



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 1 / 2020



Sommaire

Évolutions économiques et monétaires récentes	2
Synthèse	2
1 Environnement extérieur	6
2 Évolutions financières	10
3 Activité économique	13
4 Prix et coûts	18
5 Monnaie et crédit	21
Encadrés	25
1 Suivre l'incertitude économique mondiale : répercussions sur l'investissement et le commerce au niveau mondial	25
2 L'inversion de la courbe des rendements aux États-Unis et les signaux de récession provenant des marchés financiers	31
3 Briser « l'effet de chaîne » des droits de douane – les zones franches en période de protectionnisme	36
4 Pays d'Europe centrale et orientale membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro : intégration dans les chaînes de valeur mondiales, dynamique des exportations et synchronisation du cycle économique avec la zone euro	41
5 Liquidité des marchés obligataires et efficience des marchés de swaps – quel rôle joue le marché du repo ?	47
6 Les enquêtes de conjoncture, indicateurs de l'investissement réel des entreprises de la zone euro	53
Articles	56
1 Patrimoine et consommation des ménages dans la zone euro	56
2 Évaluation de la distribution du crédit bancaire aux entreprises dans la zone euro depuis 2014	74
Statistiques	S1

Évolutions économiques et monétaires récentes

Synthèse

Les informations disponibles depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, début décembre, sont conformes au scénario de référence, retenu par le Conseil des gouverneurs, d'une croissance économique continue, bien que modérée, dans la zone euro. En particulier, la faiblesse du secteur manufacturier continue de peser sur la dynamique de l'activité au sein de la zone euro. Dans le même temps, la poursuite de la croissance de l'emploi, même si elle s'est ralentie, et la hausse des salaires continuent de soutenir la capacité de résistance de l'économie de la zone euro. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro, liés aux facteurs géopolitiques, à la montée du protectionnisme et aux vulnérabilités sur les marchés émergents, demeurent orientés négativement, mais se sont atténués avec la dissipation de certaines incertitudes relatives au commerce international. Si l'évolution de l'inflation reste limitée dans l'ensemble, certains signes indiquant une légère accélération de l'inflation sous-jacente sont apparus, conformément aux anticipations. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a maintenu inchangée l'orientation de sa politique monétaire lors de sa réunion du 23 janvier 2020. Les mesures de politique monétaire mises en œuvre favorisent des conditions de financement propices pour tous les secteurs de l'économie. En particulier, l'assouplissement des conditions d'emprunt des entreprises et des ménages soutient les dépenses de consommation et l'investissement des entreprises, ce qui soutiendra l'expansion de la zone euro, le renforcement des tensions sur les prix domestiques et, partant, la convergence durable de l'inflation vers l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs.

L'activité économique mondiale reste modérée, mais on observe des signes de stabilisation. En particulier, le secteur manufacturier s'est raffermi à l'échelle mondiale au dernier trimestre 2019, tandis que le secteur des services est demeuré globalement stable. Le commerce mondial demeure atone dans un contexte marqué par des signes de stabilisation. Un accord commercial préliminaire entre la Chine et les États-Unis a entraîné une atténuation des tensions commerciales, qui devrait contribuer à supprimer les obstacles à la croissance des échanges commerciaux. Pour l'avenir, les tensions inflationnistes mondiales devraient rester contenues, tandis que la balance des risques pesant sur l'activité économique mondiale reste orientée négativement, même si les risques s'atténuent.

Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre 2019, les mouvements sur les marchés financiers de la zone euro ont été limités, les prix des actifs continuant d'être soutenus par la politique monétaire accommodante et par l'amélioration du sentiment à l'égard du risque en raison de la nouvelle atténuation des tensions commerciales. Les taux sans risque à long terme sont globalement inchangés et la courbe à terme de l'Eonia s'est légèrement déplacée vers le haut, continuant d'indiquer l'anticipation par les marchés d'un taux de la facilité de dépôt inchangé

au cours des prochains mois. Les écarts de rendement souverains sont demeurés globalement stables au cours de cette période. Les prix des actions ont augmenté dans un contexte de baisse des primes de risque, et les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises ont légèrement diminué. Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement affaibli en termes pondérés des échanges commerciaux.

Le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,3 % en glissement trimestriel au troisième trimestre 2019, après une hausse de 0,2 % au deuxième trimestre. Ce profil de croissance modérée reflète l'atonie actuelle du commerce international dans un contexte d'incertitudes mondiales persistantes, qui a particulièrement pesé sur le secteur manufacturier de la zone euro et a freiné également la croissance de l'investissement. Dans le même temps, l'activité dans les secteurs des services et de la construction reste plus robuste, en dépit d'un certain affaiblissement au second semestre 2019. Les données économiques et les résultats d'enquêtes les plus récents indiquent une certaine stabilisation de la dynamique de croissance dans la zone euro, le taux de croissance à court terme devant rester proche des niveaux observés au cours des trimestres précédents. Dans la période à venir, l'expansion de la zone euro demeurera soutenue par les conditions de financement favorables, par de nouvelles créations d'emplois conjuguées à une hausse des salaires, par l'orientation budgétaire légèrement expansionniste au sein de la zone euro et par la poursuite de la croissance, à un rythme un peu plus faible cependant, de l'activité mondiale.

La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est accélérée, s'établissant à 1,3 % en décembre 2019, contre 1,0 % en novembre, reflétant essentiellement l'augmentation des prix de l'énergie. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait, pendant les prochains mois, se maintenir autour des niveaux observés actuellement. Récemment, les indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation se sont stabilisés ou ont enregistré une légère hausse, même s'ils demeurent à des niveaux faibles. Les mesures de l'inflation sous-jacente restent globalement modérées, en dépit de nouveaux signes d'une légère accélération, conformément aux anticipations antérieures. Alors que les tensions sur les coûts de main-d'œuvre se sont accentuées dans un contexte de renforcement des tensions sur les marchés du travail, le fléchissement de la dynamique de la croissance retarde leur transmission à l'inflation. À moyen terme, l'inflation devrait s'accélérer, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE, par la poursuite de la croissance économique et par une hausse vigoureuse des salaires.

S'agissant des évolutions monétaires, la croissance de la monnaie au sens large (M3) s'est établie à 5,6 % en novembre 2019, un niveau pratiquement inchangé depuis le mois d'août. La croissance de M3 reste soutenue par la création de crédit bancaire et l'agrégat étroit M1 a continué d'apporter la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large. La hausse des prêts aux entreprises et aux ménages est toujours solide, sous l'effet du soutien continu fourni par l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE, qui se traduit par des taux des prêts bancaires très bas. Si le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est resté inchangé depuis octobre, s'établissant à 3,5 % en novembre, le taux de croissance annuel des

prêts aux sociétés non financières est revenu de 3,8 % en octobre à 3,4 % en novembre, traduisant sans doute une réaction décalée à la détérioration antérieure de l'économie. Toutefois, les critères d'octroi de crédits aux entreprises et de crédits immobiliers aux ménages sont restés globalement inchangés, signe que les conditions de crédit demeurent favorables. L'orientation accommodante de la politique monétaire du Conseil des gouverneurs contribuera à préserver des conditions favorables d'octroi de crédits bancaires et continuera de soutenir l'accès au financement dans tous les secteurs économiques, en particulier pour les petites et moyennes entreprises.

Compte tenu des résultats de l'analyse économique et des signaux provenant de l'analyse monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé qu'un degré élevé de soutien monétaire demeurerait nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Sur la base de cette évaluation, le Conseil des gouverneurs a décidé de maintenir inchangés les taux d'intérêt directeurs de la BCE et prévoit qu'ils resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

Le Conseil des gouverneurs a confirmé qu'il continuerait d'effectuer des achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme* – APP) à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. Il prévoit d'y avoir recours aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants des taux d'intérêt directeurs de la BCE et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

Le Conseil des gouverneurs entend également poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

À la lumière de perspectives d'une inflation toujours faible, le Conseil des gouverneurs a réaffirmé la nécessité pour la politique monétaire de conserver une orientation très accommodante pendant une période prolongée afin d'affermir les tensions inflationnistes sous-jacentes et de soutenir les évolutions de l'inflation totale à moyen terme. La *forward guidance* du Conseil des gouverneurs permettra un ajustement des conditions financières par rapport aux évolutions des perspectives d'inflation. Dans tous les cas, le Conseil des gouverneurs reste prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie.

Le Conseil des gouverneurs a également décidé de lancer une évaluation de la stratégie de politique monétaire de la BCE. Cette évaluation portera notamment sur la

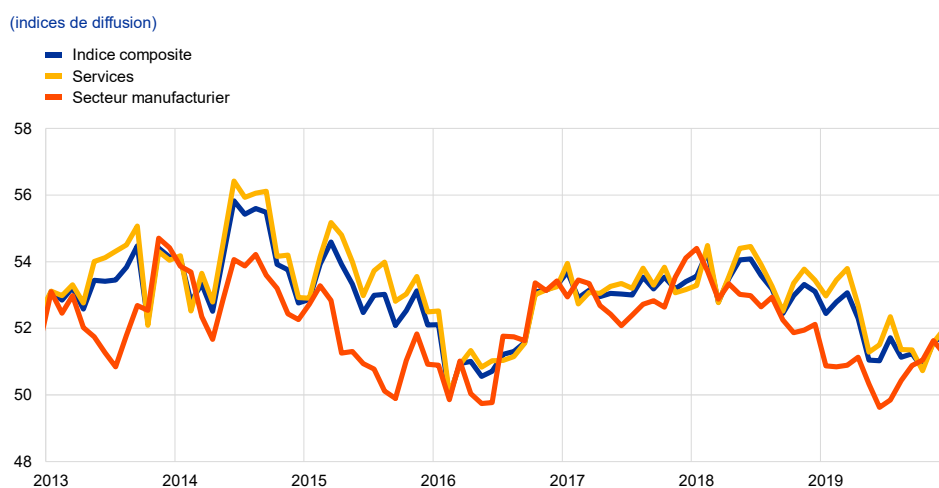
formulation quantitative de la stabilité des prix, la gamme des instruments de politique monétaire, les analyses économique et monétaire et les modes de communication. D'autres considérations, en rapport avec la stabilité financière, l'emploi et le développement durable, seront également prises en compte dans l'évaluation, qui devrait être achevée d'ici fin 2020. L'évaluation reposera sur une analyse approfondie et sur l'ouverture d'esprit. En ce sens, l'Eurosystème invitera toutes les parties prenantes à participer.

Les perspectives d'évolution de l'activité économique mondiale (hors zone euro) sont restées modérées mais ont montré des signes de stabilisation.

L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale hors zone euro a légèrement augmenté en décembre. La composante relative au secteur manufacturier, en particulier, s'est redressée au quatrième trimestre, indiquant un raffermissement de l'activité manufacturière mondiale, qui s'était progressivement affaiblie depuis début 2018. Le secteur des services a continué de faire preuve de résistance avec une poursuite de la croissance en décembre (cf. graphique 1).

Graphique 1

Indice des directeurs d'achat pour la production mondiale
(hors zone euro)



Sources : Markit et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à décembre 2019.

Les risques pesant sur les perspectives économiques mondiales demeurent élevés mais sont orientés moins négativement. L'accord commercial partiel entre les États-Unis et la Chine représente une atténuation bienvenue des tensions commerciales. L'accord de « Phase 1 » inclut un engagement de la Chine à acheter une quantité importante d'un large éventail de produits agricoles et d'autres biens et services américains, ce qui pourrait affecter la demande chinoise d'exportations en provenance de l'UE. Cette phase vise également à apporter des changements dans des domaines allant de la politique de taux de change à la protection de la propriété intellectuelle et aux transferts de technologie. Le représentant au commerce des États-Unis a précisé que certains droits de douane existants seraient réduits – notamment les droits de douane imposés en septembre 2019, qui seront diminués de moitié – et que les droits de douane prévus pour décembre 2019 seraient reportés indéfiniment. De plus, la Chine a renoncé aux droits de douane qui devaient entrer en vigueur parallèlement aux droits prévus antérieurement par les États-Unis pour décembre, et continuera à s'abstenir d'appliquer des droits de douane en représailles sur les voitures et les pièces détachées automobiles fabriquées aux États-Unis.

Les conditions financières ont continué de s'assouplir sur fond d'atténuation des tensions commerciales.

Les conditions financières demeurent très favorables au regard des évolutions historiques. Dans les économies avancées, cette dynamique est liée en partie à la réaction exceptionnelle des banques centrales face à la Grande récession de 2007-2009 et aux performances économiques relativement faibles au niveau mondial ces dernières années. Sur les marchés émergents, les conditions financières sont également restées accommodantes mais ne se sont pas assouplies dans les mêmes proportions en raison de la vigueur généralisée actuelle du dollar américain. En ce qui concerne l'avenir, en 2020, les conditions financières bénéficieront de l'ancrage des anticipations d'inflation, des anticipations des entreprises relatives à la croissance des bénéfices aux États-Unis et dans d'autres grandes économies, et d'une éventuelle nouvelle atténuation des tensions commerciales.

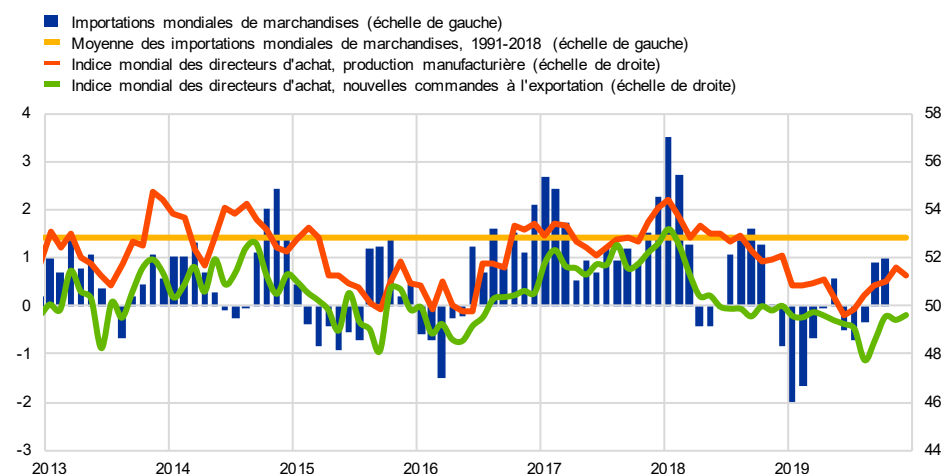
La dynamique du commerce mondial demeure atone avec toutefois des signes de stabilisation.

Les importations mondiales de marchandises ont continué d'augmenter modérément en octobre et l'indice mondial des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes à l'exportation hors zone euro a continué de se redresser. Pour l'ensemble du quatrième trimestre, l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation a sensiblement augmenté par rapport au troisième trimestre, et se rapproche du seuil neutre (cf. graphique 2). La récente atténuation des tensions commerciales a de nouveau contribué à supprimer les obstacles au commerce mondial. En phase avec ces perspectives, les données à haute fréquence relatives aux échanges commerciaux sont, dans l'ensemble, cohérentes avec une croissance faible mais positive du commerce mondial.

Graphique 2

Enquêtes et échanges internationaux de biens (hors zone euro)

(échelle de gauche : variations en pourcentage en glissement trimestriel ; échelle de droite : indices de diffusion)



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

Note : Les dernières observations se rapportent à octobre 2019 pour les importations mondiales de marchandises et à décembre 2019 pour les indices des directeurs d'achat.

L'inflation mondiale a de nouveau augmenté en novembre. La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) a atteint 1,8 % en novembre, en partie sous

l'effet d'une forte hausse des prix des produits alimentaires dans certaines économies émergentes, notamment en Chine et en Inde. Dans le même temps, l'inflation hors énergie et produits alimentaires s'est accélérée seulement légèrement, ressortant à 2,1 % en novembre après 2,0 % le mois précédent. Pour l'avenir, les tensions inflationnistes mondiales devraient demeurer contenues. La hausse des salaires est restée modérée dans les économies avancées, en dépit d'une accentuation des tensions sur les marchés du travail et d'une augmentation des contraintes de capacité.

Les marchés du pétrole sont restés globalement stables. Les prix du pétrole ont été soutenus seulement temporairement par le groupe des principaux producteurs de pétrole OPEP+ qui ont prolongé leurs réductions de la production début décembre. Les prix ont enregistré un pic à 70 dollars le baril environ début janvier, dans le sillage d'une montée des tensions au Moyen-Orient, mais ont rapidement reculé une fois les tensions apaisées. Compte tenu des niveaux élevés des stocks et de la production américaine de pétrole de schiste, ainsi que des prévisions par l'Agence internationale de l'énergie d'un ralentissement de la demande mondiale de pétrole au premier trimestre 2020, les marchés du pétrole devraient rester bien approvisionnés malgré l'accord récent conclu par l'OPEP+. L'ensemble des prix des matières hors pétrole ont légèrement augmenté (+ 1,7 %), avec une hausse des prix des métaux (+ 1,2 %) et des prix des produits alimentaires (+ 2,8 %).

Aux États-Unis, la croissance économique est restée modérée au troisième trimestre 2019. La croissance annualisée du PIB en volume des États-Unis s'est établie à 2,1 %. En dépit d'un léger redressement par rapport au taux de croissance de 2,0 % enregistré au deuxième trimestre, l'activité économique s'est ralentie en raison de la faiblesse de l'investissement, de l'atténuation de l'effet exercé par la réforme fiscale de 2018 et de l'arrivée à maturité du cycle économique. Les risques pesant sur les perspectives économiques ont légèrement diminué mais demeurent orientés négativement. Alors que les tensions avec la Chine se sont atténuées, l'annonce récente par Boeing de l'interruption, pour une durée indéterminée, de la production de son avion 737 MAX à partir de janvier représente un nouveau risque. L'impact net sur l'économie a été faible jusqu'à présent, une diminution des livraisons ayant été contrebalancée par une accumulation de stocks. À plus long terme, toutefois, la faiblesse du secteur manufacturier devrait persister. Outre les problèmes de Boeing, la persistance des incertitudes relatives aux échanges commerciaux, l'atonie de la croissance mondiale et l'appréciation généralisée du dollar ces dernières années continuent de peser sur l'économie.

Au Japon, le gouvernement a préparé un train de mesures de relance budgétaire pour soutenir la croissance économique. Début décembre, le gouvernement du premier ministre Abe a annoncé un ensemble de mesures budgétaires afin de contenir les risques pesant sur l'activité, qui sont liés à la faiblesse de l'environnement extérieur et aux catastrophes naturelles récentes. Dans ce train de mesures, les dépenses budgétaires s'élèvent à 2,4 % du PIB ce qui le place parmi les plus importants plans de relance budgétaire adoptés dans le cadre du programme « Abenomics ». L'ensemble de mesures sera mis en œuvre en grande partie en 2020-2021. Il convient de noter que l'impact du train de mesures sur l'économie

contrebalance en partie le relèvement récent de la TVA. De plus, l'atonie du secteur manufacturier a ramené la croissance en territoire négatif au dernier trimestre 2019. L'économie devrait renouer avec une croissance légèrement positive début 2020, les facteurs temporaires se dissipant et les dépenses budgétaires prenant effet. La hausse des prix à la consommation s'est légèrement accélérée. L'inflation annuelle totale a atteint 0,5 % en novembre. À plus long terme, la croissance modérée des salaires et les anticipations d'une inflation stable à de bas niveaux impliquent une faible dynamique de reprise de l'inflation dans l'économie.

Au Royaume-Uni, l'activité économique s'est progressivement ralentie au quatrième trimestre 2019. Les indicateurs de confiance restent bas et nettement inférieurs à leurs moyennes historiques. Le résultat des élections de décembre et la large majorité obtenue par le premier Ministre Johnson suppriment le risque d'un Brexit sans accord fin janvier, l'Accord de sortie étant à présent devenu une loi. Toutefois, le Royaume-Uni est confronté à une échéance serrée pour parvenir à un accord sur ses futures relations avec l'Union européenne vers la fin de 2020 et l'incertitude politique demeure par conséquent élevée.

L'accord commercial provisoire entre les États-Unis et la Chine supprime certains des obstacles à l'activité économique et aux échanges commerciaux de la Chine. L'économie chinoise montre des signes de stabilisation et devrait bénéficier de l'accord commercial de Phase 1 conclu avec les États-Unis. Cet accord peut apporter un nouveau soutien à la croissance en améliorant les exportations nettes et en réduisant l'incertitude liée aux échanges commerciaux. Dans le même temps, la hausse annuelle de l'IPC total s'est stabilisée à 4,5 % en décembre mais demeure supérieure à la cible officielle. Le chiffre de décembre est resté élevé en raison de la forte hausse persistante des prix des produits alimentaires liée à l'épidémie de peste porcine africaine et à son impact sur les prix du porc. Ces derniers ont augmenté de 97 % en rythme annuel en décembre, contre 110 % en novembre. Dans le même temps, la hausse de l'IPC hors énergie et produits alimentaires est restée inchangée à 1,4 % en décembre.

2 Évolutions financières

Au cours de la période sous revue, les rendements souverains à long terme sont restés globalement inchangés dans la zone euro dans un contexte de relative volatilité, après une forte baisse en 2019.

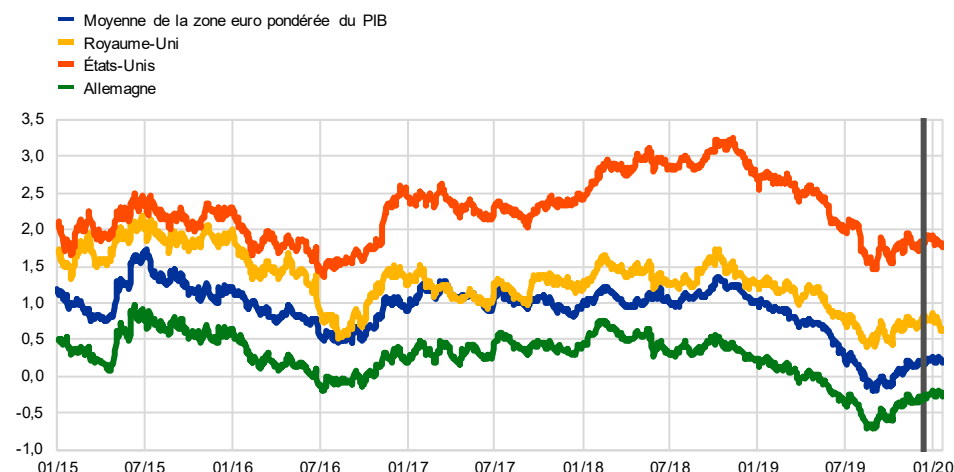
Au cours de la période sous revue (du 12 décembre 2019 au 22 janvier 2020), le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro a diminué de 1 point de base, pour s'établir à 0,20 % (cf. graphique 3). Il a toutefois été marqué par une relative volatilité, avec une atténuation des tensions commerciales après la conclusion d'un accord commercial de « Phase 1 » entre la Chine et les États-Unis et une accentuation des tensions géopolitiques entre les États-Unis et l'Iran.

Au Royaume-Uni et aux États-Unis, les rendements des obligations souveraines à dix ans ont légèrement baissé au cours de la période sous revue, revenant à 0,63 % et 1,77 %, respectivement.

Graphique 3

Rendements des obligations souveraines à dix ans

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : Données quotidiennes. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (12 décembre 2019).

Les dernières observations se rapportent au 22 janvier 2020.

Les écarts entre les rendements des obligations souveraines de la zone euro et le taux OIS sans risque sont demeurés globalement stables au cours de la période sous revue pour tous les pays excepté l'Espagne, où l'écart s'est légèrement resserré. L'écart de rendement des obligations souveraines à dix ans espagnoles s'est réduit de 4 points de base à 48 points de base à la suite de la formation d'une nouvelle coalition gouvernementale après huit mois d'immobilisme. Globalement, l'écart de rendement pondéré du PIB pour la zone euro a diminué de 1 point de base, ressortant à 25 points de base.

Dans la zone euro, les indices boursiers larges se sont inscrits en hausse, sur fond d'atténuation de l'incertitude commerciale. Dans le prolongement de la tendance amorcée début 2019, les prix des actions des sociétés financières et non financières (SNF) de la zone euro ont augmenté de 0,2 % et 3,3 %, respectivement, au cours de la période sous revue. Cette variation positive des prix des actions des

SNF a été soutenue par une baisse de la prime de risque sur actions, qui peut refléter en partie une certaine atténuation des tensions commerciales au niveau mondial et des risques à court terme liés au Brexit.

Les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises de la zone euro se sont légèrement réduits au cours de la période sous revue. Le sentiment favorable à l'égard du risque s'est également reflété dans le resserrement des écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises. Les écarts de rendement des obligations les mieux notées (*investment-grade*) émises par les SNF et le secteur financier par rapport au taux sans risque ont légèrement diminué, pour s'établir à 55 et 67 points de base, respectivement. Bien que les écarts de rendement des obligations d'entreprises se situent actuellement au-dessus des points bas atteints début 2018, ils restent inférieurs de quelque 50 points de base aux niveaux observés en mars 2016, avant l'annonce puis le lancement du programme d'achats de titres du secteur des entreprises.

Le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) et le nouveau taux de référence à court terme de l'euro (€STR) se sont établis en moyenne à – 46 et – 55 points de base, respectivement, au cours de la période sous revue¹. L'excédent de liquidité a diminué d'approximativement 51 milliards d'euros pour revenir à 1 740 milliards environ. Cette baisse reflète essentiellement des remboursements volontaires des fonds empruntés dans le cadre de la deuxième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II) et, dans une moindre mesure, une augmentation des facteurs autonomes d'absorption de la liquidité.

La courbe des taux à terme de l'Eonia s'est légèrement déplacée vers le haut au cours de la période sous revue, les marchés ne prévoyant pas de réduction imminente du taux de la facilité de dépôt. À fin 2022, la courbe atteint un niveau supérieur de 10 points de base au niveau actuel de l'Eonia. Dans l'ensemble, elle demeure inférieure à zéro pour les horizons allant jusqu'à 2025, reflétant la poursuite des anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux d'intérêt négatifs.

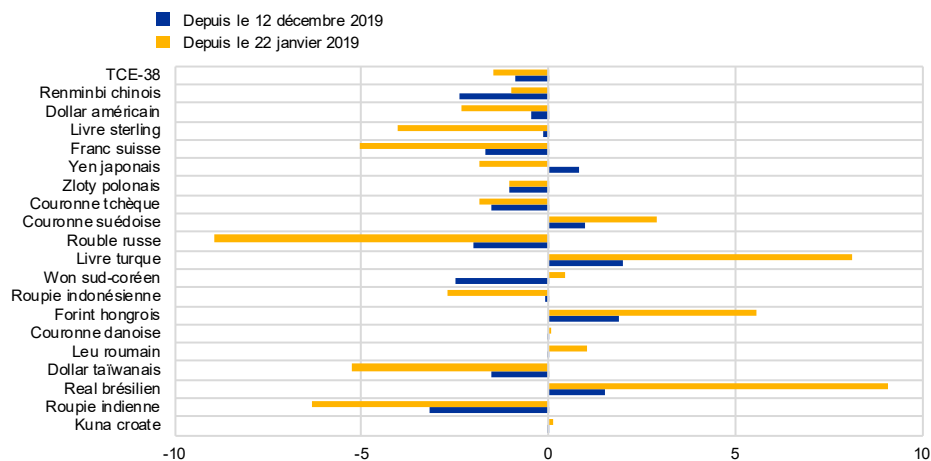
Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux au cours de la période sous revue (cf. graphique 4). Le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est déprécié de 0,9 %. Cette évolution reflète en grande partie une dépréciation de l'euro vis-à-vis du renminbi chinois (de 2,4 %) et des devises des autres grandes économies émergentes d'Asie, la perception des investisseurs vis-à-vis des économies émergentes s'améliorant à la perspective d'une atténuation des tensions commerciales. L'euro s'est également déprécié vis-à-vis du franc suisse (de 1,7 %) ainsi que, dans une moindre mesure, vis-à-vis du dollar américain (de 0,4 %) et de la livre sterling (de 0,1 %), mais s'est renforcé face au yen japonais (de 0,8 %).

¹ La méthodologie de calcul de l'Eonia a changé le 2 octobre 2019 ; ce taux correspond désormais à l'€STR majoré d'un *spread* fixe de 8,5 points de base. Cf. l'encadré intitulé « [Adieu Eonia, bienvenue à €STR !](#) » *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2019.

