,4	122,6	117,5	107,5	107,4	107,9	107,8	110,2	101,4
2016	T1	-0,9	2,4	118,5	116,1	117,6	121,8	117,0	110,0	111,0	106,0	109,9	111,2	110,8
	T2	2,0	3,9	118,0	114,0	118,9	123,6	119,9	107,1	106,4	104,4	110,0	111,9	100,8
2016	Janvier	-3,7	1,1	117,9	115,8	115,8	121,9	116,8	109,9	111,2	104,3	109,1	111,5	110,8
	Février	1,3	7,0	118,3	116,7	115,3	121,8	116,7	110,9	111,8	106,3	110,0	112,4	114,4
	Mars	-0,5	-0,5	119,3	115,6	121,8	121,6	117,6	109,9	109,9	107,4	110,5	109,9	107,2
	Avril	1,4	2,9	119,5	115,7	121,6	124,1	121,8	107,9	107,1	106,4	109,9	112,7	105,0
	Mai	4,9	7,1	117,1	113,0	117,7	122,6	117,3	106,5	106,3	101,1	110,5	110,1	101,7
	Juin	-0,2	1,9	117,3	113,3	117,4	124,0	120,6	106,8	105,8	105,5	109,7	112,8	95,7

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

4 Prix et coûts

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) ²⁾						Pour mémoire : prix administrés	
	Indice : 2015 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
		1	2											Total, hors produits alimentaires et énergie	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2016	100,0	100,0	70,7	55,8	44,2	100,0	12,1	7,4	26,5	9,7	44,2	86,5	13,5
2013	99,5	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9
2015 T3	100,2	0,2	1,0	-0,6	1,2	-0,1	0,1	1,1	0,1	-3,0	0,2	0,1	0,7
T4	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-0,8	0,1	-4,4	0,2	0,0	0,3
2016 T1	100,4	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,4	0,2	0,8	0,0	2,0	0,3	-0,1	0,1
T2	100,3	0,3	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,1	1,1	0,0	0,3	0,4	0,3	0,3
2016 Mars	100,2	-0,2	0,7	-1,1	0,9	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	-0,1	-0,3	0,1
Avril	100,5	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,3	0,0	0,4	0,0	1,7	0,2	-0,1	0,0
Mai	100,7	0,1	0,9	-0,7	1,1	0,2	0,1	-0,2	0,0	1,7	0,1	0,1	0,2
Juin	100,1	0,2	0,9	-0,6	1,2	0,0	0,0	0,9	0,0	-1,0	0,2	0,1	0,3
Juillet	100,2	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,0	0,0	0,8	0,0	-1,0	0,0	0,2	0,2
Août	100,6	0,4	0,8	-0,2	1,1	0,1	0,0	-0,8	0,0	1,0	0,1	0,4	0,4

	Biens						Services						Divers
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement	Transports	Communications	Services de loisirs et personnels			
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie					Loyers		
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% du total en 2016	19,5	12,1	7,4	36,3	26,5	9,7	10,7	6,4	7,1	3,2	15,2	8,0	
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,4	2,4	-4,2	2,3	0,7	
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3	
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2	
2015 T4	1,4	0,7	2,6	-1,7	0,5	-7,2	1,2	1,0	1,1	-0,1	1,5	1,2	
2016 T1	0,8	0,6	1,1	-1,7	0,6	-7,4	1,1	1,0	0,6	0,0	1,6	1,2	
T2	0,9	0,5	1,4	-1,9	0,5	-7,7	1,1	1,0	0,6	0,0	1,3	1,2	
T3	1,1	0,5	2,1	-1,3	0,3	-5,1	1,1	1,0	0,9	0,0	1,5	1,3	
2016 Avril	0,8	0,5	1,2	-2,1	0,5	-8,7	1,1	1,0	0,5	0,1	0,9	1,2	
Mai	0,9	0,6	1,5	-1,9	0,5	-8,1	1,1	1,0	0,5	0,0	1,4	1,1	
Juin	0,9	0,5	1,5	-1,6	0,4	-6,4	1,0	1,0	0,8	-0,1	1,6	1,3	
Juillet	1,4	0,5	2,9	-1,7	0,4	-6,7	1,0	1,0	1,0	0,0	1,5	1,4	
Août	1,3	0,5	2,5	-1,4	0,3	-5,6	1,0	1,0	0,8	0,0	1,5	1,3	
Septembre	0,7	0,5	1,1	-0,6	0,3	-3,0	1,1	1,1	0,9	0,0	1,5	1,3	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

2) En mai 2016, la BCE a commencé à publier une série améliorée de l'IPCH corrigé des variations saisonnières pour la zone euro, suite à une révision de la méthode de désaisonnalisation décrite dans l'encadré 1, *Bulletin économique* n° 3, 2016 (https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Eurosysteme_et_international/bulletin-economique-BCE-n3-mai-2016.pdf).

4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production hors construction										Construc- tion	Prix de l'immo- bilier résiden- ciel ¹⁾	Indicateur expérimen- tal relatif aux prix de l'immobilier commercial ¹⁾
	Total (indice : 2010 = 100)	Total		Industrie hors construction et énergie						Énergie			
		Secteur manu- facturier	Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consommation							
						Total	Produits alimen- taires, boissons et tabac	Produits non alimen- taires					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% du total en 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	13,8	8,9	27,9			
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-1,9	-1,0
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,4	0,3	0,3	1,3
2015	104,0	-2,7	-2,3	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,1	0,2	1,5	4,5
2015 T3	104,0	-2,6	-2,6	-0,5	-1,1	0,6	-0,6	-1,1	0,1	-8,3	0,3	1,5	4,3
T4	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-2,0	0,6	-0,2	-0,3	0,2	-9,3	-0,2	2,2	6,2
2016 T1	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,6	-0,1	-11,1	-0,3	2,7	.
T2	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,7	0,4	-0,5	-0,8	0,1	-10,7	0,2	3,0	.
2016 Mars	100,6	-4,1	-3,1	-1,1	-2,7	0,4	-0,6	-1,0	-0,1	-11,8	-	-	-
Avril	100,2	-4,4	-3,2	-1,3	-2,9	0,4	-0,7	-1,1	0,1	-12,5	-	-	-
Mai	100,9	-3,8	-2,9	-1,2	-2,8	0,4	-0,5	-0,9	0,1	-10,8	-	-	-
Juin	101,6	-3,1	-2,3	-1,0	-2,5	0,4	-0,4	-0,6	0,0	-8,7	-	-	-
Juillet	101,9	-2,6	-2,1	-0,8	-2,3	0,5	-0,1	-0,3	0,0	-7,7	-	-	-
Août	101,7	-2,1	-1,3	-0,6	-1,9	0,5	-0,1	-0,2	0,1	-6,0	-	-	-