Graphique 4

Évolutions du taux de change de l'euro vis-à-vis d'une sélection de devises

(variations 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. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées à partir des taux de change enregistrés le 22 janvier 2020.

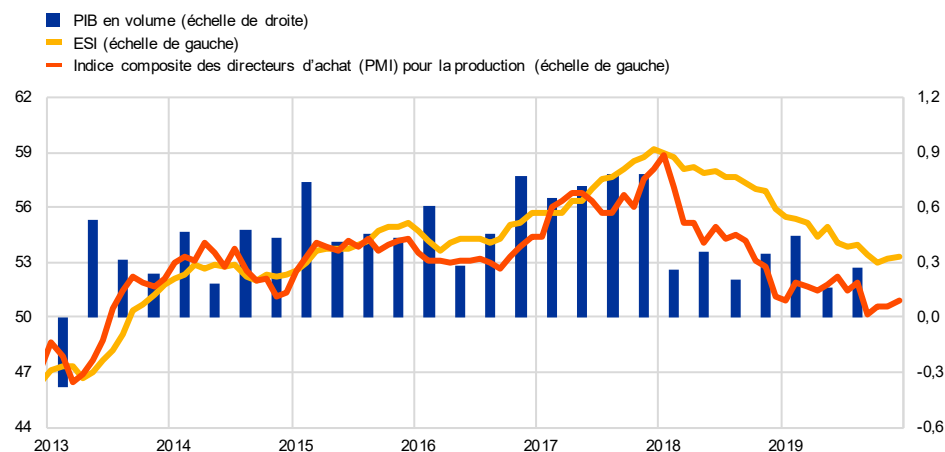
Le PIB en volume de la zone euro a continué d'augmenter à un rythme modéré au troisième trimestre 2019.

La production dans la zone euro a enregistré une hausse de 0,3 %, en rythme trimestriel, au troisième trimestre 2019, après une croissance de 0,2 % au deuxième trimestre (cf. graphique 5). La demande intérieure a contribué négativement à la croissance du PIB et les variations des stocks ont également apporté une faible contribution négative, tandis que celle des exportations nettes a été positive. Toutefois, ces contributions à la croissance ont été affectées par la volatilité des données. Les indicateurs économiques font état d'une poursuite de la croissance au quatrième trimestre 2019, mais à un rythme lent.

Graphique 5

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

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



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

Notes : L'indicateur du climat économique (ESI) est centré-réduit pour avoir la même moyenne et le même écart type que l'indice des directeurs d'achat (PMI). Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2019 pour le PIB en volume et à décembre 2019 pour l'ESI et le PMI.

Les marchés du travail de la zone euro ont continué de bien résister, leur croissance affichant un léger ralentissement.

L'emploi a augmenté de 0,1 % au troisième trimestre 2019 par rapport au trimestre précédent, après la hausse de 0,2 % observée au deuxième trimestre, évolution cohérente avec le ralentissement de la croissance de la production. La croissance de l'emploi a concerné l'ensemble des pays et des secteurs. L'emploi a enregistré 25 trimestres consécutifs de hausse depuis mi-2013, le nombre de personnes employées augmentant de près de 11,4 millions. La productivité horaire a augmenté de 0,1 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2019, sans changement par rapport au trimestre précédent. Le taux de chômage de la zone euro s'est établi à 7,5 % en novembre 2019, pratiquement inchangé par rapport à juin 2019.

Pour les prochains mois, les données récentes et les indicateurs tirés d'enquêtes continuent de laisser présager une croissance de l'emploi positive mais qui se ralentit.

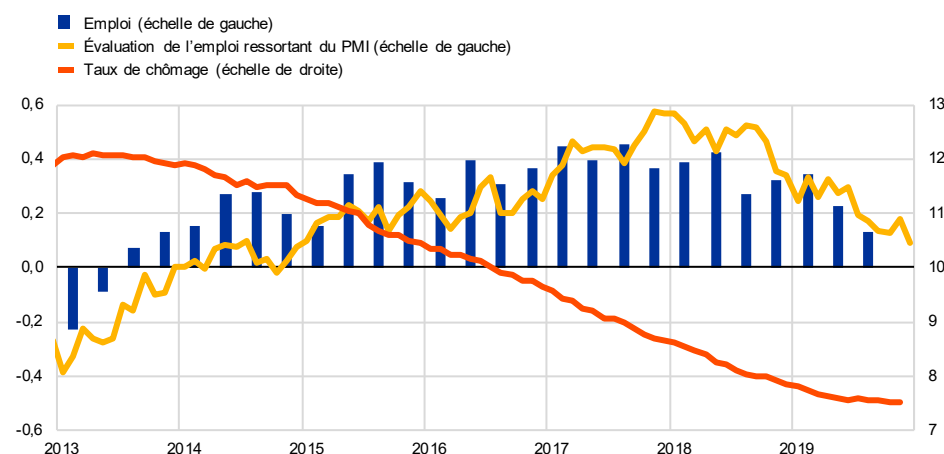
Les indicateurs tirés d'enquêtes à court terme, bien qu'en recul par rapport aux niveaux élevés enregistrés en 2018, vont dans le sens d'une poursuite

de la croissance de l'emploi à court terme, soutenue par l'emploi dans le secteur des services.

Graphique 6

Emploi, évaluation de l'emploi ressortant du PMI et taux de chômage dans la zone euro

(échelle de gauche : variations trimestrielles en pourcentage, indice de diffusion ; échelle de droite : pourcentages 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 troisième trimestre 2019 pour l'emploi, à décembre 2019 pour le PMI et à novembre 2019 pour le taux de chômage.

La hausse de l'emploi et des niveaux de revenus continue de soutenir les dépenses de consommation.

La consommation privée a augmenté de 0,5 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2019, soit le plus fort taux de croissance depuis le troisième trimestre 2017. Le revenu disponible réel des ménages a été très peu affecté par le récent ralentissement économique. La croissance annuelle du revenu disponible brut réel est passée de 2,2 % au deuxième trimestre à 2,3 % au troisième trimestre. Dans l'ensemble, la croissance de l'emploi a continué de soutenir les revenus du travail. En outre, la réduction de la fiscalité directe et des cotisations sociales, reflétant des mesures budgétaires dans plusieurs pays de la zone euro, a contribué positivement au pouvoir d'achat des ménages. Le taux d'épargne a encore augmenté au troisième trimestre 2019, la croissance du revenu dépassant celle de la consommation.

À plus long terme, la consommation privée devrait continuer de soutenir la croissance dans la zone euro.

Les données récentes relatives aux volumes des ventes au détail et aux nouvelles immatriculations de voitures particulières font état d'un léger ralentissement de la croissance de la consommation au quatrième trimestre 2019, par rapport au trimestre précédent. Toutefois, d'autres indicateurs vont dans le sens d'une dynamique relativement robuste de la consommation. La confiance des consommateurs, qui a commencé à se détériorer fin 2017, s'est stabilisée et est demeurée globalement stable tout au long de 2019. Les derniers résultats d'enquêtes font également état d'une poursuite de la croissance de l'emploi, en dépit d'un ralentissement, ce qui devrait continuer de soutenir le revenu des ménages et les dépenses de consommation.

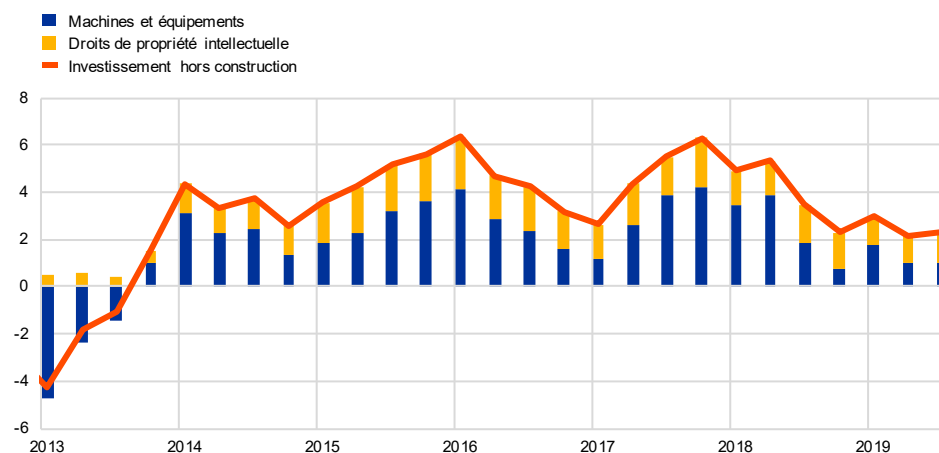
L'investissement des entreprises devrait rester modéré dans un contexte d'incertitude toujours élevée et de faibles marges bénéficiaires, mais il devrait néanmoins être soutenu par des conditions de financement favorables.

Selon les dernières données trimestrielles provenant des comptes nationaux pour la zone euro, l'investissement hors construction a fortement reculé au troisième trimestre 2019 (– 7,7 % en rythme trimestriel) après la forte croissance enregistrée au deuxième trimestre (10,3 % en rythme trimestriel). Toutefois, cette évolution est principalement due à l'intégration de données irlandaises volatiles pour les trimestres les plus récents, reflétant les évolutions de l'investissement en droits de propriété intellectuelle. Abstraction faite de cette volatilité, les données devenues disponibles vont dans le sens d'une croissance de l'investissement relativement modérée, voire négative, dans la zone euro. Par exemple, la croissance annuelle de l'investissement en machines et en équipements s'est progressivement ralentie depuis 2018 (cf. graphique 7). S'agissant des évolutions à court terme, en octobre et novembre 2019, la production industrielle de biens d'équipement s'est établie, en moyenne, 1,4 % au-dessous de son niveau moyen du trimestre précédent ; sur la période s'achevant en décembre, la confiance dans le secteur produisant des biens d'équipement s'est stabilisée à des niveaux inférieurs à sa moyenne historique. En dépit d'une hausse au troisième trimestre, les marges bénéficiaires des entreprises demeurent réduites dans un contexte d'incertitude toujours élevée. En outre, selon l'enquête de la BEI sur l'investissement de novembre 2019, le nombre d'entreprises du secteur manufacturier de l'UE prévoyant de réduire leurs investissements au cours des douze prochains mois a augmenté pour la première fois en quatre ans (cf. encadré 6). Les perspectives plus moroses relatives à l'investissement reflètent des anticipations plus généralisées d'une détérioration des perspectives économiques, politiques et réglementaires au cours des douze prochains mois. L'enquête semestrielle de la Commission européenne relative aux investissements de fin novembre va également dans le sens d'une croissance modeste de l'investissement industriel dans la zone euro en 2020. Dans un registre plus positif, les conditions de financement favorables continuent de soutenir l'investissement des entreprises.

Graphique 7

Investissement hors construction et composantes

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : L'investissement hors construction se décompose en a) machines et équipements et b) investissements en droits de propriété intellectuelle, hors ressources biologiques cultivées (qui ont un poids très faible). Le graphique présente une agrégation des données des quatre principaux États membres de l'UE.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait continuer d'évoluer à un rythme modéré à court terme, soutenu par la vigueur de la demande et les conditions de financement favorables, mais limité par des contraintes d'offre.

Selon les dernières données trimestrielles provenant des comptes nationaux, l'investissement dans la construction et sa composante relative à l'immobilier résidentiel ont fortement augmenté au troisième trimestre (0,9 % et 1,1 %, respectivement, en rythme trimestriel), après une légère contraction au trimestre précédent (-0,3 % et -0,1 %, respectivement, en rythme trimestriel). Conjugués aux derniers résultats relatifs à la production dans la construction et aux permis de construire, les indicateurs à court terme et ceux tirés d'enquêtes laissent penser que la croissance modérée de l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait se poursuivre au quatrième trimestre 2019. Sur cette période, l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait être soutenu principalement par la forte demande de logements, comme le montrent la hausse des intentions d'acquisition de logements et la demande soutenue de prêts au logement, tandis que des signes positifs sont également apparus du côté de l'offre, en particulier s'agissant de l'indice des directeurs d'achat relatif à l'activité dans le secteur de l'immobilier résidentiel.

Les exportations de biens hors zone euro montrent des signes de stabilisation, tandis que les importations et les échanges commerciaux intra-zone euro ont encore fléchi au quatrième trimestre 2019.

Après un rebond de la croissance des exportations au troisième trimestre 2019 (après la croissance négative enregistrée le trimestre précédent), les données provisoires relatives aux échanges de biens jusqu'en novembre font état d'une stabilisation des exportations hors zone euro, qui ont été caractérisées par une forte volatilité, très probablement liée à la constitution de stocks en liaison avec l'éventualité d'un Brexit dur en octobre 2019. Les données font apparaître une résistance relative des exportations à destination des États-Unis et un raffermissement de la reprise des exportations vers la Turquie et la Chine, tandis que les exportations vers le reste de l'Asie demeurent modérées. Par ailleurs,

les exportations et les importations de biens intra-zone euro ont fléchi en octobre et en novembre, reflétant l'atonie de la production industrielle et de l'activité dans la zone euro. La dernière publication des données des comptes nationaux montre un recul marqué des importations au troisième trimestre 2019, principalement lié aux échanges de services qui se sont fortement contractés, de 5,1 %, après avoir affiché une croissance de 8,4 %, en rythme trimestriel, au deuxième trimestre. Cette évolution a toutefois été principalement liée aux données irlandaises. Les indicateurs avancés font état d'une dynamique inférieure à la tendance pour les exportations hors zone euro. Même si l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier s'est amélioré, ressortant à 47,3 (un résultat qui continue néanmoins d'indiquer une contraction), l'indicateur de la Commission européenne relatif à l'évaluation des carnets de commande à l'exportation a de nouveau fléchi en décembre. Dans le même temps, les indicateurs relatifs au transport maritime fournissent des signaux plus positifs.

Les données disponibles et les résultats d'enquêtes font état de la poursuite d'une croissance économique positive mais modérée au quatrième

trimestre 2019. L'atonie du commerce mondial, conjuguée à une période prolongée d'incertitude, continue de freiner la performance globale de la croissance de la production dans la zone euro. Par exemple, la production industrielle était inférieure à son niveau moyen au troisième trimestre, indiquant ainsi une nouvelle baisse de la production en rythme trimestriel au quatrième trimestre. Sur la base de données d'enquêtes plus récentes, au quatrième trimestre, l'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne et l'indice composite des directeurs d'achat pour la production étaient inférieurs à leurs moyennes respectives du troisième trimestre.

Au cours des prochains mois, l'expansion de la zone euro continuera d'être soutenue par les conditions de financement favorables. De plus, la croissance devrait bénéficier de nouvelles créations d'emplois associées à une hausse des salaires, de l'orientation budgétaire légèrement expansionniste au sein de la zone euro et de la poursuite de la croissance de l'activité mondiale, à un rythme un peu plus faible cependant. Les résultats de la dernière campagne de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (*ECB Survey of Professional Forecasters*), menée début janvier, montrent que les prévisions de croissance du PIB dans le secteur privé pour 2020 et 2021 n'ont été révisées que légèrement par rapport à la campagne précédente réalisée début octobre.

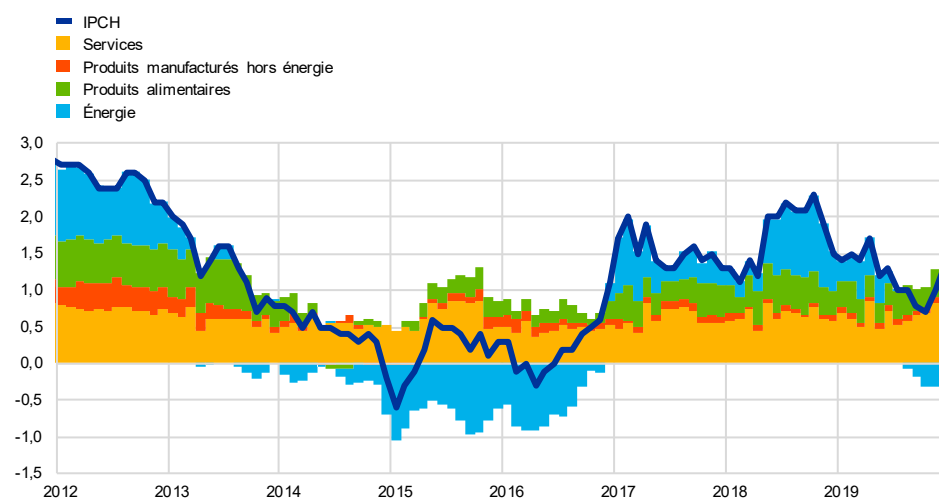
Même si les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro, liés aux facteurs géopolitiques, à la montée du protectionnisme et aux vulnérabilités des économies de marché émergentes, demeurent orientés négativement, ils se sont légèrement atténués avec la dissipation de l'incertitude relative au commerce international.

La hausse de l'IPCH s'est établie à 1,3 % en décembre 2019, après 1,0 % en novembre 2019. Cette évolution reflète une accélération de la hausse des prix de l'énergie et, dans une moindre mesure, des prix des produits alimentaires, contrebalançant largement le léger ralentissement de la hausse des prix des services. La variation des prix de l'énergie a enregistré un rebond par rapport aux taux négatifs observés depuis août 2019 pour redevenir positive en décembre 2019.

Graphique 8

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

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à décembre 2019. Les taux de croissance pour 2015 sont biaisés à la hausse en raison d'une modification de la méthodologie (cf. l'encadré intitulé « Nouvelle méthode relative à l'indice des prix des voyages organisés en Allemagne et son incidence sur les taux de l'inflation mesurée par l'IPCH », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2019).

Les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées globalement modérées, en dépit de nouveaux signes d'une légère accélération, conformément aux anticipations antérieures. Hors énergie et produits alimentaires, la hausse de l'IPCH s'est inscrite à 1,3 % en décembre, sans changement par rapport à novembre, après 1,1 % en octobre. Hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages et habillement, cette hausse s'est établie à 1,2 % en décembre, sans changement par rapport à novembre, après 1,1 % en octobre. Les signaux provenant d'autres mesures de l'inflation sous-jacente, notamment les indicateurs Composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation – PCCI*) et *supercore*², sont demeurés globalement inchangés.

Les tensions sur les prix de la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH sont demeurées globalement stables en aval de la chaîne d'approvisionnement. Le taux de variation annuel des prix à la production pour les ventes intérieures de biens de consommation non alimentaires est ressorti à 0,8 % en novembre 2019, niveau inchangé depuis juillet 2019 et nettement supérieur à sa

² Pour de plus amples informations sur ces mesures de l'inflation sous-jacente, cf. les encadrés 2 et 3 de l'article intitulé « Les mesures de l'inflation sous-jacente pour la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018.

moyenne de long terme. Le taux de variation annuel des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires s'est maintenu à - 0,1 % en novembre, sans changement par rapport à octobre et en baisse par rapport à septembre (0,9 %). En amont de la chaîne d'approvisionnement, la variation des prix intérieurs à la production des biens intermédiaires a encore reculé, à - 1,4 % en novembre, après - 1,0 % en octobre. De même, la variation des prix à l'importation des biens intermédiaires s'est repliée à - 0,9 % en novembre, après - 0,6 % en octobre. La hausse des prix à la production mondiaux hors énergie a également continué de décélérer, revenant à 1,0 % en novembre, après 1,1 % en octobre, soit au-dessous de sa moyenne de long terme.

La croissance des salaires a continué de bien résister. La hausse annuelle de la rémunération par tête s'est établie à 2,2 % au troisième trimestre 2019, sans changement par rapport au deuxième trimestre, après 2,3 % au premier trimestre. Les chiffres pour 2019 ont été affectés par la forte baisse des cotisations sociales patronales en France ³. La croissance annuelle des salaires et traitements par tête, qui exclut les cotisations sociales, s'est établie à 2,6 % au troisième trimestre, après 2,5 % au deuxième trimestre. D'après les différents indicateurs et abstraction faite des facteurs temporaires, la croissance des salaires a globalement évolué sans réelle tendance depuis mi-2018, à un niveau proche de ses moyennes historiques, ou légèrement supérieur.

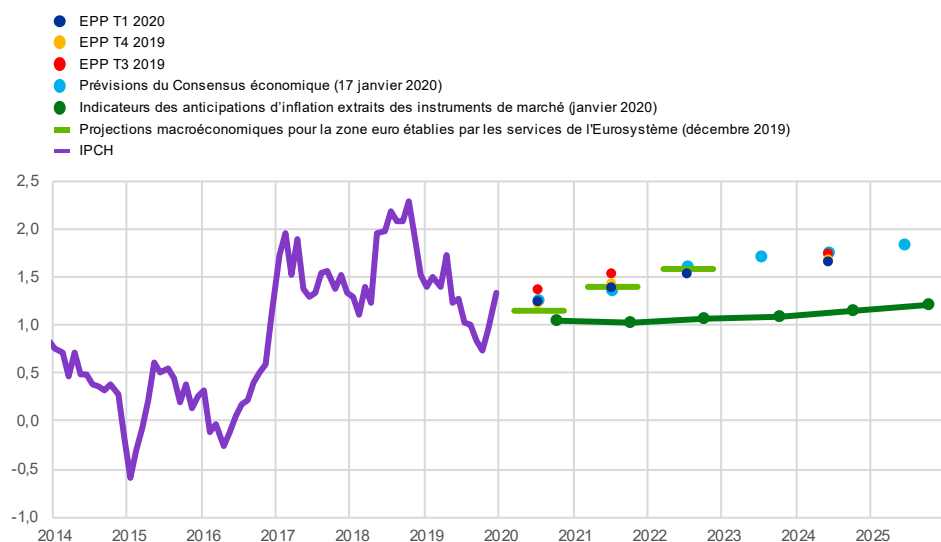
Les indicateurs des anticipations d'inflation à plus long terme extraits des instruments de marché se sont légèrement redressés, tandis que les anticipations tirées d'enquêtes se sont maintenues aux niveaux relativement bas observés en 2019. Sous l'effet de cette légère reprise, les indicateurs des anticipations d'inflation à plus long terme extraits des instruments de marché s'établissent désormais plus nettement au-dessus des points bas historiques atteints en octobre 2019. Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'est établi à 1,31 % le 22 janvier 2020, soit environ 4 points de base au-dessus de son niveau de mi-décembre 2019 et 19 points de base au-dessus du point bas d'octobre 2019. La probabilité de déflation extraite des instruments de marché a légèrement diminué, après s'être accrue durant la majeure partie de 2019 et demeure inférieure aux niveaux observés avant l'annonce du programme d'achats d'actifs en 2015. Dans le même temps, le profil anticipé des indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché continue d'indiquer le risque d'une période prolongée de faible inflation. Les résultats de l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le premier trimestre 2020 font état d'anticipations d'inflation à plus long terme moyennes inchangées à 1,7 %. Ces données, de même que les estimations ponctuelles moyennes relatives à l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH de 1,2 %, 1,4 % et 1,5 % pour 2020, 2021 et 2022, respectivement, vont dans le sens d'un profil ascendant de la pente des taux à terme. Les résultats pour 2020 et 2021 sont identiques à ceux de la précédente campagne d'enquête, où 2022 n'était pas étudiée.

³ Pour une analyse, cf. l'encadré 5 intitulé « [Évolutions récentes des cotisations sociales et du salaire minimum dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2019.

Graphique 9

Indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché et tirés d'enquêtes

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème (décembre 2019) et Consensus économique (17 janvier 2020).

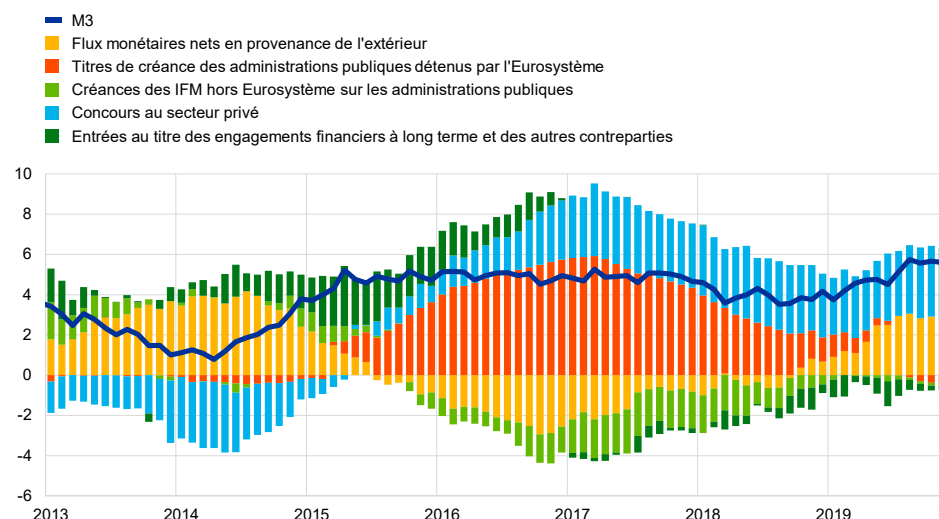
Notes : Pour le premier trimestre 2020, l'EPP a été réalisée entre le 7 et le 13 janvier 2020. La courbe établie à partir des données de marché se fonde sur le taux d'inflation au comptant à un an et sur les taux anticipés à un an dans 1 an, dans 2 ans, dans 3 ans et dans 4 ans. Pour les indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché, les dernières observations se rapportent au 22 janvier 2020.

La croissance de la monnaie au sens large est demeurée robuste. Le taux de croissance annuel de M3 s'est établi à 5,6 % en novembre 2019, pratiquement sans changement depuis août 2019 (cf. graphique 10). La croissance de M3 a continué d'être soutenue par la création de crédit bancaire à destination du secteur privé et par le très faible coût d'opportunité de la détention de monnaie. L'agrégat monétaire étroit M1, qui inclut les composantes les plus liquides de M3, a continué d'apporter la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large. Avec un taux de croissance annuel de 8,3 % en novembre 2019, il s'est inscrit environ 2 points de pourcentage au-dessus de son point bas de janvier 2019. Parmi les composantes de M1, la croissance annuelle des billets et pièces en circulation est demeurée solide, à 5,0 %, mais pas exceptionnellement élevée cependant au regard des évolutions historiques, ne signalant donc pas de substitution généralisée en faveur des espèces.

Graphique 10

M3 et ses contreparties

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



Source : BCE.

Notes : Les concours au secteur privé recouvrent les prêts des IFM au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres émis par le secteur privé non-IFM de la zone euro. Par conséquent, cela couvre également les achats de titres de créance émis par les non-IFM réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises. La dernière observation se rapporte à novembre 2019.

Les concours au secteur privé sont demeurés la principale source de croissance monétaire, suivis des flux monétaires en provenance de l'extérieur.

En novembre, la contribution des concours au secteur privé et des flux monétaires en provenance de l'extérieur est demeurée globalement inchangée (cf., respectivement, les parties bleues et jaunes des barres du graphique 10). La contribution à la croissance de M3 apportée depuis octobre 2018 par les flux monétaires en provenance de l'extérieur reflète l'intérêt constant des investisseurs étrangers pour les actifs de la zone euro, en particulier pour les titres nouvellement émis par les administrations publiques. L'arrêt, fin 2018, des achats nets mensuels d'actifs réalisés dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme* – APP) a eu pour conséquence une dissipation progressive, début 2019, de la contribution

des titres des administrations publiques détenus par l'Eurosystème (cf. la partie rouge des barres du graphique 10), tandis que la réactivation de l'APP en novembre 2019 n'a eu jusqu'à présent qu'une incidence limitée sur la croissance de M3. En outre, les engagements financiers à plus long terme ont faiblement pesé sur la croissance de la monnaie (cf. la partie vert foncé des barres du graphique 10).