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

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

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie					
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Demande intérieure				Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾		Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾		
			Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
En % du total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2013	103,7	1,3	1,0	1,1	1,3	0,4	-0,5	-1,3	81,7	-9,9	-13,6	-6,1	-9,0	-11,2	-6,3
2014	104,6	0,8	0,6	0,5	0,9	0,6	-0,8	-1,5	74,5	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,8	1,2	0,2	0,1	0,4	0,7	0,2	-2,0	48,3	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,6
2015 T4	106,4	1,3	0,4	0,3	0,5	0,9	-0,1	-2,3	40,7	-7,4	-1,8	-13,4	-8,2	-4,8	-12,9
2016 T1	106,5	1,2	0,4	0,3	0,7	0,8	-1,5	-3,3	32,5	-12,3	-8,4	-16,5	-12,9	-11,1	-15,6
T2	106,8	1,1	0,4	0,2	0,9	0,7	-2,2	-4,1	42,0	-8,9	-5,7	-12,4	-12,4	-12,6	-12,2
T3	.	.	.	.	.	.	.	.	42,5	-0,6	-2,0	1,0	-6,0	-10,5	0,9
2016 Avril	-	-	-	-	-	-	-	-	38,2	-11,6	-10,2	-13,2	-14,5	-15,3	-13,4
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	42,7	-9,1	-4,9	-13,7	-12,7	-12,1	-13,5
Juin	-	-	-	-	-	-	-	-	44,9	-5,9	-2,0	-10,3	-10,1	-10,4	-9,6
Juillet	-	-	-	-	-	-	-	-	42,6	-3,1	-4,8	-1,2	-8,0	-12,3	-1,4
Août	-	-	-	-	-	-	-	-	42,3	0,3	-1,7	2,7	-5,1	-10,3	2,6
Septembre	-	-	-	-	-	-	-	-	42,7	1,1	0,7	1,5	-4,6	-8,9	1,6

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

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

2) Pondéré des importations : pondération en fonction de la structure des importations moyennes sur la période 2009-2011. Pondéré de l'utilisation : pondération en fonction de la structure de la demande intérieure moyenne sur la période 2009-2011.

4 Prix et coûts

4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)					Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Évolution des prix à la consomma- tion sur les 12 derniers mois	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière	Commerce de détail	Services	Construction		Industrie manufacturière	Services	Industrie manufacturière	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,8	–	–	-2,0	34,0	57,7	56,7	–	49,9
2013	-0,4	1,6	-1,4	-17,3	29,7	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,2	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,7	1,3	2,7	-13,3	-1,1	48,9	53,5	49,6	49,0
2015 T4	-2,1	1,9	3,8	-8,7	-0,8	45,6	53,6	49,2	49,6
2016 T1	-4,8	0,7	3,7	-9,3	-1,7	41,5	52,5	47,7	49,0
T2	-1,0	1,9	4,7	-8,2	-2,2	47,5	54,4	48,5	49,0
T3	-0,2	1,0	4,6	-6,5	-0,3	51,4	54,0	49,6	49,8
2016 Avril	-2,8	1,6	4,2	-8,9	-2,9	45,2	52,7	47,4	48,7
Mai	-0,7	2,1	6,0	-8,0	-2,3	47,7	55,6	48,8	49,5
Juin	0,6	2,0	3,8	-7,7	-1,3	49,6	54,8	49,3	49,0
Juillet	0,2	0,7	4,8	-5,2	-0,5	51,0	54,7	49,9	49,8
Août	-0,8	1,3	4,3	-7,4	-0,8	51,0	53,2	48,9	49,5
Septembre	0,0	0,9	4,6	-7,0	0,5	52,4	54,0	49,9	50,0

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

4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2012 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Économie marchande	Principalement économie non marchande	
	1	2	3	4	5	6	7
% du total en 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2013	101,4	1,4	1,5	1,2	1,2	1,9	1,8
2014	102,7	1,3	1,3	1,2	1,3	1,2	1,7
2015	104,3	1,6	2,0	0,5	1,6	1,6	1,5
2015 T3	101,0	1,3	1,6	0,2	1,3	1,2	1,6
T4	110,5	1,6	1,9	0,9	1,5	1,8	1,5
2016 T1	99,0	1,6	1,7	1,5	1,6	1,6	1,4
T2	109,2	1,0	0,9	1,4	0,9	1,1	1,5