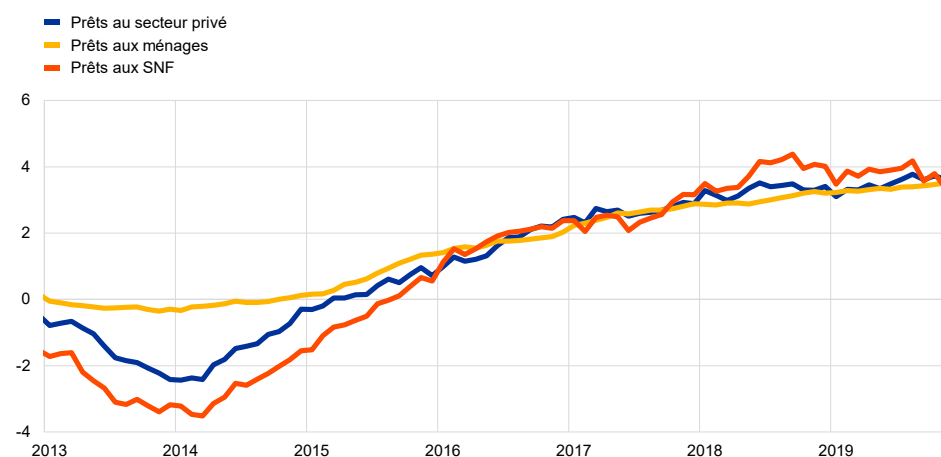
Les prêts au secteur privé ont poursuivi leur croissance à un rythme soutenu.

Le taux de croissance annuel des prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle) s'est établi à 3,6 % en novembre 2019, après 3,7 % en octobre (cf. graphique 11). Cette évolution résulte essentiellement d'une baisse du taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières (SNF), qui est revenu de 3,8 % en octobre à 3,4 % en novembre. L'essoufflement de la dynamique des prêts aux SNF est cohérent avec le ralentissement de l'activité économique observé depuis 2018. Les prêts aux ménages ont enregistré un taux de croissance annuel de 3,5 % en novembre 2019, sans changement par rapport à octobre. Dans l'ensemble, la croissance des prêts a continué de bénéficier du niveau historiquement bas des taux débiteurs bancaires et de l'offre globalement favorable de prêts bancaires, tandis que le ralentissement de l'activité économique a pesé sur la demande, comme l'indiquent également les résultats de la dernière [enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro euro](#).

Graphique 11

Prêts au secteur privé

(taux de croissance annuel)



Source : BCE.

Notes : En données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dernière observation se rapporte à novembre 2019.

D'après l'enquête de janvier 2020 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi des prêts aux entreprises et des prêts au logement consentis aux ménages sont demeurés globalement inchangés ⁴.

La concurrence d'autres banques a continué de contribuer à un assouplissement

⁴ Au quatrième trimestre 2019, les critères d'octroi (les directives internes des banques ou leurs critères d'approbation des prêts) pour les SNF et les ménages sont demeurés globalement inchangés (le pourcentage net de banques faisant état d'un durcissement étant de 1 % pour les deux types de prêts, contre - 2 % au troisième trimestre 2019).

des critères d'octroi de prêts aux entreprises et aux ménages. S'agissant des prêts consentis aux entreprises, la perception des risques liés aux perspectives économiques a exercé un effet de durcissement. Les modalités et conditions de crédit (les conditions effectives convenues dans le contrat de prêt) pour les nouveaux prêts aux entreprises et les prêts au logement sont demeurées globalement inchangées au quatrième trimestre 2019. La demande de prêts émanant des entreprises a diminué pour la première fois depuis le quatrième trimestre 2013, reflétant le ralentissement de l'activité économique observé depuis 2018 : les besoins de financement au titre de la FBCF ont cessé d'apporter une contribution positive à la demande de prêts, tandis que la faiblesse générale des taux d'intérêt a continué de soutenir la demande de prêts des entreprises et des ménages. Les banques de la zone euro ont également indiqué que leur accès au financement par émission de titres de créance et à la titrisation s'était encore amélioré au quatrième trimestre 2019. Dans le même temps, elles ont souligné la poursuite du renforcement de leurs montants de fonds propres, dans le cadre des mesures réglementaires et prudentielles du second semestre 2019, et d'un léger durcissement de leurs critères d'octroi de prêts aux entreprises et de crédit à la consommation en raison des ratios de prêts non performants. En outre, les banques ont indiqué leur intention d'utiliser dans une large mesure la liquidité apportée par les TLTRO III à des fins d'octroi de prêts au secteur privé non financier.

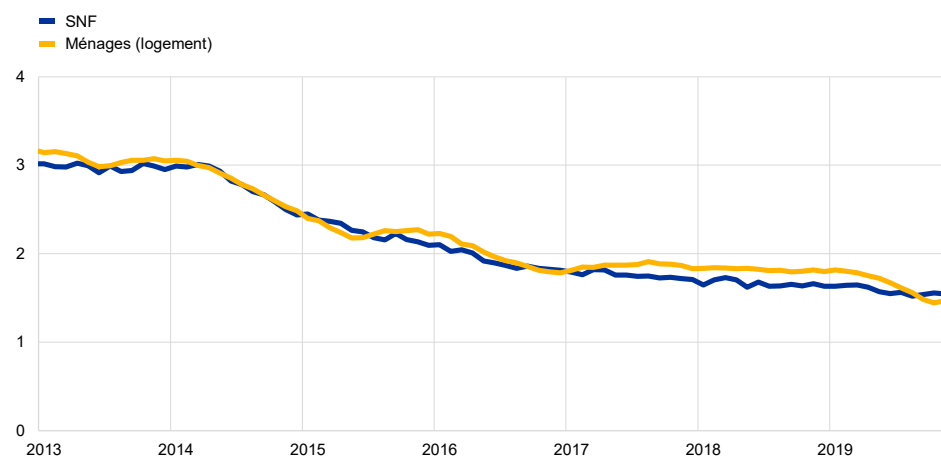
Les taux débiteurs très favorables ont continué de soutenir la croissance économique de la zone euro.

Les taux débiteurs sont restés proches de leurs points bas historiques, après avoir diminué en phase avec les taux de référence du marché au cours des mois précédents. En novembre 2019, les taux d'intérêt composites pour les prêts bancaires consentis aux SNF et aux ménages sont demeurés globalement inchangés à, respectivement, 1,55 % et 1,47 % (cf. graphique 12). Les pressions concurrentielles et les coûts de financement plus favorables pour les banques ont exercé un effet modérateur sur les taux des prêts consentis aux SNF et aux ménages. Dans l'ensemble, les taux d'intérêt composites sur les prêts bancaires accordés aux SNF et aux ménages ont fortement diminué depuis l'annonce par la BCE des mesures d'assouplissement du crédit en juin 2014. Entre mai 2014 et novembre 2019, les taux d'intérêt composites sur les prêts bancaires accordés aux SNF et aux ménages ont diminué de, respectivement, 140 et 145 points de base environ.

Graphique 12

Taux débiteurs bancaires composites appliqués aux SNF et aux ménages

(en pourcentages annuels)



Source : BCE.

Notes : Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agrégeant les taux à court terme et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. La dernière observation se rapporte à novembre 2019.

Encadrés

1 Suivre l'incertitude économique mondiale : répercussions sur l'investissement et le commerce au niveau mondial

Alina Bobasu, André Geis, Lucia Quaglietti et Martino Ricci ⁵

Cet encadré apporte un éclairage sur le rôle de l'incertitude dans le récent ralentissement de l'investissement et du commerce au niveau mondial. L'année dernière, l'économie mondiale est passée d'une croissance robuste et synchronisée à un ralentissement généralisé. La croissance mondiale s'est ralentie en raison de l'atonie de l'investissement, qui a également été un facteur déterminant de la forte baisse de la croissance du commerce mondial au premier semestre 2019 (cf. graphique A) ⁶. Le ralentissement de l'investissement et des échanges commerciaux au niveau mondial est intervenu dans un contexte d'accroissement des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, d'atténuation de la demande en Chine, de tensions (géo-)politiques, de Brexit et de tensions spécifiques dans plusieurs économies émergentes, l'incertitude croissante amplifiant l'effet négatif. Dans ce contexte, le présent encadré évalue le rôle de l'incertitude dans le récent ralentissement de l'investissement et des échanges commerciaux au niveau mondial.

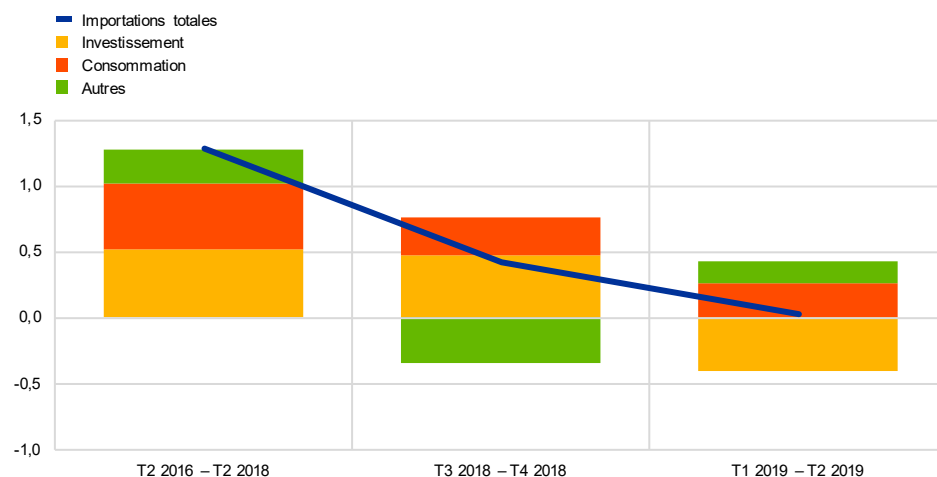
⁵ Merci à Simone Cigna et Ben Schumann pour leurs précieuses contributions.

⁶ Pour plus d'informations, cf. l'encadré 1 « [Quelles sont les causes du découplage entre l'activité et les échanges commerciaux au niveau mondial ?](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2019.

Graphique A

Déterminants des importations mondiales (hors zone euro)

(variation trimestrielle en pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Agrégation de 18 pays représentant 75 % environ de la demande extérieure adressée à la zone euro. Les contributions proviennent de modèles à correction d'erreurs appliqués aux différents pays. Ces modèles rapprochent les importations en volume des composantes de la demande intérieure, des cours des matières premières et des prix relatifs des importations. Selon Bussière *et al.* ⁷, les mesures de la demande corrigée de l'intensité en importations sont calculées en pondérant les composantes de la demande intérieure en fonction de leur contenu en importations issu des tableaux internationaux d'entrées-sorties. Afin de rendre compte de facteurs à long terme, tels que les variations de la compétitivité hors prix ou les évolutions en matière d'ouverture commerciale, les tendances déterministes non linéaires figurent également dans les relations à long terme. Le coefficient à long terme de l'élasticité des importations à la demande intérieure est limité à un.

L'incertitude ne pouvant pas être observée directement, on a généralement recours à des approximations.

L'incertitude économique peut provenir de différentes sources et se caractérise par une situation dans laquelle les agents ne peuvent pas envisager tous les états de la nature possibles ou déterminer leurs distributions de probabilités. Si la littérature propose une ébauche de définition pour le concept d'incertitude, notamment en la distinguant du risque et de la confiance ⁸, il n'existe pas une mesure unique et communément admise de l'incertitude. Plusieurs approximations ont été proposées, comme les indicateurs fondés sur la volatilité des marchés boursiers, le nombre d'occurrences du mot « incertitude » dans les articles de journaux et les mesures fondées sur une divergence entre prévisionnistes professionnels ⁹.

Dans cet encadré, nous présentons des mesures synthétiques de l'incertitude macroéconomique variant dans le temps.

Jurado *et al.* définissent l'incertitude économique comme « la volatilité conditionnelle d'une perturbation qui n'est pas prévisible par les agents économiques » ¹⁰, une accentuation de l'incertitude étant généralement associée à une difficulté croissante à prédire les évolutions économiques futures. Partant de cette définition, nous avons mis au point des

⁷ Bussière *et al.*, « *Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 5, n° 3, 2013.

⁸ Pour une analyse, cf. Stracca (L.) et Nowzohour (L.), « *More than a feeling: confidence, uncertainty and macroeconomic fluctuations* », *Working Paper Series*, n° 2100, BCE, septembre 2017.

⁹ Cf. Bloom (N.), « *The impact of uncertainty shocks* », *Econometrica*, vol. 77, n° 3, 2009 ; Baker (S.) *et al.*, « *Measuring Economic Policy Uncertainty* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n° 4, 2016 ; Bachmann *et al.*, « *Uncertainty and Economic Activity: Evidence from Business Survey Data* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 5, n° 2, 2013.

¹⁰ Cf. Jurado (K.) *et al.*, « *Measuring Uncertainty* », *American Economic Review*, vol. 105, n° 3, 2015.

mesures de l'incertitude économique pour 16 partenaires commerciaux de la zone euro, représentant ensemble quelque 70 % du PIB mondial (hors zone euro). Les mesures proviennent de la volatilité variant dans le temps des erreurs de prévision liées au modèle d'une large sélection de séries chronologiques de données macroéconomiques et relatives aux marchés financiers ¹¹. En appliquant la même approche à une large sélection d'indicateurs commerciaux de différents pays, nous avons également déduit une mesure de l'incertitude relative au commerce mondial ¹².

Les résultats de l'estimation laissent penser que si l'incertitude économique mondiale a augmenté progressivement l'année dernière, l'incertitude relative au commerce mondial s'est accrue plus vite. Elle a augmenté de deux écarts types environ l'année dernière, soit plus de deux fois la hausse de l'incertitude économique observée (cf. graphique B). Si nos mesures présentent une cohérence relativement rassurante avec les événements politiques, géopolitiques et économiques passés généralement associés à une incertitude élevée, la récente intensification coïncide avec différentes annonces concernant les droits de douane faites par les États-Unis et la Chine. Par exemple, l'indicateur de l'incertitude commerciale a commencé à augmenter mi-2018 lorsque les droits de douane américains sur l'acier et l'aluminium ont été annoncés et a atteint un nouveau pic au premier trimestre 2019 après que les États-Unis ont relevé leurs droits de douane sur 200 milliards de dollars d'importations en provenance de Chine. Tous les pays de l'échantillon (à l'exception de la Suisse) ont enregistré une hausse de l'incertitude depuis début 2018.

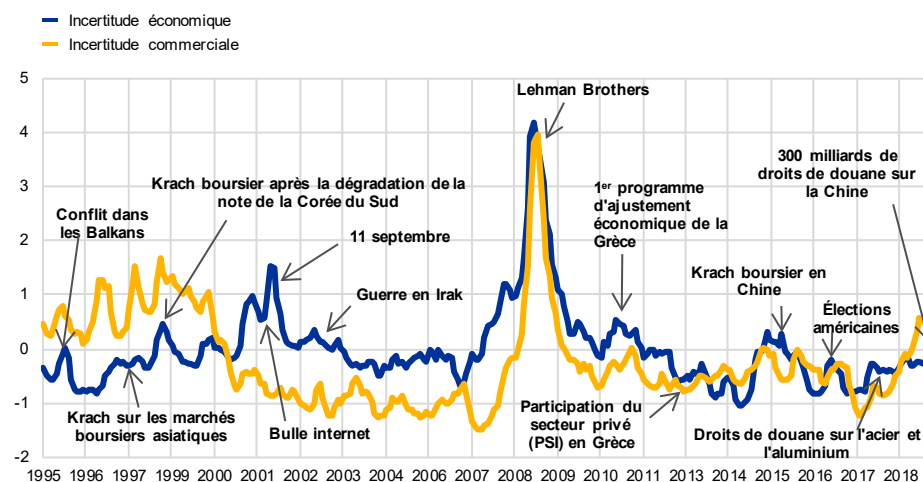
¹¹ De façon plus détaillée, un modèle (mensuel) à facteurs dynamiques est mis en œuvre afin de prévoir les variables macroéconomiques et financières spécifiques à un pays un mois à l'avance. Un modèle à volatilité stochastique est ensuite utilisé pour déduire la volatilité conditionnelle des erreurs de prévision liées au modèle dans la durée. Ensuite, une composante principale de chaque série chronologique est extraite afin de générer une mesure de l'incertitude économique pour chaque pays. Enfin, un indicateur de l'incertitude mondiale est élaboré en agrégeant les indicateurs par pays à l'aide des pondérations du PIB en parité de pouvoir d'achat (PPA). De façon analogue, une mesure de l'incertitude relative au commerce mondial est établie à partir d'une large base de données d'indicateurs commerciaux mensuels au niveau des différents pays.

¹² L'indicateur de l'incertitude commerciale reflète la composante non prévisible d'un vaste ensemble de variables spécifiques aux échanges commerciaux comme les importations et les exportations. Il traduit donc une variété de sources d'incertitude commerciale, incluant, mais ne se limitant pas à, l'incertitude relative à la politique commerciale. L'approximation a été choisie en s'appuyant sur le fait que l'or est considéré comme un actif sûr et doit par conséquent faire ressortir la composante liée à l'incertitude dans les événements.

Graphique B

Incertitude économique et commerciale au niveau mondial

(écart type par rapport à la moyenne)



Source : Calculs de la BCE.

Note : Les écart types par rapport à la moyenne sont calculés sur la période janvier 1998-août 2019.

Après la crise financière mondiale, les débats de politique économique ont porté de manière croissante sur les conséquences macroéconomiques d'une incertitude accrue. Une analyse récente de la BCE montre que l'incertitude

croissante a eu des effets négatifs sur l'investissement dans la zone euro durant la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine dans la zone euro ¹³.

Un canal souvent cité lorsqu'il s'agit de relier incertitude et activité réelle est le caractère irréversible de l'investissement ¹⁴. Par ailleurs, l'interaction entre les chocs d'incertitude et les frictions financières peut avoir des effets puissants sur l'activité économique ¹⁵. Les consommateurs peuvent également réagir à une incertitude accrue en augmentant leur épargne de précaution ¹⁶.

L'incertitude économique semble également jouer un rôle important dans la conjoncture actuelle. Analyser la relation de causalité entre les fluctuations de

l'incertitude et la croissance de la production n'est pas évident, la causalité pouvant être bidirectionnelle : un accroissement de l'incertitude affecte l'activité économique, mais les chocs (défavorables) sur la production ont également tendance à accroître l'incertitude. Pour distinguer les chocs exogènes de l'incertitude, nous nous appuyons sur la méthodologie proposée par Piffer et Podstawski ¹⁷ et nous estimons un modèle

¹³ Cf. le groupe de travail de la BCE sur la modélisation économétrique, « *Business investment in EU countries* », *Occasional Paper Series*, n° 215, BCE, octobre 2018.

¹⁴ Cf. Bloom (N.), *op. cit.*

¹⁵ Cf. Christiano (L. J.), Motto (R.) et Rostagno (M.), « *Risk Shocks* », *American Economic Review*, vol. 104, 2014, et Gilchrist (S.), Sim (J. W.) et Zakrajšek (E.), « *Uncertainty, Financial Frictions, and Investment Dynamics* », *NBER Working Paper*, n° 20038, National Bureau of Economic Research, 2014.

¹⁶ Cf. Basu (S.) et Bundick (B.), « *Uncertainty Shocks in a Model of Effective Demand: Reply* », *Federal Reserve Bank of Kansas City, RWP 18-05*, 2017.

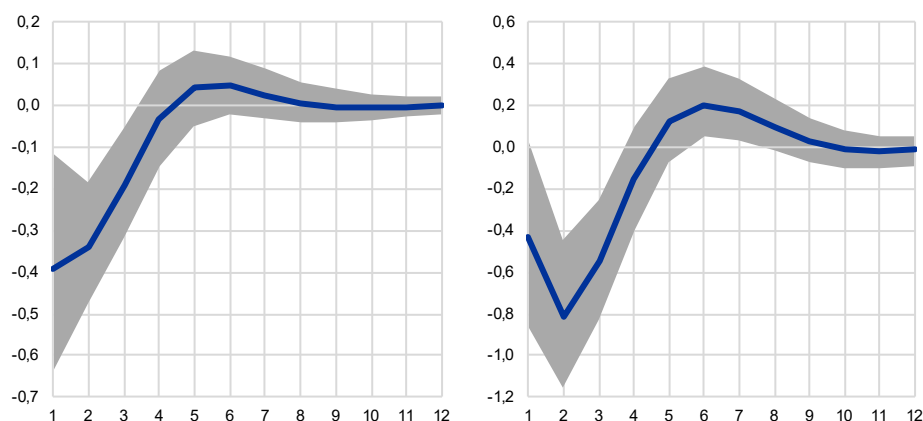
¹⁷ Cf. Piffer (M.) et Podstawski (M.), « *Identifying uncertainty shocks using the price of gold* », *The Economic Journal*, vol. 128, 2018. Leur approximation, disponible jusqu'en 2015, a été étendue en ajoutant 20 événements supplémentaires du 2^e trimestre 2015 au 2^e trimestre 2019 qui ont le potentiel de générer ou de réduire l'incertitude, ne sont pas prévus et sont exogènes aux autres chocs macroéconomiques.

vectériel autorégressif structurel (modèle SVAR) à titre d'approximation, où nous utilisons les variations des cours de l'or comme un instrument de mesure de l'incertitude ¹⁸. Les résultats de cette analyse indiquent que les chocs d'incertitude comptent et sont non négligeables. S'agissant de leur incidence, un choc d'incertitude de la valeur d'un écart type retranche environ 0,4 point de pourcentage à la croissance de l'investissement mondial et 0,8 point de pourcentage aux importations mondiales, respectivement (cf. graphique C). Notre analyse montre également que l'incertitude a pesé sur l'évolution de l'investissement et du commerce au niveau mondial l'année dernière, représentant un tiers du recul de l'investissement et 40 % de la baisse des importations mondiales (cf. graphique D).

Graphique C

Réponse impulsionnelle de l'investissement mondial (échelle de gauche) et des importations mondiales (échelle de droite), hors zone euro, à un choc d'incertitude d'un écart type

(axe des ordonnées : points de pourcentage ; axe des abscisses : trimestres)



Source : Calculs de la BCE.

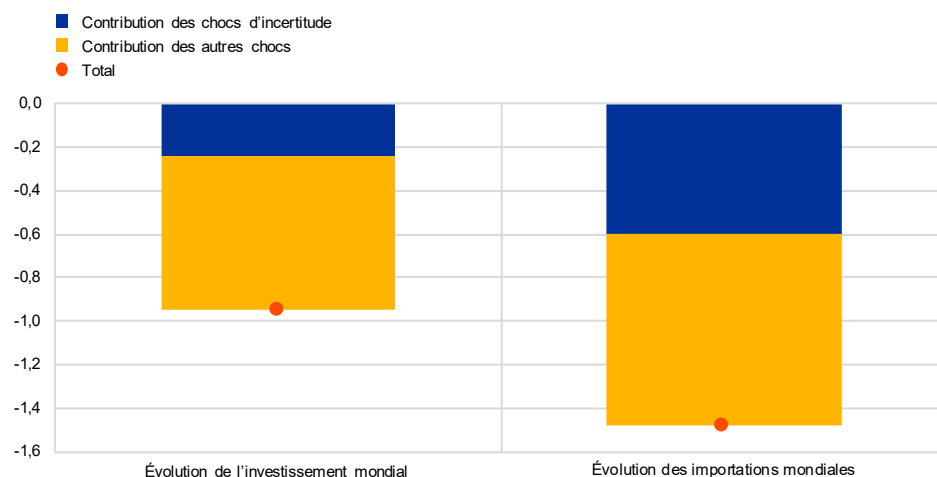
Notes : Le graphique présente les fonctions de réponse impulsionnelle tirées d'un modèle SVAR intégrant notre mesure de l'incertitude économique mondiale, l'investissement mondial, les importations mondiales, une mesure agrégée des taux d'intérêt, l'inflation mondiale mesurée par l'IPC et un indice des cours de bourse internationaux. Le modèle est estimé sur la période allant du 1^{er} trimestre 1996 au 2^e trimestre 2019. Les agrégations au niveau mondial des variables incluses dans le modèle VAR sont construites à partir de 16 pays représentant 75 % du PIB mondial à l'aide des pondérations du PIB en PPA. Les lignes bleues représentent les médianes ponctuelles, tandis que les zones en gris représentent les intervalles de confiance à 68 %.

¹⁸ Une approche narrative est utilisée pour identifier les chocs d'incertitude. Plus précisément, la variation (en pourcentage) des cours de l'or autour de chaque événement est calculée et toutes les variations sont ensuite agrégées pour former une série chronologique mensuelle. Cette série représentant une approximation est corrélée avec les chocs d'incertitude mais non corrélée avec d'autres perturbations macroéconomiques habituelles. L'approximation est ensuite intégrée à un modèle SVAR mondial intégrant, en outre, la mesure estimée de l'incertitude économique mondiale, le PIB mondial, l'investissement mondial, une mesure agrégée des taux d'intérêt, l'inflation mondiale et un indice boursier.

Graphique D

Décomposition de l'évolution de l'investissement mondial et des importations mondiales (hors zone euro)

(variation trimestrielle moyenne en pourcentage entre le 2^e trimestre 2017 et le 2^e trimestre 2018 et entre le 2^e trimestre 2018 et le 2^e trimestre 2019, écart par rapport à la tendance)



Source : Calculs de la BCE.

Une dissipation de l'incertitude peut également contribuer à une reprise de l'activité mondiale, comme les projections macroéconomiques de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème le laissaient prévoir.

Compte tenu de l'atténuation des évolutions défavorables qui pèsent sur l'économie mondiale et du recul de l'incertitude, une reprise timide de l'activité et du commerce au niveau mondial est anticipée à moyen terme ¹⁹. Les politiques de soutien à la croissance dans de nombreuses économies devraient constituer une aide supplémentaire. Cependant, un grand nombre d'événements qui ont motivé la hausse de l'incertitude sont loin d'être résolus et les risques pesant sur l'activité économique mondiale sont perçus comme orientés négativement. Par conséquent, l'incertitude pourrait continuer d'assombrir les perspectives mondiales au cours des trimestres à venir.

¹⁹ La récente conclusion de « l'accord commercial de Phase 1 » entre les États-Unis et la Chine devrait réduire l'incertitude, allégeant la charge qui pèse sur l'activité et le commerce au niveau mondial.

L'inversion de la courbe des rendements aux États-Unis et les signaux de récession provenant des marchés financiers

Johannes Gräb et Stephanie Titzck

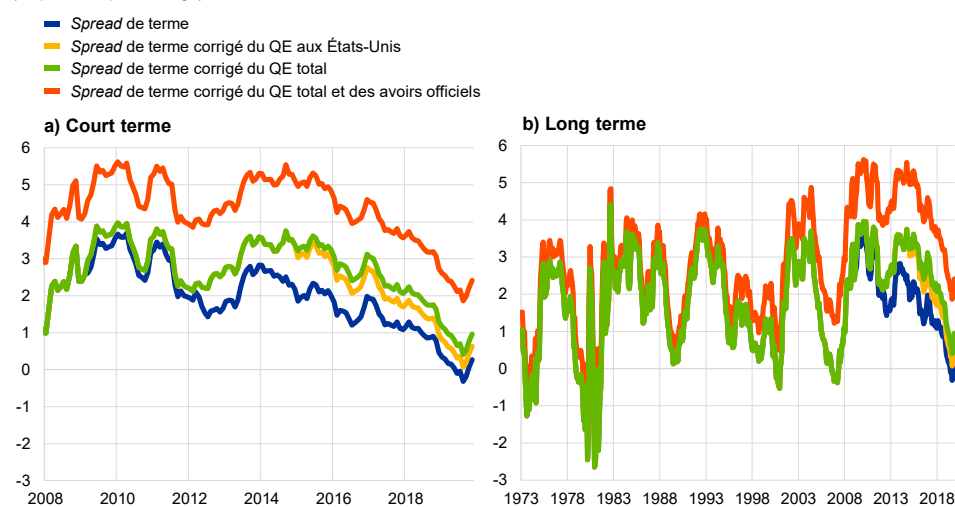
L'inversion de la courbe américaine des rendements observée mi-2019 a renforcé les craintes d'une possible récession aux États-Unis.

La courbe américaine des rendements est souvent considérée comme un outil de prédiction des récessions : l'aplatissement ou l'inversion de la courbe (ou *spread* de terme négatif, les taux d'intérêt sur la partie longue étant inférieurs à ceux sur la partie courte), ont souvent été perçus comme étant le signe d'une récession imminente. À la fin de l'été 2019, la courbe américaine des rendements s'est inversée pour la première fois depuis la crise financière mondiale (cf. graphique A). L'analyse des récessions mondiales peut permettre d'évaluer les risques qui pèsent sur les perspectives économiques. Cet encadré présente une évaluation de la probabilité de récession aux États-Unis, en prenant en compte les évolutions qui ont entraîné une distorsion des signaux provenant de la courbe des rendements actuelle.

Graphique A

Correction du *spread* de terme : perspectives à court et à long terme

(en points de pourcentage)



Sources : Système fédéral de réserve, Haver Analytics et calculs de la BCE.

Notes : Le *spread* de terme correspond à l'écart entre le rendement des bons du Trésor américain à trois mois et celui des bons du Trésor à dix ans. Le *spread* de terme corrigé du QE (*quantitative easing*) aux États-Unis correspond à l'écart corrigé de l'effet de l'assouplissement quantitatif de la Réserve fédérale sur le rendement à dix ans. Le *spread* de terme corrigé du QE total correspond à l'effet des achats d'actifs réalisés par la Réserve fédérale et par l'Eurosystème sur le rendement des bons du Trésor américain à dix ans. Le *spread* de terme corrigé du QE total et des avoirs officiels prend en compte, outre l'effet de l'assouplissement quantitatif mené aux États-Unis et dans la zone euro, l'effet des avoirs officiels sur le rendement à dix ans. La dernière observation se rapporte à novembre 2019.

Les modèles classiques de probabilité de récession fondés sur la courbe des rendements ne tiennent pas compte des facteurs susceptibles d'entraîner une distorsion des signaux provenant de la courbe des rendements actuelle ²⁰.

²⁰ Un argument similaire est également présenté dans Lane (P.R.), « *The yield curve and monetary policy* », conférence publique au Centre for Finance and the Department of Economics at University College London, 25 novembre 2019.

Les modèles de probabilité de récession fondés sur la courbe des rendements établissent généralement un lien entre la probabilité de récession et une mesure du *spread* de terme – c'est-à-dire la différence entre le rendement des bons du Trésor américain à trois mois et celui des bons du Trésor à dix ans. Toutefois, le *spread* de terme peut être affecté par des facteurs qui ont fait baisser la prime de terme des rendements obligataires à plus long terme de façon largement indépendante des perspectives économiques domestiques. Premièrement, depuis la crise financière mondiale, les rendements à long terme aux États-Unis ont diminué sous l'effet des achats d'actifs réalisés par le Système fédéral de réserve. Bien que la Réserve fédérale ait cessé ses achats depuis un certain temps et qu'elle ait procédé, jusqu'à l'été 2019, à une réduction de ses portefeuilles d'obligations, le stock d'obligations qu'elle détient actuellement à l'actif de son bilan a continué de faire baisser les primes de terme sur les obligations à plus long terme. Deuxièmement, au cours des dernières années, les rendements à long terme aux États-Unis ont encore diminué sous l'effet des programmes d'achats d'actifs de banques centrales étrangères, comme la BCE. Les achats d'actifs réalisés par les banques centrales étrangères affectent les rendements américains par le biais du canal de transmission de la politique monétaire, qui consiste en un rééquilibrage des portefeuilles au niveau international. Troisièmement, depuis le début des années 2000, l'augmentation des portefeuilles de bons du Trésor américain détenus par les banques centrales étrangères a également fait baisser les rendements à plus long terme. La demande des banques centrales étrangères se caractérisant généralement par une inélasticité aux prix, la compression des rendements à long terme devrait être indépendante des risques de récession économique aux États-Unis. En conséquence, il se peut qu'il y ait une distorsion des signaux provenant des modèles classiques de probabilité de récession fondés sur la courbe des rendements.

Cet encadré présente d'autres modèles de probabilité de récession qui permettent de gérer ces possibles distorsions des signaux provenant de la courbe des rendements. Plus spécifiquement, des mesures du *spread* de terme sont construites de manière à corriger les effets des programmes d'achats d'actifs et de l'accumulation de réserves par les banques centrales étrangères. Ces mesures sont ensuite intégrées dans un modèle de régression logit classique afin d'évaluer la probabilité de récession aux États-Unis à l'horizon d'un an ²¹. Le modèle logit est utilisé pour estimer la probabilité d'un événement binaire – ici, l'économie américaine en récession – à l'aide de plusieurs variables explicatives. Les variantes de *spread* de terme suivantes sont utilisées pour estimer la probabilité d'une récession :

Premièrement, on construit une mesure du *spread* de terme qui corrige le rendement à dix ans américain de l'effet des programmes d'assouplissement quantitatif (QE) menés par la Réserve fédérale. À cet effet, on évalue l'impact des trois programmes d'achats d'actifs de grande ampleur, du programme d'allongement des échéances et des réinvestissements sur la prime de terme du rendement des

²¹ Les modèles tiennent compte des distorsions sur le marché des obligations d'entreprises et sur le marché boursier en intégrant la prime excédentaire sur les obligations ainsi que le ratio prix/bénéfices corrigé du cycle.

emprunts publics à dix ans aux États-Unis ²². Si l'on corrige le rendement à dix ans des effets de l'assouplissement quantitatif, on obtient une différence nettement plus importante entre le rendement des bons du Trésor à trois mois et celui des bons du Trésor à dix ans (c'est-à-dire un *spread* de terme plus large), notamment entre 2012 et 2018 (cf. graphique A, courbe jaune). Le *spread* de terme corrigé augmente avec l'accroissement progressif de la taille du bilan de la Réserve fédérale et atteint un pic (à 124 points de base) en septembre 2014, juste avant la fin des achats nets d'actifs. La différence entre le *spread* de terme classique et le *spread* de terme corrigé du QE aux États-Unis s'est réduite au cours de la normalisation du bilan de la Réserve fédérale, entre octobre 2017 et août 2019, mais elle demeure significative.

Deuxièmement, on construit une mesure du *spread* de terme qui prend en compte les répercussions sur les rendements américains des programmes d'achats d'actifs menés par les banques centrales de l'Eurosystème (cf. graphique A, courbe rouge). Pour cela, on calcule le coefficient de corrélation de la variation quotidienne des rendements du *Bund* allemand et des bons du Trésor américain à dix ans à la suite des annonces par la BCE du programme d'achats d'actifs (APP) ²³. On calcule ensuite l'effet total de l'assouplissement quantitatif de la BCE sur les rendements américains en appliquant le coefficient de corrélation à l'effet estimé de l'APP de l'Eurosystème sur la prime de terme à dix ans dans la zone euro ^{24,25}. Enfin, le *spread* de terme américain est corrigé de ces répercussions des annonces de l'APP en ajoutant les estimations au rendement américain à dix ans.

Troisièmement, on construit une mesure du *spread* de terme qui prend également en compte l'effet des avoirs de réserve officiels sur les bons du Trésor américain (cf. graphique A, courbe verte). Les estimations de la BCE suggèrent qu'une augmentation des avoirs de réserve officiels égale à 10 points de pourcentage de l'encours de la dette publique des États-Unis entraîne une baisse de 55 points de base de la prime de terme sur les bons du Trésor américain ²⁶. À l'aide des montants d'avoirs de réserve officiels en dollars exprimés en pourcentage de l'encours total de la dette publique des États-Unis, il est possible de corriger le rendement à dix ans de ces effets. Le *spread* de terme corrigé des avoirs officiels commence à dévier nettement du *spread* de terme classique au début des

²² Les estimations de l'impact sur la prime de terme aux États-Unis sont établies à partir de Ihrig (J.), Klee (E.), Li (C.), Wei (M.) et Kachovec (J.), « *Expectations about the Federal Reserve's Balance Sheet and the Term Structure of Interest Rates* », *International Journal of Central Banking*, vol. 14(2), mars 2018, p. 341-391.

²³ Le coefficient est égal à 0,4, ce qui suggère qu'une baisse de 10 points de base des rendements du *Bund* allemand à dix ans, liée à l'annonce de l'APP par la BCE, entraîne une diminution de 4 points de base des rendements des bons du Trésor américain de même échéance. Les annonces de la BCE relatives à l'APP sont tirées de Dedola (L.), Georgiadis (G.), Gräßl (J.) et Mehl (A.), « *Does a big bazooka matter? Central bank balance-sheet policies and exchange rates* », *Working Paper Series*, n° 2197, BCE, novembre 2018.

²⁴ Les estimations sont tirées de Eser (F.), Lemke (W.), Nyholm (K.), Radde (S.) et Vladu (A.L.), « *Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve* », *Working Paper Series*, n° 2293, BCE, juillet 2019.

²⁵ Cela est conforme aux résultats de Curcuru *et al.* (2018) selon lesquels un assouplissement de la politique de la BCE fait considérablement baisser les primes de terme aux États-Unis. Cf. Curcuru (S.), Kamin (S.), Li (C.) et Rodriguez (M.), « *International Spillovers of Monetary Policy: Conventional Policy vs. Quantitative Easing* », *International Finance Discussion Papers*, n° 1234, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, août 2018.

²⁶ Les estimations sont établies à partir de Gräßl (J.), Kostka (T.) et Quint (D.), « *Quantifying the 'exorbitant privilege' – potential benefits from a stronger international role of the euro* », dans *The international role of the euro*, BCE, juin 2019.

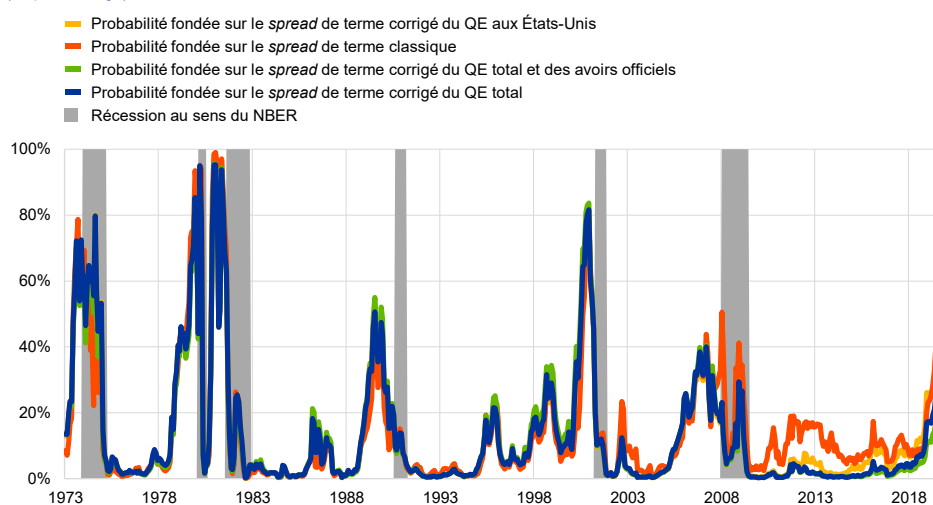
années 2000, avec le début de l'accumulation croissante par la Chine et par d'autres économies de marché émergentes de réserves libellées en dollars (cf. graphique A). Depuis 2008, le *spread* de terme prenant en compte l'effet des avoirs de réserve s'est établi en moyenne à un niveau supérieur de 165 points de base environ à celui du *spread* corrigé du QE.

Un modèle fondé sur le *spread* de terme classique est susceptible de surestimer les probabilités de récession actuelles par rapport aux modèles qui prennent en compte l'effet des achats d'actifs. Comme le montre le graphique B, en août 2019, au moment où l'inversion de la courbe des rendements a été la plus forte, la probabilité de récession estimée à l'horizon d'un an, calculée à partir d'un modèle utilisant le *spread* de terme classique, était de 37 %. À l'inverse, les écarts de rendement corrigés proposés dans cet encadré indiquent des probabilités beaucoup plus faibles. Avec le modèle fondé sur le *spread* de terme corrigé de l'assouplissement quantitatif aux États-Unis, on obtient une probabilité de 28 %²⁷. Après correction des répercussions de l'APP sur le *spread* de terme aux États-Unis, la probabilité tombe à 21 %. La correction supplémentaire des effets des avoirs de réserve officiels sur le *spread* de terme ramène la probabilité à 12 % seulement²⁸.

Graphique B

Probabilités de récession calculées à partir des variantes de *spread* de terme

(en pourcentage)



Sources : Système fédéral de réserve, Haver Analytics et calculs de la BCE.

Notes : Les zones ombrées correspondent aux récessions au sens du National Bureau of Economic Research (NBER). Les variantes du *spread* de terme sont expliquées dans les notes du graphique A.

Dans l'ensemble, les modèles qui prennent en compte le fait que la prime de terme des rendements obligataires à plus long terme, et donc le *spread* de

²⁷ À l'aide des mesures classiques permettant d'évaluer la capacité à prévoir des récessions, on peut montrer que, parmi les modèles testés, celui fondé sur l'écart de rendement corrigé du QE total possède la capacité prédictive la plus élevée.

²⁸ Swanson et Williams (2014), en particulier, montrent que les taux à plus court terme n'ont pas réagi aux nouvelles macroéconomiques durant cette période. Par conséquent, dans tous les modèles, la période durant laquelle la fourchette du taux objectif des fonds fédéraux était comprise entre 0 % et 0,25 % est exclue de l'estimation. Cf. Swanson (E.T) et Williams (J.C.), « *Measuring the Effect of the Zero Lower Bound on Medium- and Longer-Term Interest Rates* », *NBER Working Paper*, n° 20486, septembre 2014.

terme, peut diminuer sous l'effet de facteurs largement indépendants des perspectives économiques domestiques suggèrent une plus faible probabilité de récession aux États-Unis que les modèles fondés sur le *spread* de terme classique. En août 2019, lorsque les probabilités de récession fondées sur des modèles ont atteint un pic, la correction indique une probabilité de récession à l'horizon d'un an plus faible de 9 à 25 points de base que celle issue du modèle classique. Le modèle qui prend en compte l'assouplissement quantitatif aux États-Unis et dans la zone euro, considéré comme le plus performant au regard des propriétés statistiques, implique une probabilité de récession de 28 %. Depuis août 2019, les probabilités de récession ont diminué dans l'ensemble des modèles, en ligne avec le creusement du *spread* de terme, sous l'effet notamment de la hausse des rendements des emprunts publics à long terme. Cela suggère des perspectives légèrement plus favorables concernant les États-Unis que celles issues de l'analyse des marchés à l'été 2019.

Briser « l'effet de chaîne » des droits de douane – les zones franches en période de protectionnisme

Virginia di Nino, Simone Cigna et Srdan Tatomir

Dans les zones franches (*foreign trade zones* – FTZ), les biens importés peuvent être manutentionnés, fabriqués et réexportés sans intervention des autorités douanières. Le présent encadré examine les avantages des zones franches, la façon dont elles sont utilisées aux États-Unis ²⁹, en Chine ³⁰, et dans l'Union européenne (UE) ³¹ et également si elles peuvent amortir la hausse des droits de douane résultant des nouvelles restrictions commerciales ³².

Les zones franches avaient été conçues à l'origine pour promouvoir le développement économique et l'emploi en favorisant le commerce international. Dans les zones franches, les importations destinées à être réexportées après transformation (*processing trade*) et les biens réexportés sont exonérés de droits à l'importation ; autres avantages, elles bénéficient de frais de traitement plus bas et de droits et taxes à l'importation différés. Les zones franches présentent également certains inconvénients. Par exemple, les entreprises existantes peuvent simplement se relocaliser dans une zone franche en venant d'ailleurs dans le même pays afin de bénéficier de droits et de taxes plus faibles. Cela peut entraîner, pour le pays, une diminution des recettes fiscales sans effets positifs nets significatifs sur l'emploi et l'activité économique ³³. En gardant à l'esprit ces avantages et ces inconvénients, la mesure dans laquelle les pays bénéficient des zones franches dépend fortement du contexte. Dans plusieurs pays, le nombre de zones franches a augmenté au cours des deux dernières décennies, les gouvernements ayant essayé d'encourager une production mondiale sur leurs territoires.

Les zones franches peuvent briser « l'effet de chaîne » des droits de douane dans la mesure où les pièces et composants (également appelés biens intermédiaires) sont soit exemptés de droits quand elles sont réexportées, soit autorisées à entrer sur le marché à des taux favorables. Aux États-Unis, les taux tarifaires sont plus élevés sur les biens intermédiaires que sur les produits finaux (ce que l'on appelle l'inversion des droits de douane), mais les intrants importés par le biais des zones franches peuvent être exemptés de droits ou soumis au taux tarifaire applicable au produit fini qui est plus bas. De plus, la valeur créée au sein des zones franches est de nature domestique et par conséquent non soumise aux taxes appliquées par les États-Unis aux importations étrangères. Au lieu de payer un droit

²⁹ Pour une liste complète des zones franches aux États-Unis, cf. la « [List of Foreign-Trade Zones by State](#) ».

³⁰ Pour une liste des zones franches en Chine, cf. l'article intitulé « [China: China Introduces New Free Trade Zones and Improved Practices](#) », *International Tax Review*, 15 octobre 2019.

³¹ Pour une liste complète des zones franches dans l'UE, cf. le document intitulé « [Free zones which are in operation in the customs territory of the Union, as communicated by the Member States to the Commission](#) », 20 décembre 2019.

³² Matt Gold, un ancien négociateur commercial américain, a affirmé que « dans un monde où les barrières commerciales augmentent, les zones franches deviennent plus précieuses », cf. l'article intitulé « [Trump Erects Trade Barriers, and 'Foreign Trade Zones' Take Them Down](#) », *Governing: The Future of States and Localities*, 6 mars 2018.

³³ Pour une vue d'ensemble rapide des avantages et des inconvénients des zones franches, cf. « [Special economic zones – Not so special](#) », *The Economist*, 4 avril 2015.

de douane sur chaque bien intermédiaire importé entrant dans la production des biens finaux, les entreprises peuvent profiter des zones franches pour briser cette « chaîne » de droits de douane en payant seulement le droit applicable sur la valeur ajoutée étrangère du produit fini. Elles peuvent également transformer et fabriquer les produits dans les zones franches, puis les réexporter ailleurs sans payer les droits de douane à l'importation imposés par les États-Unis. Les produits fabriqués au sein des chaînes de valeur mondiales (CVM) sont ceux qui bénéficient le plus des réductions de coûts offertes par les zones franches, dans la mesure où ils traversent généralement les frontières à de nombreuses reprises et seraient autrement soumis à des droits à chaque passage. En l'absence de zones franches, les droits de douane s'accumuleraient sur les produits des CVM car ils sont perçus sur la valeur brute du produit et non sur la valeur ajoutée à chaque étape. Selon l'Association nationale des zones franches aux États-Unis (*US National Association of Foreign-Trade Zones*), environ la moitié des coûts économisés par les entreprises en s'installant dans les zones franches résultent de la possibilité d'éviter l'inversion des droits de douane ³⁴.

Aux États-Unis, les zones franches traitent une part importante des importations totales (environ 38 % en 2018). Toutefois, les importations qui sont considérées comme ayant un « statut étranger » et qui bénéficient d'un traitement favorable représentent seulement 14 % des importations totales ³⁵. Environ la moitié des importations bénéficiant d'un statut étranger franchissent finalement les frontières domestiques des États-Unis pour la consommation finale, tandis que le reste est transformé et réexporté. En 2018, 440 000 travailleurs étaient employés dans les zones franches américaines. Outre le pétrole, qui transite par les zones franches américaines pour des raisons historiques, l'essentiel des importations qui entrent aux États-Unis via les zones franches sont constituées de produits électroniques, de machines et de matériels de transport ayant des réseaux de production mondiaux ³⁶. Les constructeurs automobiles étrangers profitent de l'inversion des droits de douane en s'installant à l'intérieur des zones franches ³⁷.

En Chine, les zones franches représentent également une part importante et croissante de l'ensemble des échanges commerciaux. Même si l'exonération des droits de douane à l'importation n'est pas à l'heure actuelle une caractéristique des zones franches en Chine, cela a été envisagé et peut évoluer dans le cadre de la poursuite de l'expansion de ces zones. En Chine, il existe actuellement 12 grandes zones franches. Elles emploient 4 % de la main-d'œuvre et traitent des biens représentant environ 17 % du total des importations chinoises. Comme aux États-Unis, environ la moitié de ces biens sont destinés à la consommation intérieure et l'autre moitié à la réexportation. Les produits électroniques et les machines importés via les zones franches représentent 20 % des importations dans leurs

³⁴ NAFTAZ, « *The US Foreign-Trade Zones Program: Economic Benefits to American Communities* », 2019.

³⁵ Pour plus d'informations sur les définitions des biens ayant un « statut domestique/droits payés » et ceux ayant un « statut étranger », cf. le « *Glossary of FTZ terms* » élaboré par le *Foreign-Trade Zones Board* des États-Unis.

³⁶ Les importations de pétrole représentent les deux tiers des importations totales des zones franches aux États-Unis. Les raffineries sont installées dans les zones franches afin de contourner l'interdiction historique d'importer du pétrole brut qui date des années 1930 quand les États-Unis étaient encore un exportateur net de pétrole.

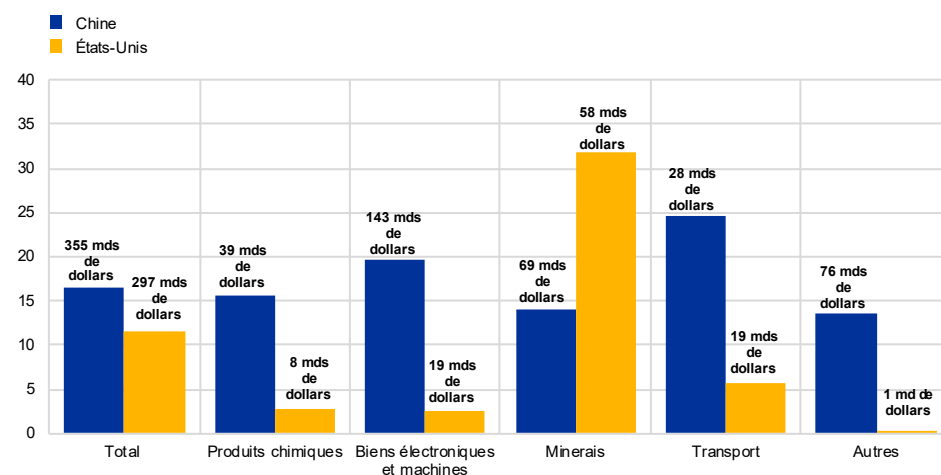
³⁷ Tiefenbrun (S.), « *U.S. Foreign Trade Zones of the United States, Free-Trade Zones of the World, and their Impact on the Economy* », *Journal of International Business and Law*, vol. 12(2), 2013.

secteurs respectifs (cf. graphique A), tandis que les matériels de transport atteignent 25 % des importations dans ce secteur. Les entreprises installées dans les zones franches (ainsi que dans d'autres zones économiques spéciales) peuvent également profiter de contrôles des capitaux plus souples et d'avantages fiscaux.

Graphique A

Importations chinoises et américaines via les zones franches en 2018

(importations bénéficiant d'un statut étranger en part des importations totales dans chaque secteur)



Sources : US Census, Trade Data Monitor et calculs des services de la BCE.

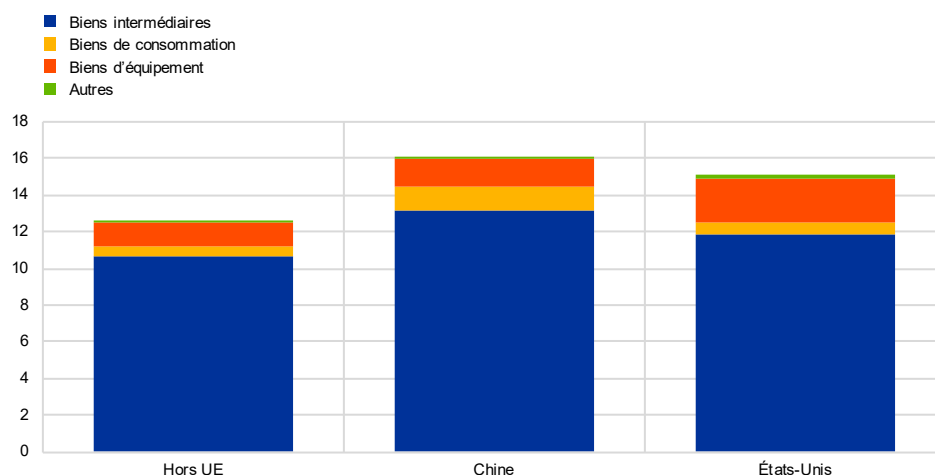
Dans l'UE, aucune exemption des droits de douane n'est accordée aux importations qui transitent par les zones franches car ces zones sont principalement utilisées pour faciliter les processus douaniers – mais un dispositif de suspension des droits à l'importation permet d'obtenir un effet similaire³⁸. Ce dispositif, mis en place en 2013, garantit une égalité de traitement aux entreprises opérant dans l'UE quelle que soit leur implantation géographique. La part des importations de la zone euro qui font l'objet d'accords de suspension est comparable aux importations réalisées via les zones franches dans d'autres régions (12 % des importations de la zone euro bénéficient d'accords de suspension, tandis que 17 % des importations en Chine et 14 % des importations aux États-Unis sont réalisées via les zones franches). Conformément à l'objectif initial des zones franches, le dispositif de suspension des droits à l'importation concerne principalement les biens intermédiaires. Les biens d'équipement en bénéficient dans une moindre mesure, tandis que les biens de consommation représentent une part négligeable de l'ensemble des importations de la zone euro bénéficiant d'accords de suspension (cf. graphique B). Toutefois, dans la mesure où l'objectif *in fine* est de soutenir la production intérieure et le développement de chaînes de valeur régionales, seuls les biens non produits au sein de l'UE peuvent se voir accorder des suspensions de droits de douane ; en particulier, les véhicules et les pièces détachées automobiles n'ont jamais été inclus dans la liste des suspensions.

³⁸ Cette approche se justifie par le fait que cette exemption des droits à l'importation en utilisant les zones franches constituerait un avantage concurrentiel déloyal pour les entreprises installées dans les zones franches par rapport à celles situées ailleurs dans l'UE.

Graphique B

Importations de la zone euro bénéficiant d'accords de suspension des droits à l'importation en 2018

(part des importations totales par type de produits)



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

Note : La liste des suspensions est actualisée deux fois par an et les suspensions des droits de douane peuvent être accordées pour des durées inférieures ou égales à cinq ans.

Les zones franches peuvent amortir l'impact de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine, en fonction de l'importance relative des droits de douane appliqués aux produits intermédiaires par rapport à ceux frappant les produits finaux ³⁹.

Une hausse des droits de douane sur les produits intermédiaires par rapport à ceux appliqués aux produits finaux incite davantage à importer via les zones franches aux États-Unis afin de profiter des exemptions des droits à l'importation. Au cours de la guerre commerciale actuelle entre la Chine et les États-Unis, environ 90 % des biens intermédiaires chinois ont été affectés par un relèvement des droits de douane américains ⁴⁰. Les mesures protectionnistes ont relevé le taux tarifaire bilatéral de 14,2 points de pourcentage et la hausse du taux tarifaire moyen appliqué par les États-Unis aux biens intermédiaires en provenance de Chine est deux fois supérieure à celle du taux tarifaire appliqué aux biens de consommation (6 points de pourcentage contre 3 points de pourcentage). La guerre commerciale a par conséquent accentué l'inversion des droits de douane et incité encore davantage à importer via les zones franches. Le recours aux zones franches peut avoir entraîné une baisse du taux tarifaire effectif bilatéral entre les États-Unis et la Chine allant jusqu'à 0,7 point de pourcentage. Si l'on suppose que tous les biens intermédiaires chinois importés sont redirigés vers les zones franches aux États-Unis, la baisse du

³⁹ Siroën (J.M.) et Yücer (A.), « Trade Performance of Free Trade Zones », Document de travail/Working paper, n° DT/2014-09, Université Paris-Dauphine, 2014.

⁴⁰ Les mesures protectionnistes prises à l'encontre des importations chinoises ont entraîné une hausse de 16,3 points de pourcentage des taux tarifaires effectifs bilatéraux. Toutefois, après l'annonce en décembre 2019 d'un accord partiel (qui entrera en vigueur en février 2020) et l'atténuation des tensions qui a suivi, les taux tarifaires effectifs ont augmenté de 14,2 points de pourcentage.

taux tarifaire effectif bilatéral entre les deux pays peut aller jusqu'à 4,5 points de pourcentage ⁴¹.