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

4 Prix et coûts

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

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

	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Par activité économique										
			Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communi- cation	Activités financières et d'assu- rance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entre- prises et de soutien	Adminis- tration publique, enseigne- ment, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Coûts unitaires de main-d'œuvre													
2013	103,8	1,2	-2,2	2,2	0,9	0,8	-0,3	0,4	-2,7	1,3	1,7	2,5	
2014	104,6	0,8	-0,9	0,0	0,6	0,3	-0,5	1,9	1,1	1,6	1,5	0,7	
2015	104,9	0,3	0,4	-1,7	0,6	0,5	0,6	0,1	3,0	1,8	1,0	1,1	
2015 T3	105,1	0,4	1,0	-1,8	0,5	0,6	1,3	0,7	3,0	2,2	0,9	1,2	
T4	105,4	0,5	-0,1	-1,7	-0,4	1,5	1,5	0,3	2,8	1,9	1,3	1,1	
2016 T1	105,5	1,0	1,1	0,7	-0,2	1,0	1,4	1,3	4,0	2,0	1,2	1,3	
T2	105,8	0,9	1,2	0,1	-0,4	1,2	1,2	1,5	2,3	1,3	1,2	0,3	
Rémunération par tête													
2013	105,2	1,6	2,5	2,6	1,4	1,1	0,9	1,7	0,1	1,3	1,6	1,8	
2014	106,6	1,3	0,0	2,2	1,6	1,0	1,8	1,6	1,2	1,4	1,1	1,0	
2015	107,9	1,3	0,7	1,7	0,9	1,4	2,4	0,3	2,7	1,6	1,1	0,8	
2015 T3	108,1	1,2	0,4	1,5	1,1	1,4	2,6	0,2	2,8	1,9	0,9	0,9	
T4	108,5	1,2	1,0	1,3	0,9	1,7	2,0	0,2	3,1	1,5	1,2	0,7	
2016 T1	108,8	1,2	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,6	3,4	1,4	1,2	1,4	
T2	109,0	1,1	1,9	1,1	1,3	1,2	1,3	1,5	3,2	1,1	1,3	0,8	
Productivité par personne employée													
2013	101,4	0,4	4,8	0,4	0,5	0,3	1,2	1,3	2,9	0,0	-0,2	-0,7	
2014	101,9	0,5	0,9	2,2	1,1	0,7	2,3	-0,3	0,1	-0,2	-0,5	0,3	
2015	102,9	0,9	0,2	3,4	0,4	0,9	1,8	0,2	-0,3	-0,2	0,1	-0,2	
2015 T3	102,9	0,8	-0,6	3,3	0,6	0,8	1,3	-0,4	-0,2	-0,3	0,0	-0,3	
T4	103,0	0,7	1,1	3,0	1,3	0,2	0,5	-0,2	0,3	-0,5	-0,1	-0,4	
2016 T1	103,1	0,2	0,4	0,7	1,4	0,3	-0,1	0,3	-0,6	-0,6	0,0	0,1	
T2	103,0	0,2	0,8	0,9	1,7	0,0	0,2	-0,1	0,8	-0,1	0,1	0,5	
Rémunération par heure travaillée													
2013	107,3	2,3	2,3	2,8	2,9	2,0	0,9	2,3	1,6	2,4	2,0	3,0	
2014	108,5	1,1	1,2	1,7	1,4	1,1	1,6	1,5	1,0	1,0	0,8	1,3	
2015	109,8	1,1	0,3	1,3	0,4	1,6	1,3	0,6	2,2	1,3	1,0	1,2	
2015 T3	109,8	1,0	0,1	0,9	0,3	1,6	1,6	0,9	2,2	1,4	0,7	1,0	
T4	110,3	1,2	0,2	1,0	0,5	2,0	1,5	0,3	3,6	1,3	1,4	1,2	
2016 T1	110,5	1,0	-0,2	0,7	0,8	1,1	0,7	1,4	3,8	0,8	1,2	2,3	
T2	110,6	1,0	2,3	0,5	1,2	1,1	1,0	1,0	3,0	0,8	1,5	0,7	
Productivité horaire du travail													
2013	103,5	1,2	4,6	0,6	2,0	1,1	1,5	2,0	4,3	1,0	0,4	0,5	
2014	104,1	0,5	2,4	1,7	0,9	0,8	2,1	-0,2	0,5	-0,3	-0,7	0,8	
2015	105,0	0,9	-0,6	3,0	-0,1	1,2	1,0	0,3	-0,6	-0,3	0,0	0,1	
2015 T3	104,8	0,6	-1,4	2,7	0,0	1,2	0,2	0,0	-1,0	-0,9	-0,3	-0,1	
T4	104,9	0,7	-0,1	2,9	0,5	0,5	0,2	-0,2	1,2	-0,4	0,1	0,0	
2016 T1	105,1	0,0	-1,1	0,2	0,8	0,2	-0,8	0,1	0,2	-1,2	0,1	0,9	
T2	105,0	0,0	0,2	0,4	1,4	-0,1	-0,1	-0,7	0,8	-0,6	0,3	0,4	

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				
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours												
2013	909,7	4 476,3	5 386,1	1 683,3	2 142,8	3 826,1	9 212,1	121,4	418,1	86,5	626,0	9 838,1
2014	968,5	4 981,3	5 949,9	1 598,5	2 148,8	3 747,2	9 697,1	123,9	423,4	106,2	653,4	10 350,5
2015	1 034,5	5 569,7	6 604,1	1 448,1	2 160,6	3 608,7	10 212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10 837,1
2015 T3	1 028,2	5 434,8	6 463,0	1 449,3	2 164,4	3 613,7	10 076,7	96,3	452,8	75,1	624,2	10 700,9
T4	1 034,5	5 569,7	6 604,1	1 448,1	2 160,6	3 608,7	10 212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10 837,1
2016 T1	1 051,5	5 715,1	6 766,6	1 427,0	2 163,7	3 590,7	10 357,3	88,7	463,3	89,9	642,0	10 999,2
T2	1 053,4	5 812,9	6 866,2	1 417,3	2 173,6	3 591,0	10 457,2	83,3	481,5	92,8	657,6	11 114,8
2016 Mars	1 051,5	5 715,1	6 766,6	1 427,0	2 163,7	3 590,7	10 357,3	88,7	463,3	89,9	642,0	10 999,2
Avril	1 047,5	5 747,8	6 795,4	1 408,7	2 162,6	3 571,3	10 366,7	88,4	470,4	98,4	657,2	11 023,8
Mai	1 051,2	5 789,7	6 840,9	1 407,6	2 172,2	3 579,8	10 420,7	88,3	474,7	88,6	651,5	11 072,2
Juin	1 053,4	5 812,9	6 866,2	1 417,3	2 173,6	3 591,0	10 457,2	83,3	481,5	92,8	657,6	11 114,8
Juillet	1 056,2	5 873,2	6 929,4	1 406,6	2 174,5	3 581,1	10 510,6	82,4	485,5	99,4	667,3	11 177,9
Août ^(p)	1 060,4	5 931,2	6 991,6	1 395,9	2 176,2	3 572,2	10 563,8	82,6	481,7	97,8	662,1	11 225,9
Flux												
2013	45,6	250,4	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014	58,2	379,4	437,5	-90,9	3,2	-87,7	349,8	1,0	10,8	12,5	24,4	374,2
2015	64,8	556,1	620,9	-143,2	12,0	-131,2	489,7	-47,8	48,9	-26,0	-24,9	464,8
2015 T3	14,3	130,7	145,0	-35,3	3,1	-32,3	112,7	8,2	18,3	-18,5	8,0	120,7
T4	6,3	128,1	134,4	-3,4	-4,0	-7,4	127,0	-19,5	21,4	-2,5	-0,6	126,4
2016 T1	17,2	155,9	173,1	-16,9	3,3	-13,6	159,5	12,1	-10,9	14,9	16,1	175,5
T2	1,9	92,8	94,7	-12,3	10,1	-2,2	92,4	-2,5	17,7	1,6	16,8	109,2
2016 Mars	4,7	55,2	59,9	-1,1	-1,3	-2,4	57,5	-3,4	-5,4	1,3	-7,5	50,0
Avril	-4,0	31,7	27,7	-18,5	-1,0	-19,5	8,2	2,8	6,8	8,7	18,4	26,6
Mai	3,7	37,3	40,9	-2,9	9,5	6,6	47,5	-0,3	4,3	-9,4	-5,3	42,2
Juin	2,2	23,9	26,1	9,0	1,6	10,7	36,7	-5,0	6,5	2,3	3,8	40,5
Juillet	2,9	59,8	62,7	-10,0	0,9	-9,2	53,5	-0,9	3,9	6,2	9,3	62,8
Août ^(p)	4,2	58,6	62,8	-10,7	1,7	-9,0	53,8	0,2	-3,8	-1,9	-5,4	48,4
Taux de croissance												
2013	5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,4	8,4	8,1	-5,4	0,1	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,4	3,9	3,8
2015	6,7	11,1	10,4	-9,0	0,6	-3,5	5,0	-38,2	11,5	-25,4	-3,8	4,5
2015 T3	8,3	11,9	11,3	-11,4	0,5	-4,7	5,0	-24,6	9,0	-0,9	0,3	4,7
T4	6,7	11,1	10,4	-9,0	0,6	-3,5	5,0	-38,2	11,5	-25,4	-3,8	4,5
2016 T1	5,9	11,0	10,2	-6,7	0,6	-2,4	5,5	-27,8	7,6	-1,9	-0,6	5,1
T2	3,9	9,6	8,7	-4,6	0,6	-1,5	4,9	-2,1	10,7	-4,0	6,5	5,0
2016 Mars	5,9	11,0	10,2	-6,7	0,6	-2,4	5,5	-27,8	7,6	-1,9	-0,6	5,1
Avril	4,6	10,7	9,7	-7,3	0,4	-2,8	5,1	-27,3	6,1	-4,0	-1,8	4,6
Mai	4,5	10,0	9,1	-5,7	0,7	-2,0	5,1	-15,1	8,5	-1,8	3,0	4,9
Juin	3,9	9,6	8,7	-4,6	0,6	-1,5	4,9	-2,1	10,7	-4,0	6,5	5,0
Juillet	3,5	9,4	8,4	-4,4	0,6	-1,4	4,9	-16,9	7,8	16,4	5,0	4,9
Août ^(p)	3,5	10,0	8,9	-4,5	0,5	-1,5	5,2	-14,8	6,4	17,7	4,5	5,1