⁴¹ Les intrants importés via les zones franches pour une production aux États-Unis ont représenté 130 milliards de dollars en 2018. En supposant que la part des biens intermédiaires chinois qui entrent dans la production réalisée dans les zones franches américaines est la même que la part des biens intermédiaires chinois importés dans les importations totales de biens intermédiaires des États-Unis, l'effet d'atténuation exercé par les zones franches peut aller jusqu'à 0,7 point de pourcentage. De plus, si nous supposons que tous les biens intermédiaires chinois importés (149 milliards de dollars en 2017) sont redirigés via les zones franches, cela pourrait entraîner une réduction d'un tiers de l'impact sur le taux tarifaire effectif bilatéral. Par exemple, cela entraînerait une hausse de 9,8 points de pourcentage au lieu de 14,2 points de pourcentage. Dans la mesure où les données relatives à la composition des échanges dans les zones franches américaines sont limitées, nous établissons des hypothèses concernant la part des importations de biens intermédiaires chinois entrant dans la production réalisée dans ces zones. Nous supposons également que tous les intrants étrangers qui pénètrent dans les zones franches à des fins de production sont dirigés vers le marché domestique américain pour consommation finale (c'est-à-dire qu'ils ne sont pas réexportés). De plus, nous supposons que toutes les importations de biens intermédiaires chinois ont été affectées par une hausse de 25 points de pourcentage des droits de douane, tandis que les droits appliqués aux biens de consommation n'ont augmenté que de 7,5 points de pourcentage. Ces hypothèses sont raisonnables, dans la mesure où dans le total des importations américaines de biens intermédiaires en provenance de Chine, 83 % des biens ont été affectés par une hausse de 25 points de pourcentage du taux tarifaire. Dans le même temps, près de 70 % des biens de consommation chinois dans le total des importations américaines de biens de consommation en provenance de Chine ont été touchés par une hausse des droits de douane égale ou inférieure à 7,5 points de pourcentage.

4 Pays d'Europe centrale et orientale membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro : intégration dans les chaînes de valeur mondiales, dynamique des exportations et synchronisation du cycle économique avec la zone euro

Francesco Chiacchio et Andrejs Semjonovs

Cet encadré examine les évolutions des six pays d'Europe centrale et orientale membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro (Bulgarie, République tchèque, Croatie, Hongrie, Pologne et Roumanie) en matière d'intégration dans les échanges et de synchronisation économique avec la zone euro et analyse l'exposition potentielle de la dynamique de leurs exportations aux modifications des conditions extérieures.

Au cours des dernières décennies, dans un environnement de mondialisation économique rapide et d'intégration commerciale croissante, les entreprises ont fractionné leurs processus de production et entrepris de répartir entre différents pays leurs approvisionnements en intrants. Ce phénomène a été particulièrement manifeste pour les six pays sous revue, qui sont de plus en plus intégrés dans les chaînes de valeur transfrontières, au niveau tant mondial que régional. Plus spécifiquement, l'accès au Marché unique a entraîné la suppression des barrières commerciales, une baisse des coûts de transport et une harmonisation des normes à l'échelle de l'UE, qui ont donné une impulsion décisive aux entreprises pour qu'elles fragmentent leur production et leurs opérations d'assemblage afin de tirer profit des conditions de production locales.

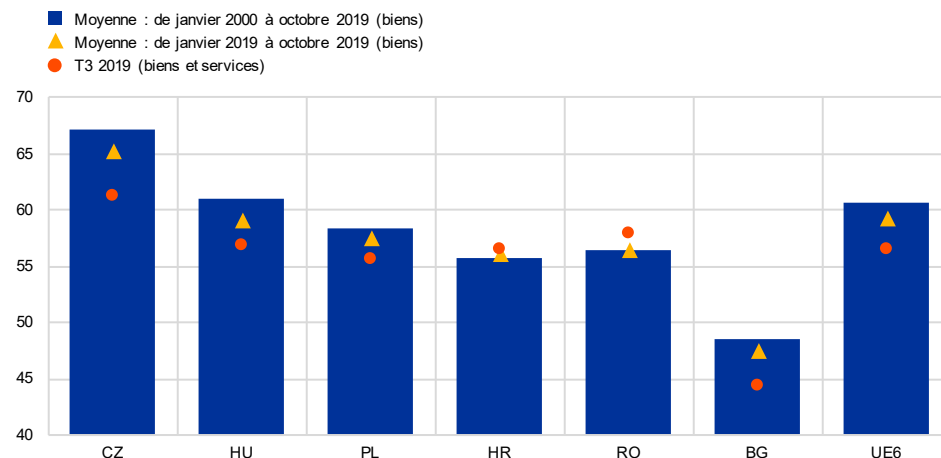
Les six pays ont des liens commerciaux étroits et sont bien intégrés dans la zone euro comme dans le reste de l'UE. Au cours des vingt dernières années, la zone euro a été la destination de plus de 55 % du total des exportations de ces six pays (cf. graphique A). En 2014, environ 45 % de leurs exportations brutes vers la zone euro étaient liées aux chaînes de valeur mondiales (CVM), c'est-à-dire qu'elles contenaient de la valeur ajoutée générée à l'étranger ou de la valeur ajoutée domestique pour les exportations d'autres pays. De plus, en moyenne, les six pays examinés sont situés en aval ⁴² dans les chaînes de valeur de la zone euro (cf. graphique B), ce qui suggère que cette région est généralement spécialisée dans les fonctions de transformation et d'assemblage et que ses activités globales d'exportation se caractérisent par un contenu en valeur ajoutée domestique relativement faible et un usage plus intensif des biens intermédiaires étrangers.

⁴² La position dans les chaînes de valeur mondiales reflète la part relative de deux composantes des exportations brutes : (1) la valeur ajoutée domestique contenue dans les exportations des autres pays (participation en amont aux CVM) ; et (2) la valeur ajoutée étrangère contenue dans les exportations du pays lui-même (participation en aval aux CVM). Un pays est situé en aval de la chaîne de valeur lorsque la quantité d'intrants étrangers (en termes de valeur ajoutée) intégrée dans la production de ses exportations est supérieure à la quantité d'intrants qu'il fournit pour la production des exportations d'autres pays. Cf. également Wang (Z.), Wei (S.-J.) et Zhu (K.), « *Quantifying International Production Sharing at the Bilateral and Sector Levels* », *NBER Working Papers*, n° 19677, novembre 2013.

Graphique A

Part des exportations des six pays vers la zone euro

(en pourcentage du total des exportations)



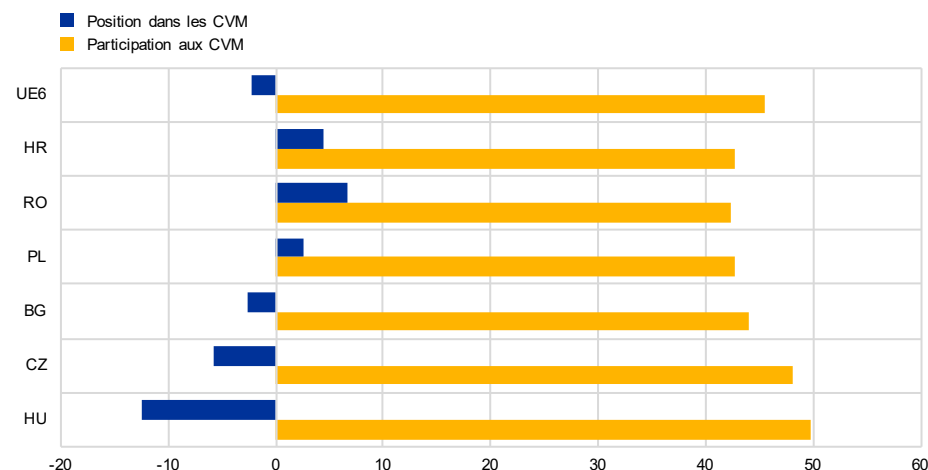
Source : Eurostat.

Notes : « UE6 » se rapporte à l'agrégat des six pays examinés. Les dernières observations se rapportent à octobre 2019 (données relatives aux exportations de biens) et au troisième trimestre 2019 (données relatives aux exportations de biens et services).

Graphique B

Participation aux CVM et position dans les CVM des exportations des six pays vers la zone euro en 2014

(position – indice ; participation – pourcentage du total des exportations brutes)



Sources : Eurostat, Tableaux des entrées-sorties mondiaux (2016), Wang *et al.* (2013) et calculs des services de la BCE.

Notes : « UE6 » se rapporte à l'agrégat des six pays sous revue. L'indice de position dans la CVM est défini comme suit : $100 \cdot (\ln(1+sDV) - \ln(1+sFV))$, où sDV représente la part de valeur ajoutée domestique contenue dans le total des exportations brutes et sFV, la part de valeur ajoutée étrangère contenue dans le total des exportations brutes. Dans le cas purement hypothétique d'une valeur ajoutée à 100 % domestique (étrangère), la valeur maximale (minimale) de l'indice de position s'établirait donc à 69 (– 69). Plus la part de valeur ajoutée étrangère est élevée, plus l'indice de position dans la CVM est bas ; une valeur négative indique une position en aval (comme dans le cas de l'agrégat UE6), tandis qu'une valeur positive se rapporte à une position en amont (comme dans le cas de la Croatie, de la Roumanie et de la Pologne). Les données relatives à la position dans les CVM et à la participation aux CVM ne sont disponibles que jusqu'en 2014 et pourraient ne pas refléter les positions et la participation actuelles.

L'ouverture aux marchés internationaux des six pays sous revue s'est progressivement accrue, tandis que leurs échanges commerciaux liés à des CVM, qui impliquent largement des partenaires de la zone euro, se sont accélérés, pour atteindre des niveaux bien supérieurs à ceux de la moyenne de la zone euro. Le degré élevé d'ouverture de ces six économies, qui leur permet de

s'appuyer sur les structures de production nationales et de tirer d'importants bénéfices de l'intégration, les a cependant davantage exposés aux évolutions conjoncturelles et aux chocs spécifiques aux différents secteurs. En particulier, le renforcement des liens avec les autres économies européennes et le reste du monde s'est traduit par une hausse des élasticités des échanges commerciaux et une accentuation de la spécialisation des différents secteurs ⁴³. De plus, les échanges commerciaux en lien avec les CVM concernent essentiellement des biens d'investissement durables, dont on sait qu'ils sont plus sensibles aux évolutions conjoncturelles ⁴⁴.

Les six économies sous revue font désormais partie intégrante des réseaux de production européens et les exportations nettes constituent un facteur déterminant de la synchronisation de leurs cycles économiques avec la zone euro.

Le renforcement des échanges commerciaux, en particulier s'agissant des biens intermédiaires, peut soutenir la synchronisation des cycles économiques, par l'intermédiaire d'un éventail plus large de produits échangés par exemple ⁴⁵. Une participation élevée aux chaînes de production régionales impliquant la zone euro est un catalyseur important de la synchronisation des cycles économiques avec la zone euro. Comme le montre le graphique C, en moyenne dans les six pays sous revue, sur la période 2000-2014, une augmentation de la participation aux exportations vers la zone euro (axe des ordonnées) est associée à une hausse des coefficients de corrélation (axe des abscisses) avec la production de la zone euro (points rouges) et avec ses exportations (points bleus). Le degré de synchronisation a été historiquement élevé, en particulier en Hongrie et en République tchèque.

⁴³ Cf. Draghi (M.), « [Welcome remarks](#) », discours de bienvenue prononcé lors de la huitième conférence de la BCE sur les pays d'Europe centrale, orientale, et du sud-est, qui s'est tenue à Francfort le 12 juin 2019.

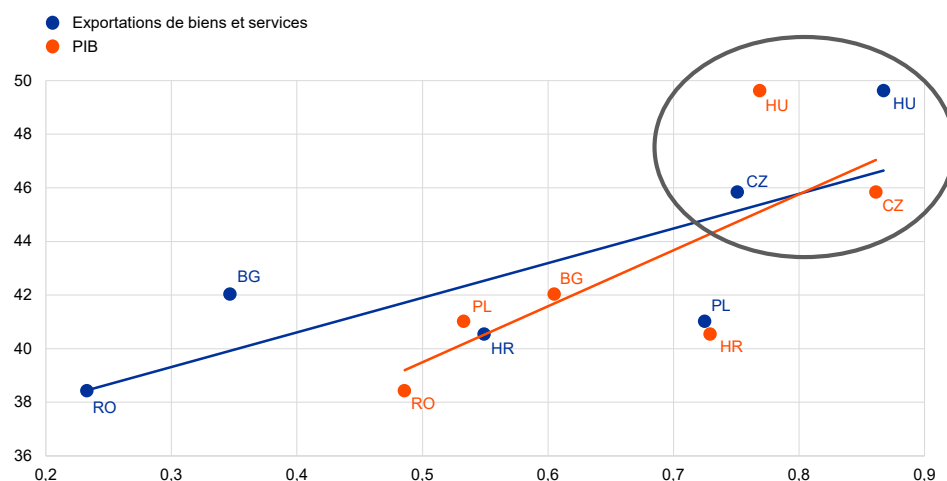
⁴⁴ Cf. Gunnella (V.), Fidora (M.) et Schmitz (M.) « [L'impact des chaînes de valeur mondiales sur l'analyse macroéconomique de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n°8, BCE, 2017.

⁴⁵ Cf., par exemple, Duval (R.), Li (N.), Saraf (R.) et Seneviratne (D.), « *Value-added trade and business cycle synchronization* », *Journal of International Economics*, vol. 99, 2016, p. 251-262 ; et Liao (W.) et Santacreu (A.M.), « *The trade comovement puzzle and the margins of international trade* », *Journal of International Economics*, vol. 96(2), 2015, p. 266-288.

Graphique C

Intégration commerciale et synchronisation des cycles économiques des six pays avec la zone euro

(axe des ordonnées : part du total des exportations brutes vers la zone euro liée aux CVM, en pourcentage ; axe des abscisses : synchronisation avec la croissance du PIB et des exportations de la zone euro, coefficient de corrélation ; 2000-2014)



Sources : Eurostat, Tableaux des entrées-sorties mondiaux, Wang *et al.* (2013) et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente la relation entre la part moyenne des exportations vers la zone euro qui est liée aux CVM et la corrélation avec la croissance annuelle des exportations de biens et services ou celle du PIB sur la période 2000-2014. Par exemple, près de 50 % des exportations brutes de la Hongrie vers la zone euro ont été liées aux CVM (axe des ordonnées). Dans le même temps, la croissance du PIB et la croissance des exportations de la Hongrie ont été fortement corrélées à celles du PIB et des exportations de la zone euro (axe des abscisses, valeurs du coefficient de corrélation proches de la valeur maximale égale à 1). Une pente positive des courbes rouge/bleue suggère que, en moyenne pour les six économies, une part plus importante des exportations liées aux CVM à destination de la zone euro est associée à une corrélation plus forte avec la croissance du PIB/des exportations de la zone. La période d'échantillonnage est limitée à 2000-2014, les données relatives aux CVM après 2014 n'étant pas disponibles.

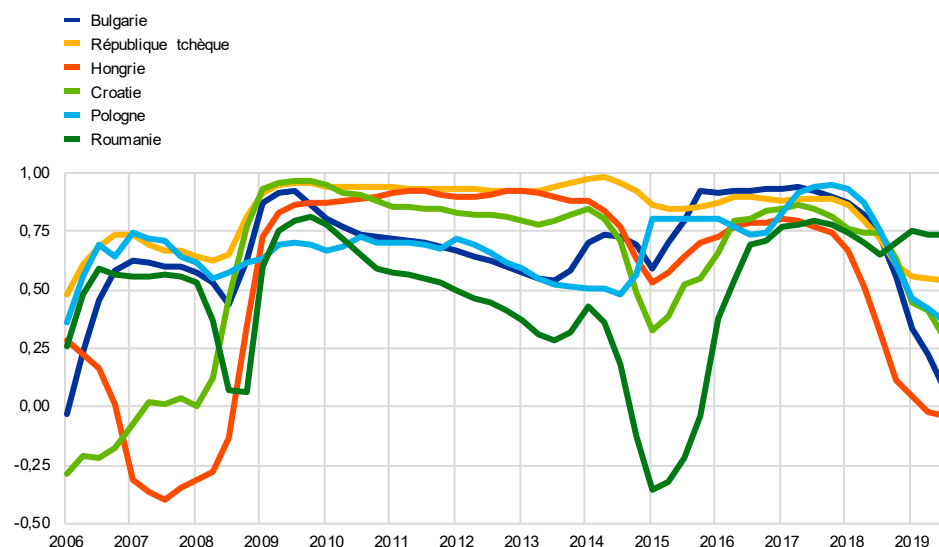
Toutefois, ces dernières années, les cycles économiques des six pays sous revue se sont légèrement découplés de l'activité économique de la zone euro (cf. graphique D). Ce découplage est attribuable à des facteurs locaux, tels que la solidité de la demande intérieure soutenue par une forte croissance des salaires et des hausses du revenu disponible (comme cela a été globalement le cas dans les six économies examinées). De plus, ces six économies devraient croître plus rapidement que la zone euro, en raison d'un processus de rattrapage. Cet écart tendanciel suggère que, en général, les évolutions de l'activité dans la zone euro peuvent ne pas se refléter exactement dans les six pays. Enfin, les effets persistants des investissements directs étrangers réalisés antérieurement dans l'industrie et la délocalisation continue vers ces six pays de la production d'usines situées ailleurs dans l'UE peuvent également expliquer en partie le creusement des écarts à court terme, comme l'expose en détail la Magyar Nemzeti Bank pour le cas de la Hongrie dans ses rapports sur l'inflation de septembre et décembre ⁴⁶.

⁴⁶ Dans le même temps, la Magyar Nemzeti Bank a anticipé un impact négatif du ralentissement de l'industrie automobile allemande sur l'économie hongroise par le biais du canal de l'économie réelle à moyen terme (cf. *Inflation Report*, Magyar Nemzeti Bank, septembre 2019).

Graphique D

Synchronisation des cycles économiques des six économies avec l'activité de la zone euro

(corrélations glissantes sur cinq ans entre les taux de croissance annuels du PIB des six économies et celui de la zone euro dans son ensemble)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente le degré de synchronisation de l'activité économique entre les six économies sous revue et la zone euro. Par exemple, la croissance du PIB de la République tchèque a été fortement corrélée avec celle de la zone euro dans la décennie s'achevant en 2018 (comme l'indiquent des coefficients de corrélation proches de la valeur maximale égale à 1), alors que plus récemment, elle est devenue moins corrélée. La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2019.

La nature et l'utilisation finale des exportations jouent un rôle important pour expliquer la corrélation entre les exportations de la zone euro et celles des six pays sous revue. Par exemple, le récent ralentissement de la croissance des exportations de la Roumanie est largement imputable au secteur automobile, qui représente environ un tiers des biens exportés vers l'Allemagne. En particulier, ce ralentissement est largement imputable aux pièces détachées et accessoires automobiles, un sous-secteur fortement intégré dans les chaînes d'approvisionnement transfrontières et dépendant de la demande externe des autres pays. En revanche, une part importante des exportations bulgares vers l'Allemagne ne sont pas réexportées mais utilisées pour la consommation finale. Puisque le ralentissement enregistré en Allemagne découle essentiellement des secteurs industriels tournés vers l'exportation, il a un effet plus limité sur les exportations bulgares.

Jusqu'à présent, le ralentissement du secteur manufacturier, notamment l'industrie automobile en Allemagne, et l'intensification des tensions commerciales ne se sont que partiellement reflétées dans les six économies sous revue. Les effets de contagion négatifs ont été atténués par des facteurs tels que le dynamisme de la situation domestique, la composition par produits des exportations et la résistance des exportations à destination de pays hors zone euro (cf. graphique E). Compte tenu du degré élevé d'ouverture commerciale et des liens économiques forts avec la zone euro, l'effet global pourrait demeurer significatif à moyen terme, en particulier pour les exportations.

Graphique E

Exportations de biens, agrégat pour les six économies

(taux de croissance annuels en pourcentage, moyennes mobiles sur trois mois)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à octobre 2019.

Des réformes favorisant une trajectoire de croissance plus équilibrée

amortiraient les vulnérabilités potentielles aux modifications des conditions

extérieures. Le renforcement de l'accumulation du capital et de la confiance dans l'innovation domestique contribuera à consolider les bénéfices retirés de l'intégration commerciale et à garantir une trajectoire de convergence stable à long terme ⁴⁷. Des institutions et une gouvernance domestiques de grande qualité sont donc indispensables à un succès économique durable ; et des politiques structurelles encourageant, par exemple, l'investissement dans le capital humain et un renforcement des efforts de lutte contre la corruption seraient un pas dans cette direction ⁴⁸.

⁴⁷ Cf. Draghi (M.), « *Welcome remarks* », *op. cit.*

⁴⁸ Cf. Lagarde (C.), « *Strengthening the Economic Engine: Prosperity and Resilience of CESEE Economies in a Changing Trade Landscape* », discours introductif prononcé lors de la huitième conférence de la BCE sur les pays d'Europe centrale, orientale, et du sud-est, qui s'est tenue à Francfort le 12 juin 2019.

Liquidité des marchés obligataires et efficience des marchés de *swaps* – quel rôle joue le marché du repo ?

Jan Philipp Fritzsche, Michael Grill et Claudia Lambert

Le présent encadré évalue l'importance des marchés de repo (*repo markets*) pour les marchés obligataires et les marchés de *swaps*, contribuant ainsi au débat sur le rôle des marchés de repo dans le système financier considéré dans son ensemble. Dans un accord de pension, ou « repo », les titres sont cédés et un accord est conclu pour les racheter à une date ultérieure. Généralement, les accords de pension sont utilisés par les intervenants de marché pour obtenir des financements en utilisant des obligations en garantie. Ils peuvent également être utilisés pour obtenir des titres spécifiques contre des garanties espèces. Les marchés de pensions jouent un rôle essentiel pour faciliter la circulation des liquidités et des titres dans l'ensemble du système financier, fournissant ainsi de la liquidité aux autres marchés ⁴⁹.

Un marché du repo qui fonctionne bien apporte un soutien à la mise en œuvre de la politique monétaire, dans la mesure où il propage les décisions relatives aux taux d'intérêt au travers du système financier. Dans le même temps, des perturbations sur le marché du repo peuvent se répercuter aux autres marchés et amplifier les tensions sur les marchés financiers. Cet encadré s'intéresse aux effets des perturbations du marché du repo sur les marchés obligataires et sur le marché des *swaps* de taux d'intérêt. Compte tenu de l'importance de ces marchés dans le système financier, leur bon fonctionnement et la possibilité que les perturbations sur le marché du repo affectent ce système revêtent une grande importance, tant du point de vue de la stabilité financière que de celui de la politique monétaire ⁵⁰.

L'analyse apporte des éléments empiriques montrant que la liquidité du marché du repo est un déterminant important de la liquidité du marché obligataire et des opportunités d'arbitrage sur les marchés de *swaps*. La liquidité du marché du repo joue un rôle essentiel de soutien de la liquidité des obligations utilisées comme garanties dans les opérations de pension. Ce lien important entre le financement et la liquidité de marché a fait l'objet de débats depuis la contribution fondamentale de Brunnermeier et Pedersen ⁵¹. Les marchés de pensions jouent également un rôle majeur dans la valorisation et la couverture des *swaps* de taux d'intérêt ⁵².

⁴⁹ Cf. « [Repo market functioning](#) », *CGFS Papers*, n° 59, Comité sur le système financier mondial, 2017.

⁵⁰ La liquidité des marchés obligataires joue un rôle fondamental pour la conduite de la politique monétaire et la stabilité du système financier. Il est essentiel de suivre les conditions de la liquidité sur les marchés obligataires ainsi que les facteurs qui déterminent dans quelle mesure elles sont affectées par les tensions sur les marchés. Cf. « [Fixed income market liquidity](#) », *CGFS Papers*, n° 55, Comité sur le système financier mondial, 2016. Les *swaps* représentent le plus important marché de produits dérivés en termes de montant notionnel des transactions en cours et jouent un rôle important en particulier pour couvrir le risque de taux d'intérêt. Cf., par exemple, Fontana (S.), Holz auf der Heide (M.), Pellizon (L.) et Scheicher (M.), « *The anatomy of the euro area interest rate swap market* », *Working Paper Series*, n° 2242, BCE, Francfort-sur-le-Main, février 2019, pour une analyse de l'importance de ce marché.

⁵¹ Cf. Brunnermeier (M.K.) et Pedersen (L.H.), « [Market Liquidity and Funding Liquidity](#) », *The Review of Financial Studies*, vol. 22, n° 6, 2009, p. 2201-2238, qui est l'une des toutes premières études sur le sujet et Huh (Y.) et Infante (S.), « [Bond Market Intermediation and the Role of Repo](#) », *Finance and Economics Discussion Series*, 2017-003, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, Washington, 2017 pour un lien plus explicite entre les marchés des pensions et l'écart entre les cours acheteurs et vendeurs pour les obligations.

⁵² Cf., par exemple, « [What is the role of repo in the financial markets](#) », International Capital Market Association, 2019.

Le présent encadré analyse les effets d'une soudaine diminution de la liquidité sur le marché du repo à la fin d'un trimestre sur la liquidité des marchés obligataires et les arbitrages sur les marchés des swaps.

La liquidité du marché du repo diminue généralement en fin de trimestre ou en fin d'année. Cela s'explique principalement par l'« habillage des bilans » effectué par les banques, qui procèdent à des ajustements de leurs bilans afin d'améliorer les métriques réglementaires spécifiques qu'elles doivent déclarer et publier ces jours-là⁵³. Dans la mesure où les accords de pension sont généralement assortis d'une échéance très courte (entre 1 et 5 jours), ils sont souvent utilisés pour ajuster rapidement le bilan d'une banque en réduisant l'endettement en fin de trimestre et en fin d'année, affectant ainsi les marchés de pensions qui enregistrent alors une forte baisse des volumes traités⁵⁴.

Les résultats de ce premier exercice montrent que la liquidité du marché obligataire – mesurée par les écarts entre cours acheteurs et cours vendeurs – diminue sensiblement quand les marchés de pensions sont confrontés à une soudaine réduction de la liquidité.

L'écart cours acheteur-cours vendeur correspond à la différence entre le prix offert et le prix demandé pour un titre. Il s'agit d'une mesure des coûts de transaction qui tend à diminuer quand un titre est plus liquide. Le graphique A montre que durant les derniers jours de négociation de 2018 (lorsque la liquidité du marché du repo a fortement diminué), l'écart cours acheteurs-cours vendeurs a sensiblement augmenté pour les obligations qui sont très souvent utilisées à titre de garanties sur les marchés de pensions et qui sont par conséquent considérées comme bénéficiant généralement de la liquidité du financement disponible sur le marché du repo (représentée par le « groupe de traitement »). Les obligations qui sont très rarement utilisées comme garanties et qui ne bénéficient pas, par conséquent, de la liquidité du financement disponible sur le marché du repo (le « groupe de contrôle ») n'ont pas été affectées et leur écart cours acheteurs-cours vendeurs est resté au même niveau⁵⁵. Ces résultats sont confirmés en utilisant un modèle estimé qui mesure la différence entre la hausse de l'écart cours acheteurs-cours vendeurs pour le groupe de traitement et la hausse de cet écart pour

⁵³ Par exemple, la déclaration et la publication du ratio de levier de Bâle III en fin de trimestre ainsi que les calculs des scores des banques conformément au cadre applicable aux banques d'importance systémique mondiale (G-SIB) en fin d'année sont fondés sur des photographies des bilans un jour donné. Cela incite à réduire les bilans aux alentours de ces dates. Cf. Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, « *Statement on leverage ratio window-dressing behaviour* », octobre 2018, et Behn (M.), Mangiante (G), Parisi (L.) et Wedow (M.), « *Behind the scenes of the beauty contest: window dressing and the G-SIB framework* », *Working Paper Series*, n° 2298, BCE, Francfort-sur-le-Main, juillet 2019.

⁵⁴ Cf., par exemple, Grill (M.), Jakovicka (J.), Lambert (C.), Nicoloso (P.), Steininger (L.) et Wedow (M.), « *Recent developments in euro area repo markets, regulatory reforms and their impact on repo market functioning* », *Financial Stability Review*, BCE, Francfort-sur-le-Main, novembre 2017.