Source : BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3 ¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques ⁴⁾
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2013	1 710,5	1 186,7	397,8	109,8	16,2	5 413,6	2 539,7	874,7	1 994,5	4,7	804,8	194,9	300,1
2014	1 842,1	1 346,8	365,3	111,6	18,4	5 556,8	2 751,5	809,6	1 992,7	3,0	897,6	222,8	333,1
2015	1 927,1	1 480,8	321,8	116,5	8,0	5 750,9	3 060,9	694,3	1 993,1	2,6	990,4	224,5	362,5
2015 T3	1 910,3	1 460,7	324,0	115,8	9,9	5 695,3	2 987,9	707,4	1 997,0	3,0	964,9	218,1	356,2
T4	1 927,1	1 480,8	321,8	116,5	8,0	5 750,9	3 060,9	694,3	1 993,1	2,6	990,4	224,5	362,5
2016 T1	1 986,2	1 534,8	325,6	115,9	9,9	5 832,8	3 140,3	694,3	1 995,5	2,6	980,5	220,2	374,8
T2	2 011,3	1 572,0	313,8	117,1	8,4	5 909,0	3 213,9	690,7	2 001,6	2,8	980,6	210,3	375,9
2016 Mars	1 986,2	1 534,8	325,6	115,9	9,9	5 832,8	3 140,3	694,3	1 995,5	2,6	980,5	220,2	374,8
Avril	2 009,0	1 561,8	322,9	115,7	8,6	5 849,1	3 158,9	692,9	1 994,0	3,3	958,1	213,8	377,5
Mai	2 010,9	1 567,7	318,9	116,4	7,9	5 878,4	3 184,6	691,1	1 999,0	3,7	975,8	214,7	378,0
Juin	2 011,3	1 572,0	313,8	117,1	8,4	5 909,0	3 213,9	690,7	2 001,6	2,8	980,6	210,3	375,9
Juillet	2 032,7	1 593,6	312,5	118,0	8,5	5 930,9	3 240,8	685,4	2 001,8	2,8	969,3	215,5	388,4
Août ^(p)	2 032,7	1 597,2	309,9	116,9	8,7	5 969,1	3 284,1	676,6	2 005,6	2,7	981,3	214,6	388,2
Flux													
2013	98,2	90,1	-6,9	9,1	5,9	107,9	182,4	-100,1	31,9	-6,2	-15,1	-13,3	-7,8
2014	69,2	91,2	-25,9	1,5	2,4	140,7	210,0	-65,7	-1,8	-1,7	53,6	7,5	21,7
2015	81,4	120,8	-33,6	4,9	-10,7	194,5	302,4	-108,2	0,7	-0,4	75,2	-1,9	27,9
2015 T3	44,4	42,7	0,4	3,1	-1,8	48,3	77,7	-27,7	-1,9	0,2	10,6	-10,1	13,4
T4	13,9	17,9	-2,7	0,7	-2,0	56,1	71,9	-11,4	-3,9	-0,5	21,1	4,0	6,1
2016 T1	64,6	58,2	4,9	-0,5	2,0	84,2	80,7	1,0	2,5	0,1	-3,7	-4,1	13,3
T2	23,4	35,9	-12,1	1,1	-1,5	75,2	72,6	-3,9	6,4	0,2	-1,3	-10,1	0,9
2016 Mars	13,7	7,6	5,6	0,0	0,5	39,4	38,7	1,4	-0,4	-0,3	7,0	-11,4	0,9
Avril	22,5	26,8	-2,7	-0,2	-1,4	16,0	18,3	-1,4	-1,5	0,7	-19,7	-6,4	2,6
Mai	-0,3	4,4	-4,6	0,6	-0,7	28,7	25,2	-2,0	5,1	0,4	14,1	0,7	0,4
Juin	1,2	4,7	-4,8	0,8	0,5	30,6	29,2	-0,5	2,7	-0,9	4,2	-4,3	-2,1
Juillet	21,8	22,0	-1,2	1,0	0,1	21,9	26,9	-5,2	0,2	0,0	-11,7	5,2	12,5
Août ^(p)	-0,1	3,7	-2,9	-1,2	0,2	38,5	43,5	-8,8	3,9	-0,1	12,7	-0,9	-0,4
Taux de croissance													
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5
2014	4,0	7,6	-6,5	1,4	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,4	4,0	7,3
2015	4,4	8,9	-9,4	4,4	-57,5	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,2	-0,8	8,3
2015 T3	4,0	9,2	-12,3	2,4	-31,4	3,0	11,1	-15,5	0,0	-37,7	13,8	-4,9	5,8
T4	4,4	8,9	-9,4	4,4	-57,5	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,2	-0,8	8,3
2016 T1	7,4	11,0	-4,2	3,8	-30,3	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,2	-3,2	9,8
T2	7,8	10,9	-2,9	3,8	-27,8	4,7	10,4	-5,7	0,2	-0,8	2,8	-8,8	9,8
2016 Mars	7,4	11,0	-4,2	3,8	-30,3	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,2	-3,2	9,8
Avril	8,5	12,1	-3,3	2,4	-20,8	4,3	10,5	-8,1	0,0	-6,6	0,7	-7,3	9,3
Mai	7,9	11,0	-2,5	3,4	-32,8	4,6	10,7	-7,0	0,1	-5,6	2,2	-7,2	8,9
Juin	7,8	10,9	-2,9	3,8	-27,8	4,7	10,4	-5,7	0,2	-0,8	2,8	-8,8	9,8
Juillet	7,3	10,3	-3,3	3,7	-29,7	4,8	10,1	-4,7	0,3	-10,9	0,4	-8,0	11,8
Août ^(p)	7,1	10,1	-4,4	2,1	11,2	5,2	10,9	-5,0	0,4	-12,2	1,5	-5,4	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								
	Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts						Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires
					Total	Aux sociétés non financières ³⁾	Aux ménages ⁴⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension ³⁾	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension	Titres de créance		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours												
2013	3 404,9	1 096,7	2 308,2	12 709,1	10 544,4	10 973,3	4 353,6	5 222,8	869,2	98,7	1 364,7	800,0
2014	3 608,3	1 132,4	2 473,8	12 590,7	10 538,6	10 817,4	4 300,6	5 200,4	908,6	129,0	1 277,4	774,8
2015	3 896,6	1 110,1	2 784,1	12 678,6	10 589,3	10 890,1	4 272,8	5 307,3	885,7	123,6	1 301,7	787,6
2015 T3	3 819,0	1 127,6	2 689,0	12 659,4	10 571,0	10 858,8	4 284,4	5 277,6	887,7	121,3	1 310,9	777,4
T4	3 896,6	1 110,1	2 784,1	12 678,6	10 589,3	10 890,1	4 272,8	5 307,3	885,7	123,6	1 301,7	787,6
2016 T1	4 051,5	1 117,6	2 920,9	12 704,5	10 640,8	10 907,8	4 287,3	5 338,5	906,4	108,6	1 312,3	751,4
T2	4 194,6	1 112,4	3 069,1	12 739,3	10 640,8	10 947,7	4 300,5	5 349,8	887,1	103,4	1 347,4	751,2
2016 Mars	4 051,5	1 117,6	2 920,9	12 704,5	10 640,8	10 907,8	4 287,3	5 338,5	906,4	108,6	1 312,3	751,4
Avril	4 096,3	1 125,7	2 957,4	12 704,2	10 638,3	10 906,1	4 290,1	5 343,7	890,9	113,6	1 317,9	747,9
Mai	4 146,7	1 127,2	3 006,5	12 742,1	10 655,5	10 930,4	4 307,7	5 346,8	889,8	111,2	1 330,5	756,1
Juin	4 194,6	1 112,4	3 069,1	12 739,3	10 640,8	10 947,7	4 300,5	5 349,8	887,1	103,4	1 347,4	751,2
Juillet	4 256,6	1 109,1	3 134,1	12 785,5	10 665,4	10 975,1	4 301,4	5 356,1	897,6	110,3	1 364,2	755,9
Août ^(p)	4 261,2	1 108,8	3 139,1	12 821,4	10 667,5	10 985,3	4 293,0	5 366,4	897,7	110,4	1 371,4	782,5
Flux												
2013	-25,0	-73,5	48,5	-305,7	-248,1	-271,7	-132,9	-4,0	-120,9	9,7	-72,7	15,1
2014	72,0	15,9	56,1	-103,8	-50,1	-36,1	-60,9	-15,2	14,3	11,7	-90,0	36,2
2015	284,6	-20,7	305,0	78,9	50,2	64,7	-17,3	98,1	-25,0	-5,6	24,5	4,3
2015 T3	112,6	-10,2	122,7	56,8	-6,1	19,2	-4,3	24,7	-12,0	-14,4	64,4	-1,6
T4	73,6	-16,3	89,8	8,7	24,3	32,6	-1,6	22,7	0,8	2,4	-22,4	6,8
2016 T1	125,8	5,4	120,4	64,8	81,5	51,9	35,9	36,2	24,4	-14,9	14,2	-30,9
T2	122,0	-10,6	132,6	60,0	22,1	57,4	23,9	16,6	-13,3	-5,2	35,9	2,0
2016 Mars	28,5	0,3	28,3	-5,0	2,4	2,0	-1,9	11,2	10,8	-17,7	3,3	-10,7
Avril	46,8	3,3	43,5	12,6	10,7	10,5	9,0	6,0	-9,4	5,0	5,2	-3,3
Mai	39,8	1,3	38,5	32,1	13,0	18,2	13,7	3,4	-1,7	-2,4	11,1	8,0
Juin	35,4	-15,2	50,6	15,3	-1,6	28,7	1,2	7,2	-2,2	-7,8	19,7	-2,7
Juillet	53,7	-3,3	56,8	52,6	34,6	36,5	10,0	6,7	11,1	6,8	14,9	3,1
Août ^(p)	4,8	-0,3	5,1	39,1	6,3	14,1	-7,8	11,3	2,7	0,1	6,8	25,9
Taux de croissance												
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,1	1,9
2014	2,1	1,4	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,4	-0,3	1,5	11,9	-6,6	4,5
2015	7,9	-1,8	12,3	0,6	0,5	0,6	-0,4	1,9	-2,7	-4,3	1,9	0,5
2015 T3	7,2	0,5	10,2	0,6	0,4	0,4	-0,3	1,6	-2,3	-1,4	1,0	1,9
T4	7,9	-1,8	12,3	0,6	0,5	0,6	-0,4	1,9	-2,7	-4,3	1,9	0,5
2016 T1	10,1	-2,8	16,1	1,1	1,1	1,0	0,8	2,2	-1,1	-19,2	3,3	-2,5
T2	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,5	1,3	1,9	0,0	-23,6	7,3	-3,0
2016 Mars	10,1	-2,8	16,1	1,1	1,1	1,0	0,8	2,2	-1,1	-19,2	3,3	-2,5
Avril	10,3	-2,6	16,2	1,2	1,1	1,0	0,9	2,2	-2,0	-16,5	4,1	-2,5
Mai	11,1	-1,9	16,9	1,3	1,1	1,2	1,2	2,1	-1,1	-21,1	5,1	-2,4
Juin	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,5	1,3	1,9	0,0	-23,6	7,3	-3,0
Juillet	12,2	-2,7	18,7	1,4	1,3	1,7	1,3	2,0	0,2	-16,1	4,6	-3,7
Août ^(p)	10,9	-2,8	16,8	1,5	1,3	1,7	1,2	2,0	0,7	-14,1	4,2	-0,3

Source: BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾				
	Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consomma- tion	Prêts au logement	Autres prêts
	1	2				6	7			
		Prêts corrigés ⁴⁾				Prêts corrigés ⁴⁾				
	Encours									
2013	4 353,6	4 450,2	1 065,7	740,9	2 547,0	5 222,8	5 547,8	573,6	3 853,7	795,5
2014	4 300,6	4 256,2	1 109,9	720,6	2 470,2	5 200,4	5 546,1	563,3	3 861,1	776,0
2015	4 272,8	4 257,1	1 038,1	758,3	2 476,4	5 307,3	5 640,7	595,6	3 948,0	763,6
2015 T3	4 284,4	4 252,1	1 067,7	745,9	2 470,7	5 277,6	5 611,6	582,4	3 926,5	768,7
2015 T4	4 272,8	4 257,1	1 038,1	758,3	2 476,4	5 307,3	5 640,7	595,6	3 948,0	763,6
2016 T1	4 287,3	4 262,6	1 044,6	768,2	2 474,5	5 338,5	5 658,5	603,4	3 973,0	762,2
2016 T2	4 300,5	4 281,8	1 041,7	774,4	2 484,3	5 349,8	5 685,3	604,2	3 987,0	758,6
2016 Mars	4 287,3	4 262,6	1 044,6	768,2	2 474,5	5 338,5	5 658,5	603,4	3 973,0	762,2
2016 Avril	4 290,1	4 264,9	1 043,5	772,7	2 473,9	5 343,7	5 665,1	604,6	3 979,9	759,2
2016 Mai	4 307,7	4 279,9	1 051,4	771,7	2 484,7	5 346,8	5 673,1	601,8	3 986,1	758,9
2016 Juin	4 300,5	4 281,8	1 041,7	774,4	2 484,3	5 349,8	5 685,3	604,2	3 987,0	758,6
2016 Juillet	4 301,4	4 284,4	1 031,2	780,3	2 489,9	5 356,1	5 693,7	604,4	3 995,2	756,5
2016 Août ^(p)	4 293,0	4 282,9	1 022,9	781,2	2 488,9	5 366,4	5 700,1	607,7	4 004,1	754,7
	Flux									
2013	-132,9	-145,5	-44,3	-44,6	-44,0	-4,0	-17,0	-18,2	27,4	-13,2
2014	-60,9	-68,3	-14,2	2,3	-49,0	-15,2	5,5	-3,0	-3,4	-8,8
2015	-17,3	16,7	-65,6	32,7	15,6	98,1	76,4	21,7	80,0	-3,6
2015 T3	-4,3	3,2	-17,5	4,0	9,2	24,7	24,9	5,2	19,8	-0,3
2015 T4	-1,6	15,9	-22,8	13,5	7,7	22,7	19,2	5,1	20,0	-2,4
2016 T1	35,9	28,8	15,3	13,0	7,5	36,2	23,8	9,1	27,0	0,1
2016 T2	23,9	25,2	1,2	8,5	14,1	16,6	31,2	1,0	16,1	-0,4
2016 Mars	-1,9	-1,6	0,2	-3,7	1,6	11,2	9,1	2,7	7,4	1,0
2016 Avril	9,0	7,9	1,0	5,0	3,0	6,0	7,0	1,1	7,0	-2,1
2016 Mai	13,7	9,8	5,9	-0,8	8,6	3,4	7,8	-3,1	6,4	0,1
2016 Juin	1,2	7,5	-5,7	4,4	2,5	7,2	16,4	3,0	2,6	1,6
2016 Juillet	10,0	10,8	-4,5	7,4	7,1	6,7	8,7	0,0	8,3	-1,7
2016 Août ^(p)	-7,8	-1,3	-7,3	1,0	-1,5	11,3	7,0	3,5	9,1	-1,4
	Taux de croissance									
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,4	0,4	-5,9	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015 T3	-0,3	0,0	-4,4	3,6	0,3	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,4
2015 T4	-0,4	0,4	-5,9	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 T1	0,8	1,1	-2,4	5,2	0,9	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
2016 T2	1,3	1,7	-2,2	5,3	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
2016 Mars	0,8	1,1	-2,4	5,2	0,9	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
2016 Avril	0,9	1,3	-2,6	5,7	1,1	2,2	1,6	5,3	2,3	-0,7
2016 Mai	1,2	1,6	-2,0	4,9	1,4	2,1	1,6	4,5	2,3	-0,7
2016 Juin	1,3	1,7	-2,2	5,3	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
2016 Juillet	1,3	1,9	-2,8	6,2	1,7	2,0	1,8	3,2	2,2	-0,5
2016 Août ^(p)	1,2	1,9	-4,0	6,4	1,8	2,0	1,8	3,4	2,3	-0,8