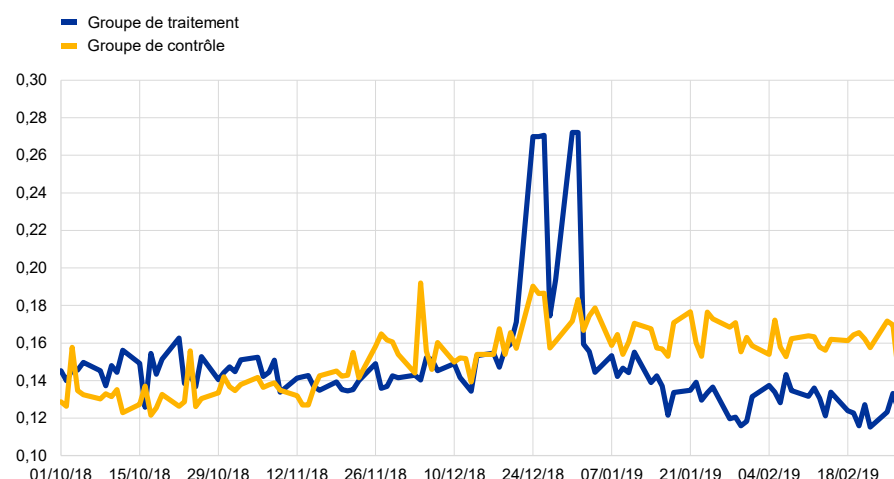
⁵⁵ Les groupes de traitement et de contrôle sont identifiés en utilisant les données relatives aux pensions à l'échelle des opérations pour les 50 plus grandes banques de la zone euro, qui proviennent de la base de données du dispositif de déclaration des statistiques du marché monétaire de la BCE (MMSR). Pour chaque trimestre, les 500 obligations les plus fréquemment utilisées comme garanties sur le marché du repo sont identifiées comme constituant le groupe de traitement. Pour cet ensemble d'obligations, le marché du repo peut être considéré comme un fournisseur important de liquidité de financement. Le groupe de contrôle recouvre les obligations utilisées si rarement à titre de garanties qu'elles ne bénéficient pas de la liquidité de financement apportée par le marché du repo. L'ensemble de données contient des opérations portant à la fois sur des garanties générales et sur des garanties spécifiques. Toutes les transactions dans lesquelles un numéro international d'identification des titres (ISIN) est déclaré pour la garantie – la grande majorité – sont prises en compte.

le groupe de contrôle ⁵⁶. Le tableau A montre les résultats de la régression pour les cinq trimestres considérés. La hausse de l'écart cours acheteurs-cours vendeurs est nettement plus élevée pour le groupe de traitement à chaque fin de trimestre et encore davantage en fin d'année ⁵⁷.

Graphique A

Écart cours acheteurs-cours vendeurs pour les groupes de traitement et de contrôle à fin 2018

(en points de pourcentage)



Sources : BCE (ensemble de données issues du dispositif de déclaration des statistiques du marché monétaire (*money market statistical reporting – MMSR*) et Thomson Reuters.

Notes : L'axe des ordonnées montre l'écart entre le cours vendeur et le cours acheteur. Il est calculé pour chaque titre puis une moyenne est calculée pour le groupe de traitement et le groupe de contrôle, respectivement.

⁵⁶ En se fondant sur les groupes de traitement et de contrôle définis ci-dessus, une technique d'estimation par différence de différences dépendant de l'appariement des coefficients de propension est employée. Même s'il existe des différences structurelles dans la liquidité des obligations dans les deux groupes, ces facteurs structurels sont constants au fil du temps et l'approche par différence de différences permet de prendre en compte les facteurs qui ne varient pas dans le temps. La procédure d'appariement garantit que les deux groupes d'obligations sont similaires avant les fins de trimestre et ainsi que les résultats ne reflètent pas des différences systématiques entre eux. En particulier, les obligations sont appariées en se fondant sur les principales caractéristiques qui déterminent la liquidité telles que la durée jusqu'à l'échéance, la durée modifiée, le rendement, la valeur de marché et l'écart de rendement de l'obligation par rapport à un emprunt public de référence. Le modèle par différence de différences inclut également des effets fixes de temps et des effets fixes par obligation.

⁵⁷ Ces résultats sont conformes à l'étude de Munyan (B.), « *Regulatory Arbitrage in Repo Markets* », *Office of Financial Research Working Paper Series*, n° 15-22, 2015, dans laquelle des effets similaires sur l'écart cours acheteurs-cours vendeurs sont mis en évidence pour les obligations des agences gouvernementales américaines.

Tableau A

Effets d'une diminution de la liquidité du marché repo sur l'écart cours acheteurs-cours vendeurs par trimestre

(en points de base)

	T4 2017	T1 2018	T2 2018	T3 2018	T4 2018
Variation relative de l'écart cours acheteurs-cours vendeurs	15,3***	16,2***	28,8***	-0,87	78,3***
R ² ajusté	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01

Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Le tableau présente le résultat d'une régression de type différence de différences sur les écarts cours acheteurs-cours vendeurs. Le coefficient estimé mesure la différence entre l'augmentation de l'écart cours acheteurs-cours vendeurs pour le groupe de traitement et l'augmentation de cet écart pour le groupe de contrôle.

*** indique une signification statistique au niveau de 1 %.

Le second exercice examine l'impact d'une diminution de la liquidité du marché du repo sur les opportunités d'arbitrage sur les marchés de swaps. La figure A présente les interactions entre les marchés lors d'une opération dans laquelle une stratégie d'arbitrage est suivie pour exploiter un écart de rendement négatif du *swap*⁵⁸. L'intervenant de marché achète tout d'abord une obligation sur le marché obligataire, financée à l'aide de la liquidité provenant du marché du repo⁵⁹, puis il conclut un accord de *swap* et paye un taux fixe. Si, par exemple, l'obligation a un rendement de 1 %, l'intervenant de marché peut conclure un accord de *swap* avec obligation de payer un taux fixe de 0,9 % et percevoir la différence de 0,1 point de pourcentage⁶⁰ (en conséquence de quoi l'écart de rendement négatif du *swap* devrait finalement disparaître). Ce schéma d'arbitrage est, toutefois, économiquement viable seulement si les intervenants de marché peuvent compter sur le bon fonctionnement des marchés de pensions et des marchés obligataires.

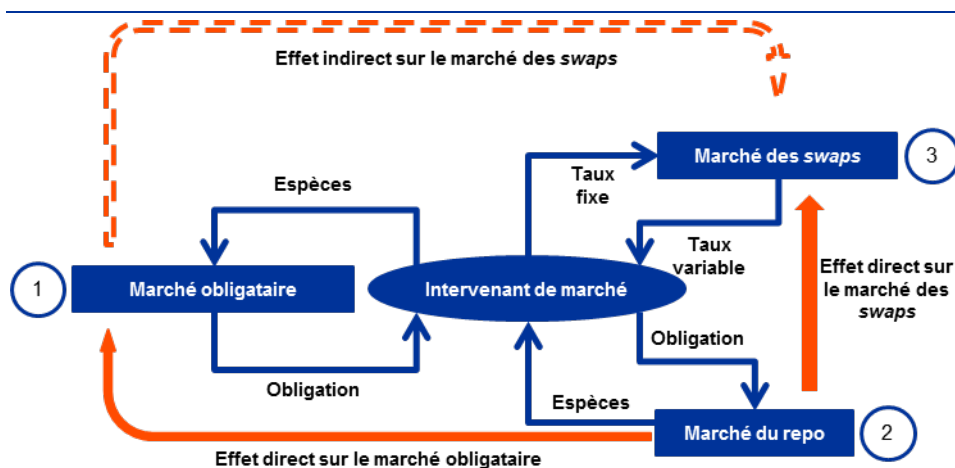
⁵⁸ L'écart de rendement du *swap* est défini comme étant la différence entre le taux fixe d'un *swap* de taux d'intérêt et le rendement de l'obligation sous-jacente.

⁵⁹ L'obligation peut être remise en garantie dans une opération de pension.

⁶⁰ Cela fait abstraction du risque de contrepartie, du risque de défaut, des coûts de couverture et des coûts de transactions.

Figure A

Schéma stylisé d'une opération d'arbitrage pour des écarts de rendement négatifs du swap⁶¹



Source : Services de la BCE.

Notes : Le diagramme présente un ensemble d'opérations d'arbitrage dans lesquelles un intervenant de marché achète tout d'abord une obligation sur le marché obligataire puis finance l'opération sur le marché du repo. L'intervenant de marché conclut ensuite un accord de swap, paye un taux fixe et reçoit un taux variable.

La théorie prévoit que des frictions sur les marchés de pensions entraîneront une diminution de l'écart de rendement du swap. Selon les travaux de recherche récents, une soudaine diminution de la liquidité sur le marché du repo en fin de trimestre réduit les opportunités d'arbitrage sur les marchés de swaps⁶².

Les négociateurs sur swaps peuvent être affectés directement et indirectement par le marché du repo. Ils peuvent être affectés directement lorsqu'ils ont recours au marché du repo pour financer une transaction obligataire et ils peuvent l'être indirectement quand la liquidité du marché obligataire évolue sous l'effet des variations de la liquidité sur le marché du repo. Ci-après, l'effet exercé sur le marché des swaps via le marché obligataire est désigné comme étant l'effet indirect, et les effets exercés par le marché du repo sur le marché obligataire correspondent à l'effet direct.

L'analyse empirique montre que les écarts de rendement des swaps diminuent sensiblement, même s'ils sont déjà négatifs, quand les marchés de pensions ainsi que les marchés obligataires deviennent moins liquides. Un modèle estimé montre que l'écart de rendement des swaps pour le groupe de traitement enregistre une baisse pouvant aller jusqu'à 13 points de base par rapport au groupe de contrôle par le biais de l'effet direct (cf. tableau B). Notamment, l'effet indirect est plus

⁶¹ Un diagramme plus détaillé peut être consulté dans Boyarchenko (N.), Gupta (P.), Steele (N.) et Yen (J.), « *Negative Swap Spreads* », *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, vol. 24, n° 2, octobre 2018.

⁶² Selon le modèle présenté dans Jermann (U.), « *Negative Swap Spreads and Limited Arbitrage* », *The Review of Financial Studies*, vol. 33, n° 1, 2020, intégrant les frictions pour la détention d'obligations et le financement par le biais d'accords de pension, une diminution de la liquidité sur les marchés des pensions en fin de trimestre réduit les opportunités d'arbitrage sur les marchés des swaps de taux d'intérêt et permet à l'écart de rendement des swaps de diminuer, et même de devenir négatif (cf. également les références indiquées dans cette étude). De même, Boyarchenko (N.) et al., op. cit., examinent en détail dans quelle mesure les écarts de rendement des swaps devraient baisser avant qu'une transaction obligation-swap visant à effectuer un arbitrage pour éviter les écarts de rendement négatifs du swap ne devienne rentable.

prononcé à certaines fins de trimestre. Cela montre qu'une diminution de la liquidité du marché du repo ou de celle du marché obligataire entraîne une moindre efficacité du marché des *swaps*.

Tableau B

Effets directs et indirects des déficits de liquidité sur le marché du repo sur l'écart de rendement des *swaps* par trimestre

(en points de base)

	T4 2017	T1 2018	T2 2018	T3 2018	T4 2018
Effet direct	-0,954**	-9,294***	1,864*	2,500***	-12,79***
Effet indirect	0,0690	-13,36**	-8,525**	-17,35***	-28,30***
R² ajusté	0,26	0,25	0,19	0,14	0,12

Source : Calculs des services de la BCE

Notes : Le tableau présente le résultat d'une régression de type différence de différences sur les écarts de rendement des *swaps*. L'effet direct mesure l'effet exercé par les déficits de liquidité sur le marché du repo sur l'écart de rendement des *swaps*, sans prendre en compte la réaction du marché obligataire. L'effet indirect mesure la réaction des écarts de rendement des *swaps* du groupe de traitement aux écarts cours vendeurs-cours acheteurs sur le marché obligataire lorsque la liquidité du marché du repo diminue. Les coefficients impliquent que les écarts de rendement des *swaps* diminuent particulièrement lorsqu'il est difficile d'obtenir l'obligation sur le marché obligataire et de la financer sur le marché du repo.

Contrôles : la durée jusqu'à l'échéance, la duration modifiées, la valeur de marché et l'écart de rendement de l'obligation par rapport à un emprunt public de référence. La régression inclut également des effets fixes de temps et des effets fixes par obligation.

*, ** et *** indiquent une signification statistique au niveau de 10 %, 5 % et 1 %, respectivement.

Globalement, l'analyse présente des éléments probants sur les liens entre les marchés de repo et les marchés obligataires et de *swaps*. Elle met en évidence la possibilité que les perturbations du marché du repo se répercutent à d'autres marchés en accroissant la volatilité des écarts cours acheteurs-cours vendeurs sur les marchés obligataires et en limitant les opportunités d'arbitrage sur les marchés de *swaps*. Du point de vue de la stabilité financière, garantir la résilience et la soutenabilité des marchés de pensions afin de limiter le risque de perturbations soudaines et l'amplification des tensions sur les principaux marchés tels que le marché obligataire et le marché des *swaps* constitue par conséquent un objectif pertinent pour les décideurs. La possibilité que les perturbations sur le marché du repo se répercutent à d'autres marchés revêt également une grande importance du point de vue de la politique monétaire, la volatilité des taux d'intérêt pouvant compromettre le mécanisme de transmission. Enfin, les résultats renforcent la nécessité de mettre en œuvre les recommandations récentes du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, qui visent à réduire les incitations à pratiquer l'habillage de bilan en utilisant des moyennes trimestrielles pour déclarer et publier le ratio de levier ⁶³.

⁶³ Cf. « *Revisions to leverage ratio disclosure requirements* », Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, juin 2019.

Les enquêtes de conjoncture, indicateurs de l'investissement réel des entreprises de la zone euro

Eduardo Maqui

Les indicateurs tirés d'enquêtes relatives aux investissements peuvent être utiles pour évaluer les évolutions des investissements des entreprises dans la zone euro. L'enquête relative à la situation économique future (*Global Business Outlook Survey*) réalisée trois fois par an par IHS Markit collecte les données en février, juin et octobre : elle fournit donc des informations plus rapidement que les autres enquêtes disponibles sur les investissements. IHS Markit envoie des questionnaires à un panel représentatif d'entreprises des secteurs manufacturiers et des services, soigneusement sélectionnées pour refléter la structure économique de chaque pays s'agissant de la contribution sectorielle au PIB, de la répartition régionale et de la taille des entreprises. En outre, l'utilisation d'une méthodologie harmonisée permet de comparer directement les anticipations des entreprises dans les différents pays de la zone euro, ce qui est particulièrement utile pour suivre les évolutions en cours des investissements et des évaluations stratégiques des entreprises.

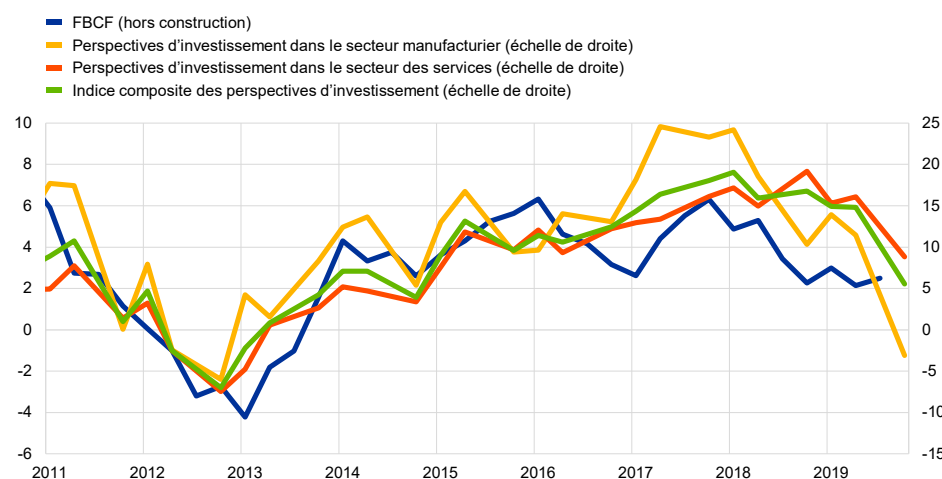
Les perspectives d'investissement dans le secteur manufacturier se sont détériorées depuis mi-2018, ce qui indique une atonie des investissements des entreprises, dans un contexte d'incertitude mondiale accrue et de problèmes spécifiques aux différents secteurs (cf. graphique A). Les indicateurs ont montré des divergences entre les perspectives d'investissement des entreprises dans les différents secteurs au cours des dernières années, la forte tendance à la baisse observée dans le secteur manufacturier s'accompagnant d'une baisse différée et plus limitée des perspectives d'investissement dans le secteur des services. Le dernier rapport et la dernière enquête sur l'investissement de la Banque européenne d'investissement (BEI) font état d'une incidence défavorable de l'incertitude croissante liée aux événements géopolitiques, comme le Brexit et la nouvelle intensification des tensions sur les échanges commerciaux ⁶⁴. Le rapport indique en outre que l'environnement politique et réglementaire semble également peser sur les perspectives d'investissement. De plus, l'investissement des entreprises devrait être modéré en raison de l'incertitude persistante entourant les problèmes spécifiques à chaque secteur, y compris ceux de l'industrie automobile.

⁶⁴ Cf. le Rapport sur l'investissement 2019/2020 de la BEI (*EIB Investment Report 2019/2020: accelerating Europe's transformation*) et l'enquête 2019 de la BEI sur l'investissement (*2019 EIB Investment Survey*).

Graphique A

Perspectives d'investissement dans la zone euro par secteur et investissement réel des entreprises

(échelle de gauche : taux de croissance en glissement annuel ; échelle de droite : solde net)



Sources : IHS Markit, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La FBCF (hors construction) est une agrégation des quatre principaux pays de la zone euro (Allemagne, Espagne, France et Italie). Sur longue période, ces pays représentent, en moyenne, quelque 75 % de l'investissement total des entreprises de la zone euro à 19 pays. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2019 pour la FBCF (hors construction) et à octobre 2019 pour les séries relatives aux perspectives d'investissement des entreprises. Le solde net de l'indicateur relatif aux perspectives d'investissement des entreprises est calculé en déduisant la part des entreprises interrogées qui anticipent une détérioration au cours des douze prochains mois de la part de celles qui anticipent une amélioration. Le solde net est compris entre -100 et 100. Les valeurs supérieures à zéro indiquent par conséquent des perspectives positives pour les entreprises concernant leurs investissements au cours des douze mois à venir, tandis que les valeurs inférieures à zéro peuvent être interprétées comme une détérioration, et une valeur égale à zéro comme une perspective neutre.

Les anticipations des entreprises disponibles à partir d'octobre 2019 font état d'une nouvelle détérioration à court terme des perspectives d'investissement dans le secteur manufacturier de la zone euro. L'indice composite (quoique positif) a nettement diminué en octobre, sous l'effet d'anticipations d'une contraction de l'investissement dans le secteur manufacturier (négatives pour la première fois depuis 2012), parallèlement à une baisse non négligeable des anticipations d'investissement dans le secteur des services. Cela est conforme aux données les plus récentes tirées de l'enquête semestrielle relative aux investissements industriels menée par la Commission européenne (CE), dans laquelle les anticipations de croissance annuelle de l'investissement dans le secteur manufacturier en 2019 ont été sensiblement révisées à la baisse dans la zone euro, revenant de 4 % dans l'enquête d'avril 2019 à -2 % en novembre 2019⁶⁵. Selon les résultats de l'enquête, l'investissement devrait être modéré dans la plupart des secteurs industriels, les grandes entreprises industrielles ayant intégré la révision à la baisse des plans d'investissement en 2019. De plus, selon l'enquête 2019 de la BEI sur l'investissement, le nombre d'entreprises manufacturières prévoyant de réduire leurs investissements en 2019 s'est accru pour la première fois en quatre ans⁶⁶.

Les résultats d'enquêtes par pays et par secteur indiquent que le secteur manufacturier allemand joue un rôle déterminant dans la baisse des

⁶⁵ Cf. les enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (*EC business and consumer surveys*).

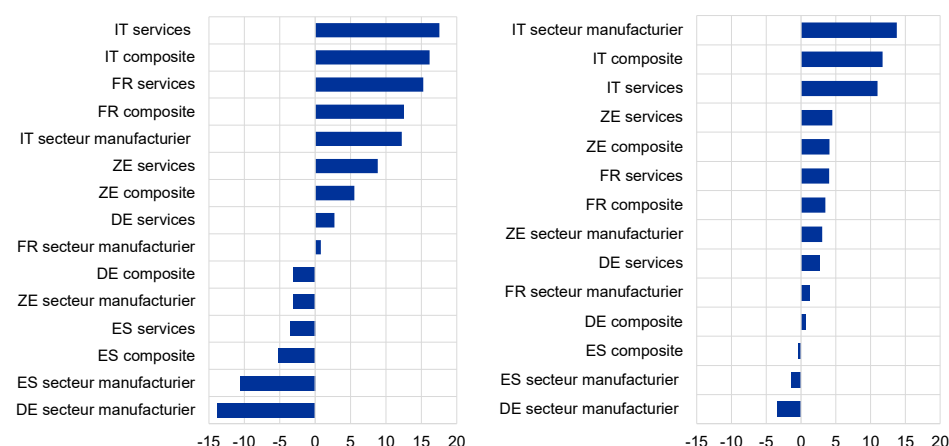
⁶⁶ Cf. le Rapport sur l'investissement 2019/2020 de la BEI (*EIB Investment Report 2019/2020: accelerating Europe's transformation*).

perspectives de dépenses en capital. Les derniers résultats d'enquêtes sur les perspectives d'activité d'octobre 2019 suggèrent des différences entre pays et secteurs, les perspectives d'investissement demeurant positives en France et en Italie, tandis qu'elles semblent se détériorer nettement en Allemagne et en Espagne. Dans l'ensemble, l'investissement des entreprises dans la zone euro devrait rester soutenu par le secteur des services, ce qui amortit légèrement le recul de l'investissement dans le secteur manufacturier (cf. graphique B, partie gauche). Les perspectives d'investissement en recherche et développement sont également hétérogènes (cf. graphique B, partie droite). Toutefois, les indicateurs tirés d'enquêtes ont généralement diminué lors des récentes campagnes d'enquêtes, tant par pays que par secteur, les derniers résultats composant un tableau assez atone dans l'ensemble. En ce qui concerne l'avenir, l'enquête de la Commission européenne sur les investissements industriels fait ressortir des perspectives d'investissement légèrement meilleures pour la zone euro en 2020 par rapport à 2019 : elles redeviennent positives, mais à un rythme lent cependant.

Graphique B

Perspectives de dépenses en capital des entreprises et investissements en recherche et développement par pays et par secteur

(partie gauche : perspectives de dépenses en capital des entreprises ; partie droite : investissements en recherche et développement ; solde net)



Sources : IHS Markit et calculs de la BCE.

Notes : Les données relatives au secteur des services ne sont pas disponibles pour l'Espagne. La dernière observation se rapporte à octobre 2019.

Articles

1 Patrimoine et consommation des ménages dans la zone euro

Gabe de Bondt, Arne Gieseck et Mika Tujala

1 Introduction

Le patrimoine des ménages est la différence entre la valeur de leurs actifs et celle de leurs passifs et constitue l'un des principaux déterminants de la consommation privée. L'augmentation du patrimoine peut affecter la consommation privée à court terme, dans la mesure où les ménages peuvent se sentir plus riches et où leur confiance s'accroît. En outre, le niveau de richesse des ménages est un facteur important à l'origine des choix de consommation et de la croissance à long terme. Avec les revenus futurs attendus du travail, il détermine le niveau des ressources dont les ménages disposent tout au long de leur vie. La consommation privée étant de loin le principal contributeur à l'activité économique totale, le patrimoine des ménages peut exercer une forte incidence sur l'état de l'économie et, *in fine*, sur les perspectives d'inflation. À son tour, la politique monétaire peut influencer sur les évolutions du patrimoine, non seulement par son effet sur les prix des actifs, mais aussi via des canaux de transmission. Il est donc important de tenir compte des niveaux et des variations de la richesse pour déterminer l'orientation appropriée de la politique monétaire.

En raison de son importance potentielle, le patrimoine des ménages a fait l'objet de nombreux travaux théoriques et empiriques relatifs à ses effets sur la consommation privée. Il existe sur les effets de richesse aux États-Unis et dans d'autres pays une abondante littérature, qui a produit une large gamme d'estimations de l'élasticité de la consommation privée par rapport à la richesse⁶⁷. Le présent article s'intéresse aux effets exercés par la richesse des ménages sur l'économie de la zone euro et de ses quatre principaux pays. Il utilise principalement les données des comptes sectoriels, qui fournissent une vue d'ensemble détaillée et un enregistrement cohérent des transactions financières et non financières ainsi que relatives au bilan au niveau des secteurs institutionnels dans la zone euro et dans ses pays membres.

L'article met l'accent sur les effets de richesse au niveau agrégé du secteur des ménages plutôt que sur les effets de richesse au niveau des ménages. Outre les canaux macroéconomiques évoqués précédemment, qui tiennent compte de l'incidence sur la consommation des variations du patrimoine de l'ensemble du secteur des ménages, la richesse peut également exercer des effets macroéconomiques via des modifications de la répartition au niveau

⁶⁷ Pour une vue d'ensemble de la littérature relative aux États-Unis, cf. Cooper (D.) et Dynan (K.), « *Wealth effects and macroeconomic dynamics* », *Journal of Economic Surveys*, vol. 30(1), 2016, p. 34-55.

microéconomique et au niveau des ménages individuels. Par exemple, si l'augmentation de la richesse profite essentiellement aux ménages aisés, elle accroîtra les inégalités et son incidence macroéconomique sera aussi probablement plus limitée : les ménages aisés ayant généralement une plus faible propension marginale à consommer, ils pourraient ne pas accroître significativement leurs dépenses.

La section 2 décrit les évolutions du patrimoine des ménages depuis 1999 en s'appuyant sur les comptes sectoriels et évoque brièvement la répartition de la richesse entre les ménages en 2014 d'après la dernière enquête disponible de l'Eurosystème sur les finances et la consommation des ménages. La section 3 fournit des estimations des effets de richesse et du rôle qu'ils ont joué ces dernières années. La section 4 conclut par un examen des implications pour la politique monétaire.

2 Évolutions du patrimoine des ménages

Les comptes sectoriels fournissent un cadre complet pour l'analyse des évolutions du patrimoine des ménages. Les comptes financiers contiennent des informations détaillées sur les positions financières, les transactions financières et les autres flux de l'économie, par secteur institutionnel et par instrument financier. Les comptes non financiers comportent, notamment, des données relatives aux revenus, à la consommation, à l'épargne, à l'investissement et aux portefeuilles d'actifs non financiers ⁶⁸.

Les ménages détiennent un patrimoine financier et un patrimoine non financier. Le patrimoine non financier est constitué principalement des logements et des terrains bâtis détenus par les ménages, mais aussi des actifs détenus par des entreprises familiales non constituées en sociétés ⁶⁹. Les actifs non financiers peuvent fournir des ressources supplémentaires importantes, que ce soit grâce à leur vente, leur refinancement ou aux revenus qui en sont tirés, via par exemple la location d'un bien immobilier résidentiel. Les logements occupés par leur propriétaire ont également, en principe, un effet sur la consommation dans la mesure où le propriétaire n'a pas à payer de loyer et dispose ainsi de davantage de ressources pour d'autres dépenses de consommation. Les comptes nationaux en tiennent compte en considérant le loyer comme une consommation de services et en imputant des flux de consommation et de revenus de même montant aux propriétaires-occupants. Il est important de noter que les propriétaires tirent profit des hausses des prix des logements, tandis que les locataires actuels et futurs en sont pénalisés. Toutefois, la situation des locataires et celle des propriétaires s'équilibrent mutuellement, ce qui signifie que, en moyenne, les

⁶⁸ Pour une vue d'ensemble de la disponibilité des données, cf. le règlement (UE) n° 549/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne (JO L 174, 26.06.2013) et l'orientation de la Banque centrale européenne du 25 juillet 2013 relative aux obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne en matière de comptes financiers trimestriels (refonte) (BCE/2013/24) (JO L 2, 07.01.2014). Cf. également « [Système européen des comptes – SEC 2010](#) », Eurostat, Commission européenne, 2013.