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

	Passif des IFM						Actif des IFM			
	Dépôts de l'administration centrale ²⁾	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Créances nettes sur les non-résidents	Autre		
		Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total	Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾	Prises en pension de contreparties centrales ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Encours										
2013	261,7	7 311,0	2 371,2	91,5	2 507,2	2 341,1	1 146,5	150,2	183,8	121,9
2014	264,6	7 188,1	2 248,9	92,2	2 381,1	2 465,9	1 379,3	225,0	184,5	139,7
2015	278,6	7 066,8	2 184,2	79,8	2 253,1	2 549,7	1 326,6	280,6	205,9	135,6
2015 T3	287,6	7 100,9	2 223,8	83,7	2 263,6	2 529,9	1 357,4	253,8	215,6	142,8
T4	278,6	7 066,8	2 184,2	79,8	2 253,1	2 549,7	1 326,6	280,6	205,9	135,6
2016 T1	318,8	7 027,9	2 183,1	76,8	2 174,7	2 593,2	1 281,5	308,4	247,1	152,1
T2	323,5	7 075,9	2 162,4	74,6	2 176,3	2 662,5	1 285,9	294,4	238,0	144,0
2016 Mars	318,8	7 027,9	2 183,1	76,8	2 174,7	2 593,2	1 281,5	308,4	247,1	152,1
Avril	316,8	7 050,4	2 184,4	75,4	2 173,2	2 617,5	1 275,6	315,1	237,0	140,0
Mai	292,1	7 057,5	2 182,8	75,3	2 185,9	2 613,5	1 239,4	293,6	226,9	138,6
Juin	323,5	7 075,9	2 162,4	74,6	2 176,3	2 662,5	1 285,9	294,4	238,0	144,0
Juillet	331,2	7 052,8	2 154,0	73,9	2 148,4	2 676,4	1 216,8	303,0	212,9	128,2
Août ^(p)	319,3	7 038,4	2 148,4	73,2	2 142,8	2 674,0	1 177,4	323,6	215,4	134,6
Flux										
2013	-44,9	-80,8	-19,0	-14,3	-137,3	89,8	362,0	-53,6	32,2	43,7
2014	-5,7	-161,1	-122,3	2,0	-151,2	110,3	238,5	0,8	0,7	17,8
2015	7,8	-217,6	-104,0	-13,5	-202,9	102,8	-97,6	-10,9	21,4	-4,0
2015 T3	22,0	-37,5	6,1	-3,1	-57,8	17,3	-65,2	1,0	-14,3	-6,3
T4	-11,7	-57,6	-47,5	-3,9	-42,5	36,3	-36,7	11,7	-9,6	-7,2
2016 T1	40,1	-62,2	1,6	-2,9	-49,9	-10,9	-70,3	33,2	41,3	17,3
T2	4,3	-8,4	-23,6	-1,6	-11,0	27,8	-60,4	-16,5	-9,2	-8,1
2016 Mars	23,9	-14,5	-1,0	-0,8	3,4	-16,2	27,4	8,4	0,7	9,5
Avril	-2,2	11,4	1,3	-0,9	-3,8	14,8	-23,0	-0,5	-10,1	-12,0
Mai	-24,9	5,3	-2,7	-0,1	2,3	5,8	-26,5	-22,8	-10,2	-1,5
Juin	31,4	-25,2	-22,1	-0,6	-9,6	7,1	-10,9	6,8	11,1	5,4
Juillet	7,7	-27,1	-8,4	-0,7	-22,0	4,0	-73,3	10,4	-25,1	-15,8
Août ^(p)	-11,9	-4,2	-5,6	-0,7	-3,5	5,6	-32,1	20,4	2,5	6,4
Taux de croissance										
2013	-14,7	-1,1	-0,8	-13,5	-5,1	3,8	-	-	10,3	23,3
2014	-2,3	-2,2	-5,2	2,2	-6,0	4,6	-	-	0,4	14,6
2015	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,3	4,1	-	-	11,6	-2,9
2015 T3	11,8	-3,3	-3,7	-9,1	-9,3	3,1	-	-	31,7	17,4
T4	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,3	4,1	-	-	11,6	-2,9
2016 T1	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,8	-	-	3,7	-5,9
T2	20,6	-2,3	-2,9	-13,3	-6,9	2,8	-	-	3,5	-2,9
2016 Mars	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,8	-	-	3,7	-5,9
Avril	17,4	-2,7	-2,6	-14,6	-7,8	2,4	-	-	11,0	3,2
Mai	6,1	-2,5	-2,5	-13,6	-6,9	2,1	-	-	0,5	-2,9
Juin	20,6	-2,3	-2,9	-13,3	-6,9	2,8	-	-	3,5	-2,9
Juillet	29,2	-2,6	-3,7	-13,0	-7,0	2,6	-	-	1,8	-10,6
Août ^(p)	15,1	-2,5	-3,8	-12,4	-6,7	2,7	-	-	1,4	1,1

Source : BCE.

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

2) Recouvrent les dépôts de l'administration centrale auprès du secteur des IFM et leurs portefeuilles de titres émis par le secteur des IFM.

3) Non corrigées des effets saisonniers.

6 Évolutions budgétaires

6.1 Déficit/excédent

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Déficit(-)/excédent(+)					Pour mémoire : Déficit (-)/ excédent (+) primaire
	Total	Administrations centrales	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	
	1	2	3	4	5	6
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2015 T2	-2,4	.	.	.	.	0,1
T3	-2,2	.	.	.	.	0,3
T4	-2,1	.	.	.	.	0,3
2016 T1	-1,9	.	.	.	.	0,4

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

6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Recettes						Dépenses						
	Total	Recettes courantes				Recettes en capital	Total	Dépenses courantes				Dépenses en capital	
		Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales nettes	Rémunération des salariés			Consommation intermédiaire	Intérêts	Prestations sociales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,4	0,4	49,7	45,2	10,4	5,4	3,0	22,6	4,5
2013	46,6	46,1	12,5	12,9	15,5	0,5	49,6	45,5	10,4	5,4	2,8	23,0	4,1
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,3	45,4	10,3	5,3	2,7	23,1	4,0
2015	46,6	46,1	12,6	13,1	15,4	0,5	48,6	44,7	10,2	5,2	2,4	23,0	3,9
2015 T2	46,6	46,1	12,5	13,1	15,4	0,5	49,1	45,2	10,3	5,3	2,5	23,1	3,9
T3	46,6	46,1	12,5	13,1	15,4	0,5	48,7	45,0	10,2	5,3	2,5	23,1	3,8
T4	46,6	46,1	12,6	13,2	15,4	0,5	48,7	44,8	10,1	5,3	2,4	23,0	3,9
2016 T1	46,5	46,0	12,6	13,2	15,4	0,5	48,5	44,6	10,1	5,3	2,4	23,0	3,9

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

6.3 Ratio dette publique/PIB

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

	Total	Instrument financier			Détenteur			Échéance initiale		Durée résiduelle			Devises	
		Monnaie fidu- ciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents	IFM	Créanciers non résidents	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou mon- naies parti- cipantes	Autres devises
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	89,3	3,0	17,4	68,9	45,5	26,2	43,9	11,3	78,0	19,7	31,6	38,0	87,2	2,2
2013	91,1	2,6	17,2	71,3	46,0	26,2	45,1	10,4	80,7	19,4	32,2	39,5	89,0	2,1
2014	92,0	2,8	16,9	72,4	45,1	26,0	46,9	10,0	82,0	19,0	32,0	41,0	89,9	2,1
2015	90,7	2,8	16,1	71,7	45,7	27,5	45,0	9,4	81,3	17,8	31,8	41,1	88,6	2,1
2015 T2	92,4	2,8	16,3	73,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	91,7	2,8	16,2	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	90,7	2,8	16,1	71,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 T1	91,7	2,7	16,2	72,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Évolutions budgétaires