⁶⁹ Pour améliorer la comparabilité entre pays, le patrimoine non financier ne comprend dans cette section que l'immobilier résidentiel, les données correspondant aux autres composantes du patrimoine non financier n'étant pas disponibles pour tous les pays. Cela signifie que les actifs détenus par des entreprises non constituées en société ne sont pas inclus.

habitants d'un pays sont propriétaires des logements qu'ils occupent, de telle sorte qu'il n'existe pas d'effet de richesse immobilière à l'échelle de l'économie de ce point de vue ⁷⁰. Le patrimoine financier est constitué d'actifs financiers, tels que les dépôts, les obligations, les actions et les parts de fonds d'investissement. Ils représentent une source importante de flux de trésorerie, que ce soit par la vente de ces actifs ou par les revenus de leur placement (intérêts et dividendes). Toutefois, les droits à pension ne sont intégrés au patrimoine financier des ménages dans les comptes sectoriels que s'ils concernent des régimes (par capitalisation) privés ou du service public liés à l'emploi. Les retraites de la sécurité sociale, qui sont principalement constituées des retraites liées à des systèmes par répartition et représentent l'essentiel de l'encours total estimé des droits à pension dans la quasi-totalité des pays de la zone euro, ne figurent pas dans le patrimoine des ménages ⁷¹.

La richesse des ménages est généralement représentée par le concept de « patrimoine net des ménages » des comptes sectoriels, qui correspond à la valeur du total des actifs des ménages moins la valeur de l'encours total de leurs engagements. Les variations du stock de richesse sur une période résultent de trois composantes : les acquisitions nettes d'actifs, les effets de valorisation et les autres variations en volume. Les acquisitions nettes d'actifs non financiers reflètent principalement les achats nets moins la dépréciation des logements et correspondent à l'investissement immobilier résidentiel net ; les acquisitions nettes d'actifs financiers correspondent aux investissements nets dans ces actifs. Les effets de valorisation sont essentiellement représentés par les évolutions des prix des logements (pour les actifs non financiers) et des prix des actions ⁷².

Le patrimoine net des ménages de la zone euro représente environ sept fois le revenu disponible annuel, ce qui souligne l'importance du patrimoine pour les ressources économiques des ménages. Le graphique 1 montre que le patrimoine net des ménages a fortement augmenté, passant de quelque 550 % du revenu disponible en 2002 à 700 % environ en 2007, après être resté globalement stable en 2000-2001, lorsque l'éclatement de la bulle internet et les attentats de septembre 2001 ont freiné considérablement la croissance du patrimoine financier. L'augmentation du patrimoine net entre 2002 et 2007 reflète principalement la forte dynamique du marché de l'immobilier résidentiel et les hausses des prix du logement observées dans plusieurs pays au cours de cette période, ce qui a entraîné une augmentation sensible du patrimoine immobilier financée en partie par une augmentation de la dette ⁷³. Par la suite, avec le déclenchement de la crise financière mondiale et l'accroissement des inquiétudes relatives à la soutenabilité des niveaux de prix des actifs et à l'endettement du secteur privé, le patrimoine net des ménages a

⁷⁰ C'est le cas si le rôle des non-résidents en tant que propriétaires et bailleurs de logements dans le pays est limité.

⁷¹ Cf. « [Droits à pension acquis à une date donnée dans le cadre de l'assurance sociale](#) », publiés par Eurostat. Cf. également l'encadré 2 de l'article intitulé « [Dépenses sociales, une comparaison entre les pays de la zone euro](#) » *Bulletin économique*, numéro 5, BCE, 2019.

⁷² Les autres variations en volume sont liées à : (a) l'apparition et la disparition normales d'actifs et de passifs autrement que par des transactions ; (b) les variations des actifs et des passifs dues à des événements exceptionnels qui ne sont pas de nature économique ; et (c) les modifications de nomenclature et de structure statistiques. En ce qui concerne les effets de valorisation, les variations des prix d'actifs autres que les prix des logements et des actions peuvent également jouer un rôle.

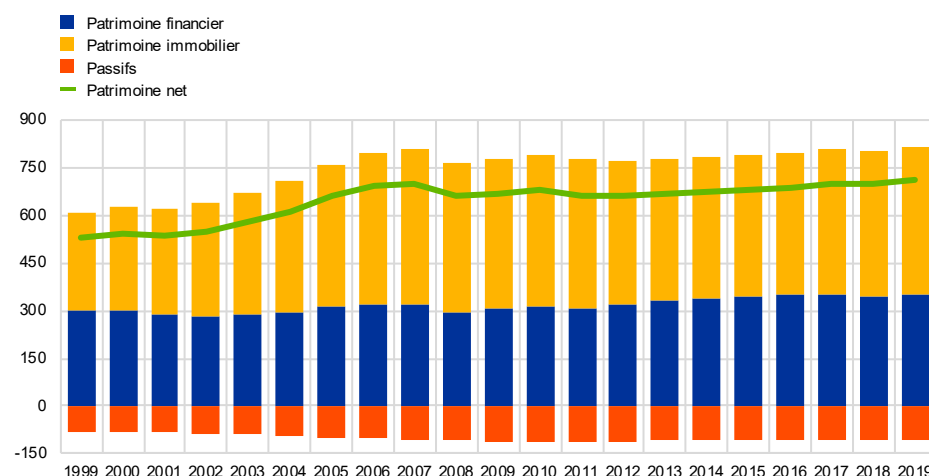
⁷³ Cf. Hofmeister (Z.) et van der Helm (R.), « [Estimating non-financial assets by institutional sector for the euro area](#) », *Statistics Paper Series*, n° 23, BCE, mai 2017.

diminué de façon significative en pourcentage du revenu disponible, reflétant le recul du patrimoine financier et du patrimoine immobilier. La diminution du patrimoine net des ménages a été de 1 700 milliards d'euros entre mi-2008 et début 2009. Après le raffermissement de l'économie et un redressement des prix des actifs, le patrimoine net a légèrement augmenté en 2009-2010, avant de se modérer de nouveau dans le contexte de la crise de la dette souveraine en Europe, au cours de laquelle il s'est contracté de quelque 500 millions d'euros entre mi-2011 et début 2013. Depuis 2013, le patrimoine net des ménages a régulièrement augmenté, pour s'établir à 710 % du revenu disponible mi-2019. La croissance du patrimoine net a été soutenue par un nouvel assouplissement de la politique monétaire, qui s'est traduit par un assouplissement des conditions de financement. Cette évolution, conjuguée au renforcement de l'économie mondiale, a entraîné une amélioration de l'économie de la zone euro, une hausse des prix des actifs et une augmentation du patrimoine immobilier et du patrimoine financier.

Graphique 1

Patrimoine net des ménages, actifs par composante et passifs dans la zone euro

(en pourcentage du revenu disponible brut nominal)



Sources : Eurostat, BCE, estimations de la BCE et calculs de la BCE.

Notes : Le patrimoine net des ménages est défini comme la somme de leur patrimoine immobilier et de leur richesse financière nette de leurs engagements. Le patrimoine immobilier des ménages comprend des logements et des terrains bâtis. Les passifs sont définis comme le total des passifs nets des actions émises et sont principalement constitués des prêts reçus des banques. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2019.

Les variations du patrimoine net des ménages de la zone euro sont principalement liées aux plus-values et moins-values sur les actifs immobiliers.

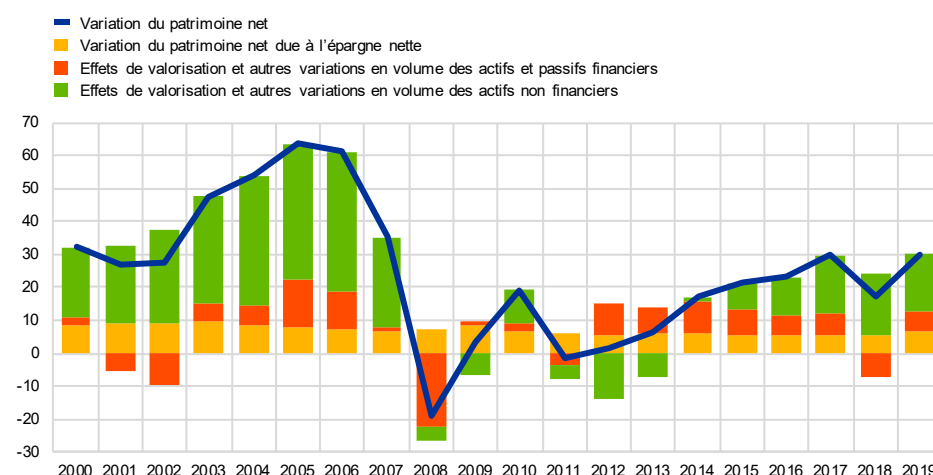
Le graphique 2 montre que leur incidence sur la croissance du patrimoine net a été particulièrement forte durant les phases d'expansion du marché de l'immobilier résidentiel observées dans plusieurs pays de 2002 à 2007 et de 2017 à mi-2019. Les plus-values et moins-values sur les portefeuilles d'actifs financiers ont, parfois, également affecté fortement la croissance du patrimoine net. C'était particulièrement le cas en 2001 et 2002 lorsque la bulle internet a éclaté, en septembre 2001 après les attentats, et en 2008 après le déclenchement de la crise financière mondiale. En revanche, la contribution de l'épargne nette à la croissance du patrimoine net est restée relativement stable de 2000 à mi-2019. Le graphique 3 montre que les plus-values et moins-values sur les actifs immobiliers et financiers des ménages ont

suivi très étroitement les variations des prix de l'immobilier résidentiel et des actions, avec des corrélations respectives de 0,96 et 0,92. En outre, la volatilité des prix de l'immobilier résidentiel est inférieure à celle des cours boursiers et le cycle des prix du logement peut s'écarter sensiblement du cycle des prix des actions.

Graphique 2

Variations du patrimoine net des ménages dans la zone euro

(flux annuels ; en pourcentage du revenu disponible brut nominal)



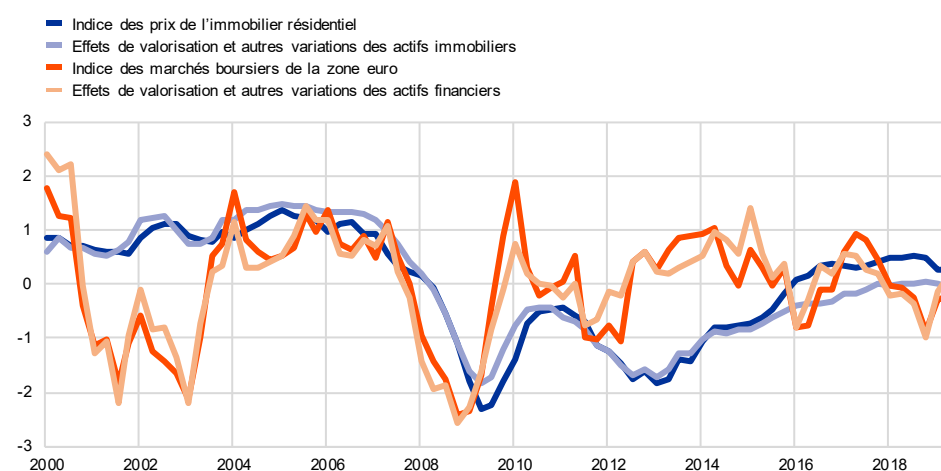
Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Notes : La variation du patrimoine net due à l'épargne nette comprend l'épargne nette, les transferts nets en capital reçus et l'écart entre les comptes non financiers et les comptes financiers. Les effets de valorisation et autres variations en volume des avoirs et des engagements financiers sont constitués principalement des plus-values et moins-values sur actions et autres participations. Les effets de valorisation et autres variations en volume des actifs non financiers comprennent principalement les plus-values et moins-values sur l'immobilier (y compris les terrains). Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2019.

Graphique 3

Effets de valorisation des portefeuilles d'actifs non financiers et financiers des ménages et variations des prix d'actifs dans la zone euro

(variations annuelles centrées-réduites en pourcentage ;)



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

Notes : Les variations annuelles centrées-réduites en pourcentage ont été calculées en divisant l'écart des variations annuelles en pourcentage par rapport à leur moyenne par leur écart type. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2019.

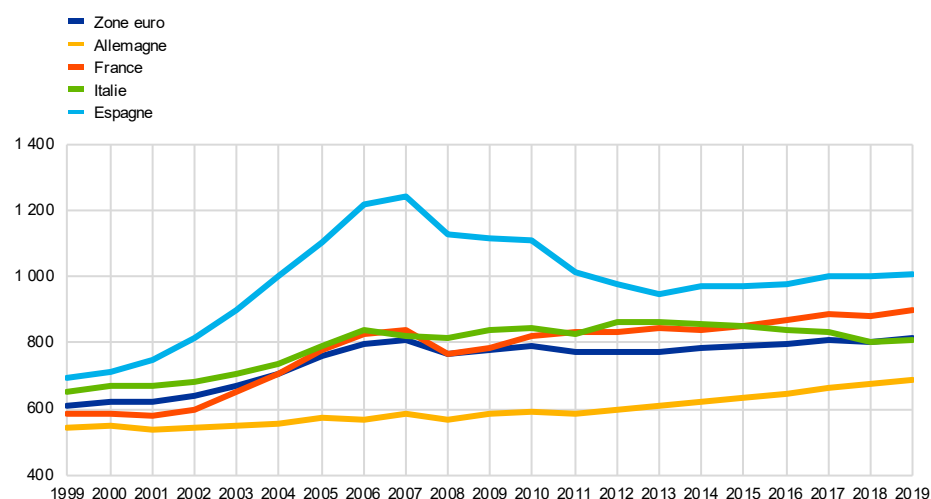
Les évolutions du patrimoine agrégé des ménages de la zone euro masquent l'hétérogénéité marquée entre les pays en termes de niveaux et de dynamique.

Le graphique 4 montre que, en Espagne, le niveau du total des actifs des ménages en pourcentage du revenu disponible est sensiblement supérieur à celui des autres grandes économies de la zone euro depuis l'introduction de l'euro. Le total des actifs des ménages a également augmenté à un rythme nettement plus rapide en Espagne que dans les autres pays de 2000 à 2007, soutenu par le marché immobilier et l'essor du crédit, avant de décélérer fortement entre 2008 et 2013 après la récession qui a suivi et le nécessaire désendettement des secteurs privés bancaire et non financier. Dans le même temps, la baisse du ratio actifs/revenus en Espagne sur cette période a été freinée par un recul marqué du revenu disponible. En Allemagne, le total des actifs des ménages est demeuré nettement inférieur, en pourcentage du revenu, à celui des autres grands pays membres. Toutefois, ces dernières années, ces actifs ont augmenté à un rythme beaucoup plus rapide que dans les autres pays, bénéficiant de la dynamique robuste du marché de l'immobilier résidentiel ⁷⁴.

Graphique 4

Total des actifs des ménages dans les principaux pays de la zone euro

(en pourcentage du revenu disponible brut nominal)



Sources : Eurostat, Banque d'Espagne, estimations de la BCE et calculs de la BCE.

Notes : Le total des actifs des ménages est défini comme la somme de leur patrimoine immobilier et de leur richesse financière. Le patrimoine immobilier est constitué des logements et des terrains sur lesquels ils sont construits. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2019.

La composition du patrimoine des ménages varie sensiblement selon les pays.

Le graphique 5 montre que la part du patrimoine immobilier dans le total des actifs des ménages de la zone euro est passée de quelque 50 % en 1999 à 62 % environ en 2008, soutenue par la forte dynamique du marché de l'immobilier résidentiel et par des hausses des prix des logements dans un certain nombre de pays. Ensuite, cette part a diminué jusqu'en 2016, avant d'augmenter à nouveau légèrement et de se stabiliser à un niveau proche de la moyenne d'avant la crise. Durant cette période, la part du patrimoine immobilier dans le total des actifs était beaucoup plus élevée en Espagne que dans les autres grands pays de la zone euro, tandis qu'en Allemagne, elle a été la plupart du temps nettement inférieure. Les différences observées entre pays en matière de part du patrimoine immobilier dans le total des actifs reflètent un

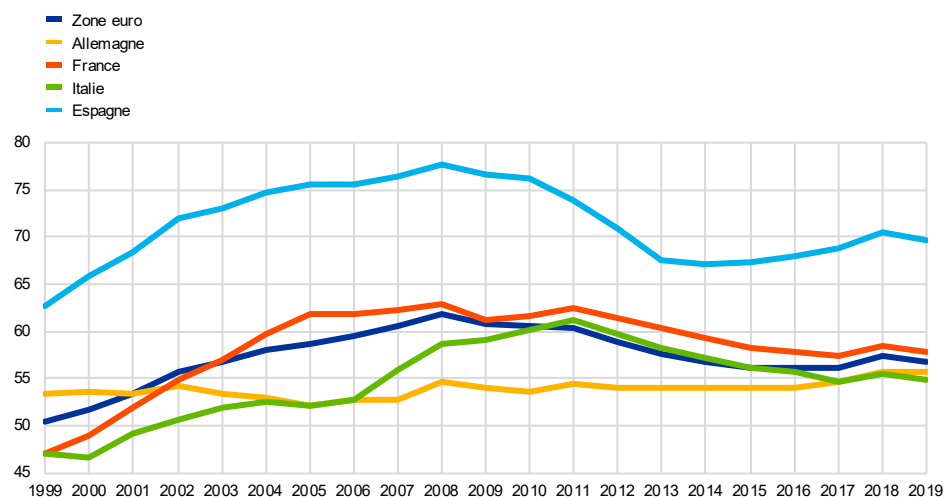
⁷⁴ Un tableau globalement similaire se dessine lorsqu'on compare le patrimoine net des ménages dans les principaux pays de la zone euro.

certain nombre de facteurs. Il s'agit notamment des différences affectant les ratios de propriété des logements, les attitudes à l'égard du risque et du crédit, le rôle des pouvoirs publics et des non-résidents en tant que propriétaires et bailleurs de logements, la composition des actifs financiers et la dynamique des prix des logements et des actions. En particulier, le taux d'accession à la propriété est relativement faible en Allemagne⁷⁵. Conjugués aux différences de performance économique et de croissance des revenus et aux éventuels problèmes de mesure, ces facteurs expliquent aussi en grande partie les différences de niveau et de dynamique du patrimoine immobilier des ménages entre les pays.

Graphique 5

Part du patrimoine immobilier dans le total des actifs des ménages dans les principaux pays de la zone euro

(encours ; pourcentages)



Sources : Eurostat, Banque d'Espagne, estimations de la BCE et calculs de la BCE.

Notes : Le total des actifs des ménages est défini comme la somme de leur patrimoine immobilier et de leur richesse financière. Le patrimoine immobilier est constitué des logements et des terrains sur lesquels ils sont construits. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2019.

Le patrimoine financier des ménages de la zone euro comprend essentiellement les actifs liquides et les actifs au titre des pensions et de l'assurance-vie. Mi-2019, le patrimoine financier des ménages représentait 43 % du total de leurs actifs agrégé au niveau de la zone euro. Toutefois, comme le montre indirectement le graphique 5 ci-dessus, cette part était généralement, depuis 1999, nettement plus élevée en Allemagne que dans la zone euro et beaucoup plus faible en Espagne. Au niveau agrégé de la zone euro, depuis 1999, les actifs financiers des ménages se composent essentiellement de numéraire et de dépôts, ainsi que de produits de retraite et d'assurance-vie. La part de chacun de ces deux types d'actifs dans le total des portefeuilles d'actifs financiers des ménages était proche de 34 % mi-2019, ce qui reste nettement supérieur aux niveaux observés avant l'éclatement de

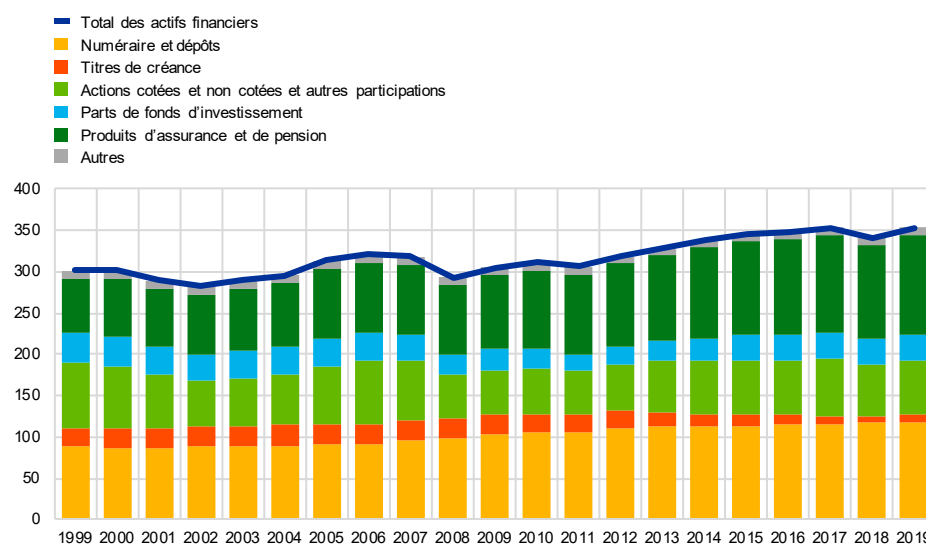
⁷⁵ Pour les différences d'accession à la propriété entre pays européens, cf. les résultats de la deuxième vague de l'enquête sur les finances et la consommation des ménages, « *The Household Finance and Consumption Survey: results from the second wave* », *Statistics Paper Series*, n° 18, BCE, décembre 2016.

la crise financière mondiale ⁷⁶. Le numéraire et les dépôts sont plus liquides et moins risqués que la plupart des autres instruments financiers, tandis que les produits de retraite et d'assurance-vie sont souvent de l'épargne contractuelle. Les actions cotées et non cotées et les autres participations, les parts de fonds d'investissement et les titres de créance représentaient, respectivement, 19 %, 9 % et 2 % du total des portefeuilles d'actifs financiers des ménages mi-2019 ⁷⁷. Les parts de ces instruments plus risqués dans le total des actifs financiers des ménages sont encore inférieures à leurs niveaux d'avant la crise, mais se redressent progressivement (à l'exception des titres de créance) par rapport à leurs points bas de fin 2011, dans le contexte d'une hausse significative des cours des actions et des obligations observée ces dernières années. L'encadré 1 analyse les évolutions des portefeuilles de titres des ménages dans la zone euro et dans les quatre principales économies de la zone, par secteur émetteur ⁷⁸.

Graphique 6

Portefeuilles d'actifs financiers des ménages de la zone euro par instrument

(encours ; en pourcentage du revenu disponible brut nominal)



Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Notes : « Autres » recouvre les prêts accordés par les ménages à tous les secteurs institutionnels et les autres comptes à recevoir. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2019.

⁷⁶ Cf. « Évolutions économiques et financières dans la zone euro par secteur institutionnel : deuxième trimestre 2019 », BCE, octobre 2019.

⁷⁷ Près de 80 % des actions et autres participations détenues directement par les ménages sont constituées d'actions et autres participations non cotées.

⁷⁸ Les données relatives aux détentions directes de titres de créance et d'actions cotées par les ménages de la zone euro, et à leurs détentions indirectes par le biais des fonds d'investissement et des sociétés d'assurance et des fonds de pension, ventilées par secteur émetteur, sont disponibles sur le [site Internet de la BCE](#). Cf. également l'article intitulé « [Le rôle des institutions financières non monétaires de la zone euro dans l'intermédiation financière](#) », *Bulletin économique*, numéro 4, BCE, juin 2016.

Encadré 1

Portefeuilles de titres détenus par les ménages dans la zone euro et dans les quatre principaux pays de la zone

Janina Engel et Pierre Sola

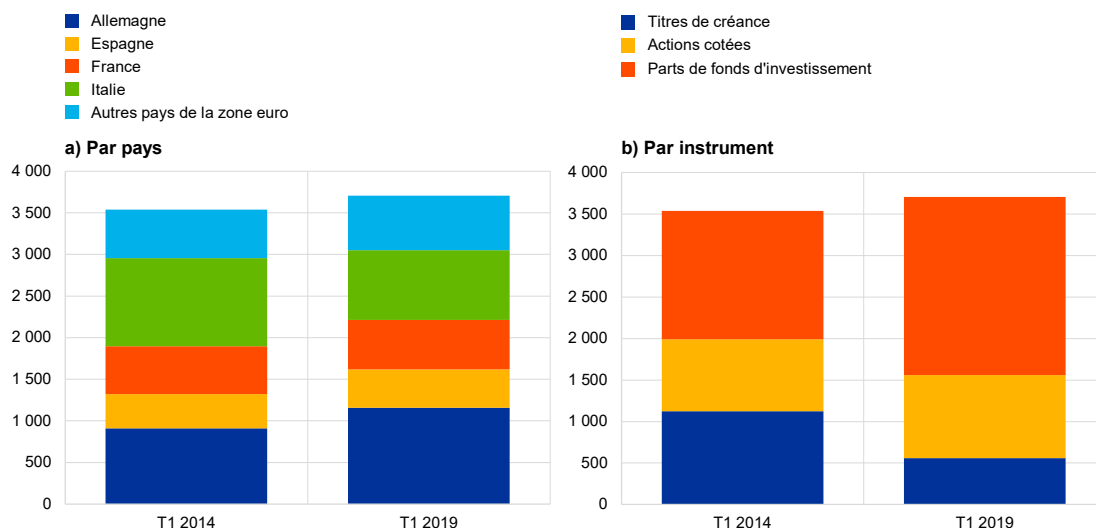
L'Eurosystème collecte et établit des statistiques détaillées concernant les actifs les plus négociables détenus par les ménages (ainsi que par d'autres secteurs institutionnels), à savoir les titres de créance, les actions cotées et les parts de fonds d'investissement ⁷⁹.

Au cours des cinq années allant du premier trimestre 2014 au premier trimestre 2019, le total des portefeuilles de titres de ce type détenus par les ménages a légèrement augmenté à l'échelle de la zone euro, passant de 3 539 milliards d'euros à 3 707 milliards. Cette hausse résulte essentiellement des portefeuilles détenus par les ménages allemands, qui ont augmenté de 246 milliards d'euros. Dans le même temps, les portefeuilles des ménages italiens ont diminué de 223 milliards d'euros, tandis que les évolutions dans d'autres pays de la zone euro ont été plus limitées.

Graphique A

Portefeuilles de titres détenus par les ménages dans la zone euro par pays et par instrument

(encours, milliards d'euros)



Sources : BCE et banques centrales nationales.

Pour l'ensemble des instruments et la plupart des pays, la majorité des titres détenus ont été émis par les résidents du même pays, ce qui peut être considéré comme une preuve de « biais domestique » (cf. tableau A). S'agissant des actions cotées, dans les principaux pays de la zone euro, c'est en France et en Espagne que ce biais tend à être le plus fort, alors qu'il est moins prononcé en Italie.

⁷⁹ Des données « de qui à qui » sont publiées tous les trimestres dans les comptes financiers de la zone euro, indiquant les secteurs émetteurs de titres détenus par chaque secteur investisseur de la zone euro, y compris les ménages. Les comptes financiers nationaux apportent un éclairage supplémentaire sur les secteurs émetteurs dans chaque pays, notamment sur la mesure dans laquelle les investisseurs présentent un « biais domestique », c'est-à-dire privilégient les placements en titres émis par les résidents de leur propre pays. En outre, les statistiques sur les détentions de titres, qui sont également disponibles tous les trimestres, fournissent des informations supplémentaires sur le pays et le secteur des émetteurs de titres, y compris les entités hors zone euro. Ces données sont disponibles depuis début 2014 et peuvent être consultées sur le site internet de la BCE, dans les rubriques de l'entrepôt de données statistiques (*Statistical Data Warehouse*) consacrées, respectivement, aux comptes sectoriels (*Sector Accounts*) et aux statistiques sur les détentions de titres (*Securities Holdings Statistics*).

En ce qui concerne les titres de créance, il existe une préférence marquée pour les titres de créance nationaux en Italie, 75 % des portefeuilles étant constitués de titres émis par les résidents italiens (en baisse après 83 % au premier trimestre 2014). Dans les autres grands pays de la zone euro, la proportion de titres nationaux est également élevée, mais dans une moindre mesure cependant.

Tableau A

Proportion d'encours de titres détenus par les ménages et émis par les résidents du même pays au premier trimestre 2019

	Allemagne	France	Italie	Espagne
Titres de créance	66 %	53 %	75 %	64 %
Actions cotées	64 %	84 %	54 %	85 %

Sources : Banques centrales nationales.