6.4 Variation annuelle du ratio dette publique/PIB et facteurs sous-jacents ¹⁾

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Variation du ratio dette/PIB ²⁾	Déficit (-) /excédent (+) primaire	Ajustement dette-déficit									Écart croissance/taux d'intérêt	Pour mémoire : besoin de financement
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers					Effets de valorisation et autres variations en volume	Autres			
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2012	3,4	0,6	0,0	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0	
2013	1,8	0,2	-0,3	-0,7	-0,4	-0,4	-0,1	0,3	-0,1	0,4	1,9	2,7	
2014	0,9	-0,1	0,0	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,2	1,0	2,6	
2015	-1,4	-0,3	-0,8	-0,4	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	1,4	
2015 T2	-0,6	-0,1	-1,0	-1,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	0,0	0,5	1,4	
T3	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	0,2	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	-0,2	0,1	1,6	
T4	-1,4	-0,3	-0,8	-0,5	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,3	-0,3	1,3	
2016 T1	-1,4	-0,4	-0,5	-0,1	0,3	-0,3	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-0,4	1,5	

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

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

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

6.5 Titres de créance des administrations publiques ¹⁾

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

	Service de la dette dû dans l'année ²⁾					Durée résiduelle moyenne en années ³⁾	Rendements nominaux moyens ⁴⁾						
	Total	Principal		Intérêts	Durée résiduelle moyenne en années ³⁾		Encours				Opérations		
		Échéances ≤ 3 mois	Échéances > 3 mois				Total	Taux variable	Coupon zéro	Taux fixe	Échéances ≤ 1 an	Émissions	Remboursements
	1			2	3								
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	1,8
2014	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015	14,8	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2015 T2	15,0	13,0	4,8	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5
T3	15,1	13,1	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
T4	14,8	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016 T1	15,5	13,6	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1
2016 Avril	15,1	13,2	4,2	1,9	0,5	6,7	2,7	1,2	0,0	3,2	2,9	0,3	1,3
Mai	15,1	13,2	4,5	1,9	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,2	2,9	0,4	1,2
Juin	15,4	13,5	5,0	1,8	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
Juillet	15,1	13,3	4,6	1,8	0,5	6,8	2,7	1,1	-0,1	3,1	3,0	0,3	1,2
Août	15,1	13,2	4,7	1,8	0,5	6,8	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
Septembre	14,9	13,1	4,1	1,8	0,5	6,8	2,6	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,2

Source : BCE.

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

6 Évolutions budgétaires

6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

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

	Belgique	Allemagne	Estonie	Irlande	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2012	-4,2	0,0	-0,3	-8,0	-8,8	-10,5	-4,8	-2,9	-5,8	
2013	-3,0	-0,2	-0,2	-5,7	-13,2	-7,0	-4,0	-2,7	-4,9	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,6	-6,0	-4,0	-3,0	-8,8	
2015	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1	
2015 T2	-3,1	0,4	0,6	-2,3	-4,7	-5,4	-4,1	-2,9	-0,4	
2015 T3	-2,9	0,8	0,7	-1,6	-4,4	-5,3	-3,9	-2,7	-0,9	
2015 T4	-2,6	0,6	0,4	-1,8	-7,2	-5,1	-3,6	-2,6	-1,0	
2016 T1	-2,7	0,7	1,0	-1,5	-5,7	-5,1	-3,3	-2,5	-0,1	
Dette des administrations publiques										
2012	104,1	79,9	9,7	119,5	159,6	85,7	89,5	123,3	79,3	
2013	105,4	77,5	10,2	119,5	177,4	95,4	92,3	129,0	102,2	
2014	106,5	74,9	10,7	105,2	179,7	100,4	95,3	131,9	107,1	
2015	105,8	71,2	10,1	78,6	177,4	99,8	96,2	132,3	107,5	
2015 T2	109,5	72,6	9,9	91,1	169,4	99,8	97,7	136,0	110,7	
2015 T3	109,1	72,0	9,8	85,9	171,8	99,7	97,1	134,6	110,2	
2015 T4	106,1	71,2	9,7	78,7	176,9	99,2	96,2	132,7	108,9	
2016 T1	109,2	71,1	9,6	80,4	176,3	100,5	97,5	135,4	109,3	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2012	-0,8	-3,1	0,3	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3	-2,2
2013	-0,9	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,0	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,5	-2,1	-2,3	-2,7	-7,2	-5,0	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,7	-2,8
2015 T2	-2,1	0,4	1,3	-2,0	-2,1	-2,2	-6,4	-4,5	-2,9	-3,1
2015 T3	-2,1	0,1	1,2	-1,7	-2,1	-2,5	-3,1	-4,1	-2,6	-2,9
2015 T4	-1,3	-0,2	1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-4,4	-2,9	-3,0	-2,7
2016 T1	-0,8	-0,1	1,0	-0,1	-1,6	-1,2	-3,8	-2,8	-2,8	-2,3
Dette des administrations publiques										
2012	41,3	39,8	21,8	67,6	66,4	82,0	126,2	53,9	52,2	53,9
2013	39,0	38,7	23,5	68,4	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7	56,5
2014	40,7	40,5	22,7	67,0	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6	60,2
2015	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,5	63,6
2015 T2	35,3	37,6	21,8	67,2	67,0	86,3	128,4	81,0	54,7	62,0
2015 T3	36,4	38,2	21,5	66,0	66,2	86,3	130,2	84,4	53,9	60,6
2015 T4	36,4	42,8	21,5	63,8	65,1	86,2	129,0	83,2	52,9	62,6
2016 T1	38,5	40,1	21,8	65,3	64,8	86,9	128,9	83,6	52,2	63,6

Source : Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2016**

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

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

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

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 19 octobre 2016.

ISSN 2363-3425 (epub)

ISSN 2363-3425 (PDF)

Numéro de catalogue UE : QB-BP-15-001-FR-E (epub)

Numéro de catalogue UE : QB-BP-15-001-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Nathalie Aufauvre

Secrétaire général