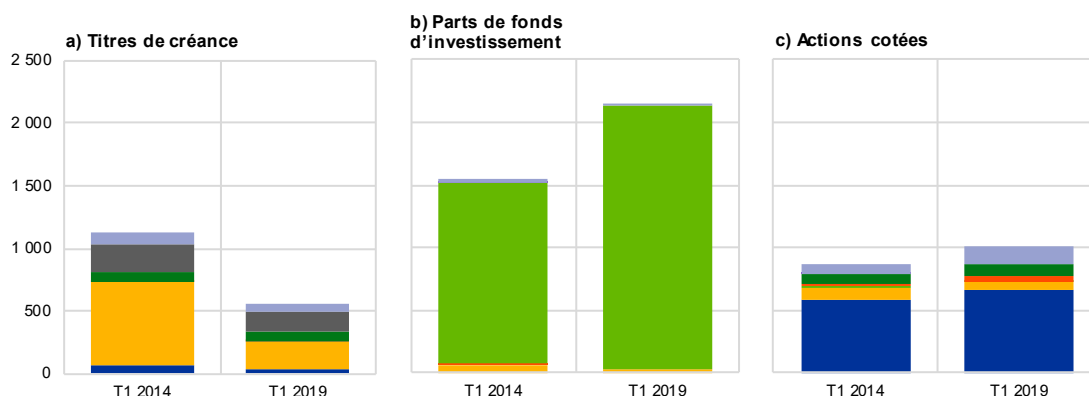
La valeur des titres de créance détenus par les ménages de la zone euro a fortement diminué entre le premier trimestre **2014** et le premier trimestre **2019**. Cette évolution résulte dans une large mesure de cessions nettes par les ménages (plutôt que d'évolutions des prix) sur une période marquée par les importants achats de titres de créance réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme* – APP). Les cessions ont été essentiellement le fait des ménages italiens, qui ont nettement réduit leurs portefeuilles de titres de créance, ceux-ci demeurant toutefois beaucoup plus importants que dans les autres pays de la zone euro. Les institutions financières monétaires (IFM) et l'État italien ont été les principaux émetteurs de titres de créance. La baisse globale des portefeuilles de titres de créance émis par des pays hors zone euro reflète principalement une diminution nette de 22 milliards d'euros des portefeuilles de titres de créance britanniques.

Graphique B

Portefeuilles de titres des ménages de la zone euro au premier trimestre 2014 et au premier trimestre 2019 par secteur émetteur

(encours, milliards d'euros)

- Sociétés non financières
- IFM y compris les fonds d'investissement monétaires
- Fonds d'investissement autres que monétaires
- Sociétés d'assurance
- Fonds de pension
- Autres institutions financières
- Administrations publiques
- Émetteurs hors zone euro



Sources : BCE et banques centrales nationales.

Parallèlement au désinvestissement en titres de créance, les ménages de la zone euro ont fait l'acquisition de parts de fonds d'investissement pour un montant de 402 milliards d'euros, en termes nets, sur cinq ans. Les prix de ces titres ayant par ailleurs augmenté de manière significative durant cette période, les parts de fonds d'investissement détenues par les ménages ont augmenté de 598 milliards d'euros au total. Cette hausse est essentiellement imputable aux ménages allemands, espagnols et italiens, tandis qu'un léger désinvestissement a été constaté pour les ménages français. Le montant des portefeuilles de parts de fonds d'investissement hors zone euro est resté très limité (seulement 12 milliards d'euros au premier trimestre 2019).

La valeur des portefeuilles d'actions cotées détenus par les ménages de la zone euro a augmenté entre le premier trimestre 2014 et le premier trimestre 2019. Toutefois, cette évolution résulte d'une hausse des prix au cours de la période ; si l'on exclut cette hausse, les actions cotées ont donné lieu à des cessions nettes. La hausse des prix est essentiellement attribuable aux actions émises par les sociétés non financières. En revanche, la valeur des portefeuilles d'actions émises par les IFM a légèrement diminué au cours de la période, en raison à la fois de baisses des prix et de cessions par les ménages de la zone euro. Les portefeuilles d'actions cotées émises par les non-résidents de la zone euro ont presque doublé au cours de la période, sous l'effet à la fois d'achats nets et de hausses des prix. Cette augmentation a été particulièrement notable dans le cas des portefeuilles de titres émis par les résidents américains et suisses, qui ont enregistré une hausse de plus de 40 milliards d'euros au total.

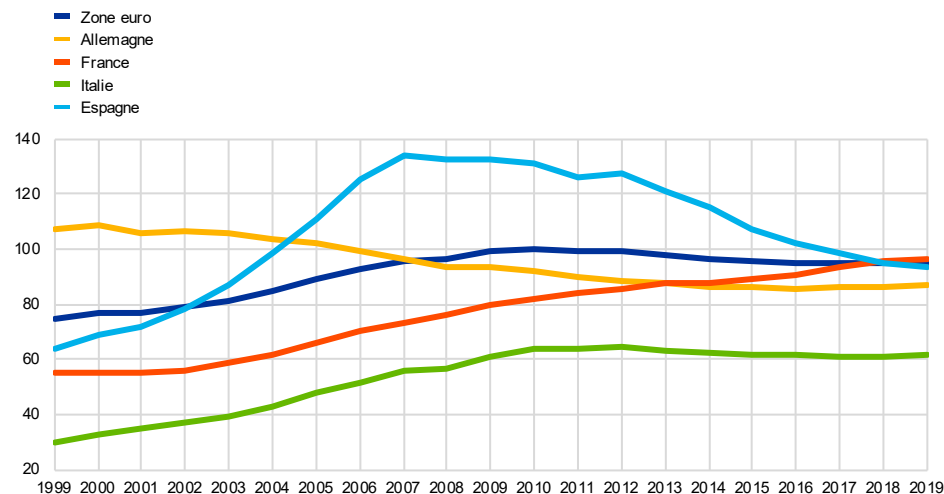
Les chiffres relatifs à la dette agrégée des ménages de la zone euro masquent également une forte hétérogénéité entre les pays en termes de niveau et de dynamique. Le graphique 7 montre que, entre 2002 et 2010, l'endettement des ménages a fortement augmenté dans l'ensemble de la zone euro, dans un contexte d'envolée du marché de l'immobilier et des crédits, avec une hausse particulièrement forte en Espagne. Par la suite, le ratio d'endettement des ménages rapporté à leur revenu s'est progressivement modéré, avant de se stabiliser mi-2019, à des niveaux proches de ceux enregistrés fin 2007. En Espagne, l'endettement des ménages a fortement diminué par rapport au pic enregistré – grâce à d'importants remboursements nets de prêts et annulations de dette –, s'établissant légèrement au-dessous du niveau agrégé pour la zone euro. En France, le ratio d'endettement des ménages rapporté à leur revenu a poursuivi sa hausse ces dernières années, sous l'effet de l'évolution dynamique des prêts au logement. En Allemagne, l'endettement des ménages a été en baisse constante jusqu'en 2016, avant d'augmenter légèrement sous l'effet d'une croissance du financement par endettement plus élevée que celle du revenu. En Italie, le ratio d'endettement des ménages rapporté à leur revenu est demeuré stable à des niveaux modérés au cours des dernières années ⁸⁰.

⁸⁰ Concernant la structure du bilan des ménages de la zone euro, cf. l'encadré intitulé « [La dimension structurelle du financement des sociétés non financières et des ménages de la zone euro](#) », *Rapport annuel*, BCE, 2017.

Graphique 7

Dette des ménages dans les principaux pays de la zone euro

(stocks ; en pourcentage du revenu disponible brut nominal)



Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Notes : La dette est définie comme le total des prêts consentis aux ménages par l'ensemble des secteurs institutionnels. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2019.

Les chiffres agrégés relatifs au patrimoine des ménages de la zone euro

masquent également une hétérogénéité entre les ménages. Bien que les données au niveau des ménages ne soient pas disponibles tous les trimestres, un instantané de la distribution de la richesse est disponible tous les trois ans dans l'[enquête de l'Eurosystème sur les finances et la consommation des ménages](#)⁸¹. Les derniers résultats de l'enquête (pour 2014) montrent que la composition des portefeuilles des ménages est assez hétérogène. Un aspect essentiel de cette hétérogénéité est la distribution des revenus. Comme le montre le graphique 8, le patrimoine professionnel et les actifs financiers, tels que les actions et les fonds communs de placement, constituent une part importante des portefeuilles des ménages qui se situent dans la partie supérieure de la distribution des revenus. Le patrimoine des ménages à revenus faibles et intermédiaires, en revanche, est investi principalement dans l'immobilier et sous forme de dépôts. Si les différences de revenu vont de pair avec les différences de comportement en matière de dépenses, l'hétérogénéité dans la composition des portefeuilles pourrait avoir des conséquences en termes d'effets de richesse sur la consommation au niveau agrégé⁸².

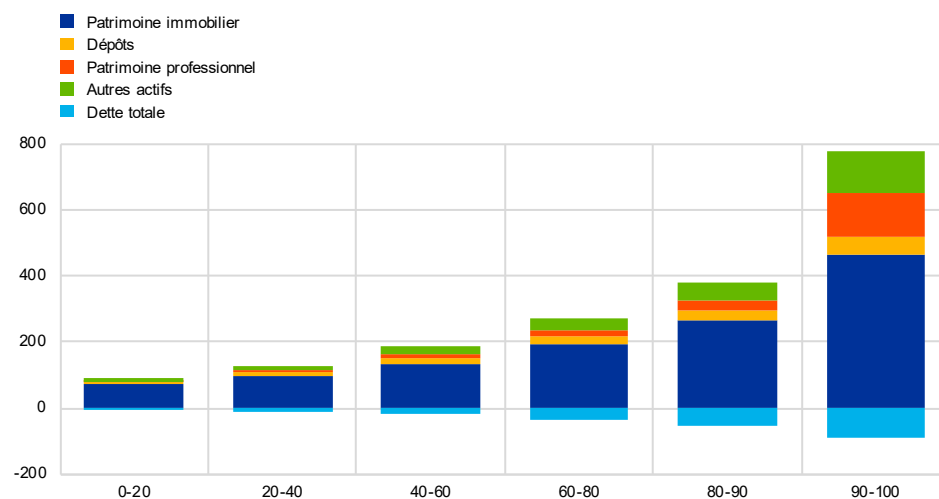
⁸¹ L'enquête sur les finances et la consommation des ménages collecte des informations sur les actifs, les passifs, le revenu et la consommation des ménages. Cf. le Réseau sur les finances et la consommation des ménages, « *The Household Finance and Consumption Survey: results from the second wave* », *Statistics Paper Series*, n° 18, BCE, décembre 2016 ; et Domanski (D.), Scatigna (M.) et Zabai (A.), « *Wealth inequality and monetary policy* », *Rapport trimestriel de la BRI*, mars 2016.

⁸² Cf., par exemple, Campbell (J.Y.) et Cocco (J.F.), « *How do house prices affect consumption? Evidence from micro data* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 54(3), 2007, p. 591-621 ; et Mian (A.), Rao (K.) et Sufi (A.), « *Household balance sheets, consumption, and the economic slump* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 128(4), 2013, p. 1687-1726.

Graphique 8

Actifs et dette des ménages par quintile de revenu dans la zone euro

(axe des abscisses : quintiles et déciles ; axe des ordonnées : milliers d'euros)



Source : Enquête sur les finances et la consommation des ménages, résultats de la deuxième vague d'enquête.

Notes : Le graphique retrace la valeur moyenne d'actifs et de dette par ménage pour cinq quintiles de revenus. Le quintile supérieur est ventilé en deux déciles. Le patrimoine immobilier des ménages se compose de leur résidence principale et d'autres biens immobiliers. Les autres actifs recouvrent la valeur des véhicules des ménages, les contrats d'assurance-vie et les plans d'épargne retraite sur une base volontaire, les actions, les objets de valeur, les obligations, les comptes gérés et l'argent dû aux ménages.

3 Effets de richesse sur la consommation

La richesse peut avoir un impact sur la consommation privée via divers canaux, une distinction étant généralement établie entre effets de richesse financiers et non financiers et effets de richesse liés à l'immobilier. On prend généralement

comme point de départ la perspective du cycle de vie, dans laquelle les dépenses de consommation sont déterminées par les ressources dont les consommateurs disposent tout au long de leur vie. Ces ressources sont constituées de capital humain (généralement représenté par les revenus du travail), de capital réel (tel que les actifs immobiliers) et de patrimoine financier (trésorerie, obligations et actions).

Par conséquent, les dépenses des ménages dépendent à la fois des flux de trésorerie actuels et des flux futurs attendus. Une augmentation des ressources permanentes des consommateurs, y compris lorsqu'elles sont liées à leur patrimoine, devrait entraîner une hausse de la consommation. Les flux de trésorerie (attendus) des ménages sont également liés (a) aux revenus de la propriété, (b) au collatéral que les consommateurs peuvent utiliser en garantie et c) à la confiance⁸³. Les revenus

⁸³ Pour des données empiriques concernant le point (a), cf. de Bondt (G.), Gieseck (A.), Herrero (P.) et Zekaite (Z.), « *Disaggregate income and wealth effects in the largest euro area countries* », *Working Paper Series*, n° 2343, BCE, décembre 2019 ; concernant le point (b), cf. Ifo Institute for Economic Research, « *Institutional Features of Mortgage Markets across Countries* », *CESifo DICE Report*, vol. 6(3), p. 70-71, 2008 ; Haffner (M.E.A.), Ong (R.) et Wood (G.A.), « *Mortgage equity withdrawal and institutional settings: an exploratory analysis of six countries* », *International Journal of Housing Policy*, vol. 15(3), 2015, p. 235-259 ; et Haurin (D.) et Moulton (S.), « *International perspectives on homeownership and home equity extraction by senior households* », *Journal of European Real Estate Research*, vol. 10(3), 2017, p. 245-276 ; et concernant le point (c), cf. Kamizova (L.) et Khan (H.), « *The stock market and the consumer confidence channel: evidence from Canada* », *Empirical Economics*, vol. 49(2), 2015, p. 551-573, 2015. Pour des données empiriques concernant l'Europe, cf. Jansen (W.J.) et Nahuis (N.J.), « *The stock market and consumer confidence: European evidence* », *Economics Letters*, vol. 79(1), 2003, p. 89-98.

d'intérêts et les dividendes issus du patrimoine des ménages peuvent être utilisés à des fins de dépense. L'analyse des effets liés aux garanties concerne dans une large mesure l'immobilier résidentiel, et notamment le rôle clé de l'extraction hypothécaire (*mortgage equity withdrawal*). Celle-ci est assez limitée dans la zone euro par rapport au Royaume-Uni et aux États-Unis. La confiance peut jouer un rôle : les consommateurs se sentent plus confiants lorsque (la valeur de) leur patrimoine augmente, ce qui les incite à épargner moins et à dépenser plus. Par exemple, un marché boursier haussier peut rendre les consommateurs plus optimistes quant aux perspectives d'évolution économique et, donc, les inciter à accroître leurs dépenses.

L'impact de la richesse sur la consommation privée diffère nettement en fonction des composantes du patrimoine, et dépend de façon déterminante de quelques caractéristiques clés. Une différence fondamentale entre patrimoine immobilier et patrimoine financier réside dans le rôle joué par les services liés au logement dans la consommation. Une hausse des prix des logements fait également augmenter le prix relatif de la consommation de services liés au logement. Parmi les autres caractéristiques clés, on peut citer notamment les préférences des ménages à l'égard des composantes du patrimoine et de la dette, la facilité avec laquelle les composantes du patrimoine peuvent être converties en actifs liquides et le caractère jugé permanent ou temporaire des effets de valorisation. Par exemple, les ménages peuvent être moins enclins à vendre le logement dont ils sont propriétaire-occupant lorsque les prix des logements augmentent qu'à céder des actions dans un contexte de hausse des cours boursiers, en partie en raison des coûts de transactions plus élevés pour les logements que pour les actions, mais également en raison de leurs préférences. Cela dépend également du cadre institutionnel. Dans les pays où les produits hypothécaires sont plus sophistiqués (hypothèque inversée (*reverse mortgages*) ou prêts sur valeur domiciliaire (*home equity loans*), par exemple), le patrimoine non financier peut être rendu liquide plus facilement que d'autres formes de patrimoine financier, telles que les produits d'assurance.

Cependant, la direction dans laquelle s'orientent les effets de richesse au niveau macroéconomique n'apparaît pas toujours clairement, car les composantes de la richesse ne sont généralement pas détenues de façon égale par les consommateurs. Cela s'applique en particulier aux effets de richesse liés à l'immobilier. Comme déjà mentionné au début de la section 2, les hausses des prix des logements ne constituent pas nécessairement une augmentation de la richesse pour l'ensemble du pays. De même, on pourrait affirmer que les variations fondamentales des prix des logements, tout comme les prix d'autres actifs, représentent seulement une redistribution de la richesse entre les propriétaires de logements et les non-propriétaires. À l'échelle de l'économie, aucun effet de richesse lié à l'immobilier ne résulte purement d'une variation des prix des logements due à une variation de la valeur fondamentale. Il peut, en revanche, y avoir un effet de richesse lié aux prix des logements lorsque les ménages sont excessivement optimistes ou pessimistes, et que la variation des prix des logements reflète une évolution de leur

composante bulle spéculative⁸⁴. Une hausse des prix des logements peut toutefois se traduire par des effets de redistribution, si les dépenses issues du patrimoine des ménages qui ont une position longue sur le marché de l'immobilier (propriétaires) diffèrent de celles issues du patrimoine des ménages qui ont une position courte sur ce même marché (locataires). En outre, la hausse des prix des logements améliore les possibilités d'extraction hypothécaire, ce qui est susceptible de stimuler la consommation à court terme, mais la freinera à long terme, du fait de l'obligation de rembourser une dette accrue. L'encadré 2 présente les effets de richesse tels qu'ils sont décrits dans la littérature pour la zone euro et ses principaux pays.

Encadré 2

Estimations des effets de richesse pour la zone euro et ses principaux pays

Gabe de Bondt et Arne Gieseck

Les effets de richesse sont souvent décrits en termes de propension marginale à consommer la richesse (mesurée en centimes par euro de richesse). Il s'agit de la part d'une augmentation agrégée de la richesse qui donne lieu à des dépenses de consommation. La propension marginale à consommer la richesse peut varier en fonction du niveau de richesse et, dans les études microéconomiques, elle est généralement plus faible lorsque la richesse est plus élevée. Au niveau macroéconomique, qui est l'objet du présent article, la littérature empirique montre qu'il existe un large éventail de propensions marginales à consommer la richesse. Le tableau A fournit une vue d'ensemble des estimations empiriques pour la zone euro et ses quatre principaux pays.

Dans la littérature, on observe que les effets de richesse à long terme liés à l'immobilier dans la zone euro sont systématiquement plus faibles que ceux liés au patrimoine financier, qui sont nettement positifs. L'estimation de la propension marginale à consommer la richesse immobilière à long terme dans la zone euro, telle qu'elle ressort de diverses études, varie entre – 1 et + 2 centimes par euro et ne diffère pas toujours nettement de zéro (cf. la moitié supérieure du tableau A). En revanche, on constate que la propension marginale à consommer la richesse financière à long terme est toujours nettement positive, et varie entre 1 et 7 centimes par euro (cf. la moitié inférieure du tableau A). La médiane et la moyenne des effets de richesse à long terme liés à l'immobilier sont proches de zéro dans la zone euro, alors que la médiane et la moyenne de la propension marginale à consommer la richesse financière se situent entre 1 et 4 centimes par euro. En dépit des faibles estimations de la propension marginale à consommer la richesse, la contribution de la richesse à la croissance de la consommation peut être considérable en période de fortes fluctuations des prix d'actifs.

Les effets de richesse agrégés dans la zone euro masquent une forte hétérogénéité entre les quatre principaux pays de la zone, avec une propension marginale à consommer la richesse à long terme constamment positive s'agissant du patrimoine immobilier en Espagne et du patrimoine financier en France et en Espagne. Il existe un large éventail d'estimations empiriques de la propension marginale à consommer la richesse immobilière et la richesse financière à long terme dans les quatre

⁸⁴ Pour de plus amples informations concernant l'argument selon lequel l'effet de richesse lié à l'immobilier est nul à l'échelle de l'économie, cf. White (W.R.), « *Measured wealth, real wealth and the illusion of saving* », discours prononcé à l'occasion de la Irving Fisher Committee Conference intitulée « *Measuring the financial position of the household sector* », Bâle, 30-31 août 2006 ; et pour la distinction entre variation de la valeur fondamentale et évolution de la composante bulle spéculative des prix des logements, cf. Buiter (W.H.), « *Housing Wealth Isn't Wealth* », *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, vol. 4, n° 2010-22, 2010. Une distinction analogue est pertinente pour les prix des actions, cf. les données empiriques présentées dans de Bondt (G.), « *Equity wealth effects: fundamental or bubble-driven?* », *Applied Economics Letters*, vol. 18(7-9), 2011, p. 601-605.

principaux pays de la zone euro. S'agissant de la richesse immobilière, les estimations varient entre – 7 et + 8 centimes par euro (cf. la moitié supérieure du tableau A) et, pour la richesse financière, elles varient entre – 3 et + 15 centimes par euro (cf. la moitié inférieure du tableau A). L'Espagne est le seul grand pays de la zone euro pour lequel les estimations des effets de richesse liés à l'immobilier sont systématiquement positives. De même, la France et l'Espagne font état de propensions marginales à consommer la richesse financière à long terme uniquement positives. S'agissant plus particulièrement de la médiane, étant donné la diversité des estimations, la propension marginale à consommer la richesse immobilière a été comparativement forte en Espagne (entre 3 et 4 centimes par euro) et relativement faible en Allemagne et en Italie (1 centime par euro). De même, on constate que les effets à long terme liés à la richesse financière sont forts en Espagne, avec une propension marginale à consommer de 4 centimes par euro, et faibles en Allemagne, avec une propension marginale à consommer de 1 centime par euro.

Tableau A

Vue d'ensemble, tirée d'une sélection d'études, des estimations de la propension marginale à consommer la richesse à long terme dans la zone euro et ses principaux pays

(en centimes par euro)

Étude	Zone euro		Allemagne		France		Italie		Espagne	
	Min.	Max.	Min.	Max.	Min.	Max.	Min.	Max.	Min.	Max.
Patrimoine immobilier										
Catte et al. (2004)							1	1	2	2
Bassanetti et Zollino (2008)							2	2		
Skudelny (2009)	1	1								
Slacalek (2009)	-1	2	3	3	2	2	-1	-1	6	6
Sousa (2009)	0	0								
Chauvin et Damette (2010)					1	4				
Kerdrain (2011)	0	2								
De Bonis et Silvestrini (2012)			-1	-1	-2	-2	0	0	0	0
Barrell et al. (2015)							0	1		
Winkler (2016)			4	4						
Guerrieri et Mendicino (2018)			-7	-4	3	3	6	7	4	8
de Bondt et al. (2019a)	0	0								
de Bondt et al. (2019b)	0	0	-1	1	0	0	0	0	0	0
Médiane	0	1	-1	1	1	2	0	1	2	2
Moyenne	0	1	-1	1	1	2	1	1	3	3
Patrimoine financier										
Bertaut (2002)					3	3				
Byrne et Davis (2003)			2	2	3	3	1	2		
Catte et al. (2004)			2	2	2	2	1	1	2	2
Bassanetti et Zollino (2008)							4	6		
Skudelny (2009)	2	4								
Slacalek (2009)	1	4	14	14	3	3	10	10	5	5
Sousa (2009)	1	2								
Chauvin et Damette (2010)					4	12				
Kerdrain (2011)	5	7								
De Bonis et Silvestrini (2012)			0	0	3	3	-1	-1	3	3
Barrell et al. (2015)							2	3		
Guerrieri et Mendicino (2018)			-3	-3	4	4	6	6	10	15
de Bondt et al. (2019a)	1	1								
de Bondt et al. (2019b)	1	1	-1	1	1	2	0	1	2	5
Médiane	1	3	1	2	3	3	2	2	3	5
Moyenne	2	3	2	3	3	4	3	4	4	6

Source : de Bondt (G.), Gieseck (A.), Herrero (P.) et Zekaite (Z.), « *Disaggregate income and wealth effects in the largest euro area countries* », *Working Paper Series*, n° 2343, BCE, décembre 2019.

4 Conclusions

Observer les évolutions du patrimoine des ménages et comprendre leur impact sur l'activité économique est important pour la conduite de la politique monétaire.

Dans la zone euro, le stock de richesse des ménages est actuellement sept fois plus élevé que leur revenu disponible annuel. Les évolutions du patrimoine résultent principalement des plus-values en capital plutôt que de l'épargne nette. La politique monétaire est donc susceptible d'avoir une incidence sur ces évolutions, notamment via son impact sur les prix d'actifs. Le patrimoine des ménages peut diminuer fortement (comme à la suite de la crise financière mondiale) ou augmenter fortement (comme durant la période précédant la crise financière mondiale et au cours des dernières années) ; il peut donc parfois contribuer de manière significative aux fluctuations de l'activité économique. Il est également susceptible d'influer sur l'évaluation de l'orientation appropriée de la politique monétaire. L'analyse empirique et les estimations présentées dans cet article suggèrent qu'il existe un grand nombre d'effets liés au patrimoine non financier et au patrimoine financier, et d'importantes différences entre les pays de la zone euro. De plus, les effets de richesse et l'importance relative du patrimoine non financier et du patrimoine financier varient dans le temps.

Le caractère général et l'interaction entre les canaux par lesquels le patrimoine des ménages est susceptible d'influer sur la consommation privée nécessitent d'adopter des perspectives multiples dans l'évaluation des implications au niveau macroéconomique et pour la politique monétaire.

Outre les effets de richesse liés au cycle de vie, d'autres canaux liés au revenu de la propriété, aux garanties et à la confiance peuvent jouer un rôle en ce qui concerne la consommation privée. Cependant, la direction dans laquelle s'orientent les effets de richesse au niveau macroéconomique n'apparaît pas toujours clairement, car les composantes de la richesse ne sont généralement pas détenues de façon égale par les consommateurs. Certains ménages sont les bénéficiaires d'une hausse des prix des logements, alors que d'autres sont affectés négativement. Compte tenu du rôle relativement limité de l'extraction hypothécaire dans la zone euro, il n'est pas surprenant que les estimations des effets de richesse à long terme liés à l'immobilier dans certains pays de la zone euro soient proches de zéro. Plus généralement, les effets de richesse au niveau agrégé du secteur des ménages, qui sont l'objet du présent article, peuvent différer de ceux constatés au niveau microéconomique ou au niveau des ménages. Enfin, la création d'une union des marchés de capitaux dans la zone euro favoriserait non seulement la diversification des sources de financement des entreprises et l'amélioration de leur capacité de résistance aux chocs émanant du système bancaire, mais elle offrirait également davantage d'opportunités d'investissement pour les ménages et pourrait faciliter l'accumulation de richesse.

2 Évaluation de la distribution du crédit bancaire aux entreprises dans la zone euro depuis 2014

Ramón Adalid, Matteo Falagiarda et Alberto Musso ⁸⁵

1 Introduction

Le crédit bancaire est la principale source de financement externe pour les entreprises de la zone euro. Il est donc essentiel pour la transmission de la politique monétaire et, plus généralement, apporte un soutien à la croissance économique. Malgré l'importance croissante du financement non bancaire au cours de la dernière décennie, le crédit bancaire demeure un élément clé dans le financement des entreprises de la zone euro. En particulier, les prêts bancaires représentaient environ 45 % du total du financement par endettement des sociétés non financières (SNF) en 2018, en baisse par rapport aux quelque 60 % enregistrés en 2007 ⁸⁶. Au cours de cette période, les marchés du crédit ont été soumis à de nombreuses sources de tensions, le secteur bancaire et sa capacité d'intermédiation étant particulièrement affectés. Par conséquent, il est devenu encore plus indispensable du point de vue de la banque centrale de réaliser une analyse approfondie du crédit bancaire.

Le présent article fournit une évaluation du redressement du crédit bancaire aux SNF observé dans la zone euro depuis 2014 ⁸⁷. Il met l'accent sur deux principaux aspects de cette évaluation.

Premièrement, l'article montre que, après la période d'ajustement des bilans des banques en 2008-2013, l'amélioration des conditions de l'offre de crédit bancaire a soutenu la croissance de l'investissement productif des entreprises.

Une offre de crédit plus fournie a ainsi accompagné la hausse de la demande de crédit, qui reflétait, pour sa part, des améliorations des perspectives macroéconomiques, des bilans des entreprises et de leur rentabilité. Dans le même temps, la force de la relation entre investissement des entreprises et crédit bancaire aux entreprises a été différente d'un grand pays de la zone euro à l'autre, en raison pour partie du recours variable à des sources de financement alternatives et d'impératifs de désendettement différents.

Deuxièmement, l'article montre que le redressement du crédit bancaire aux SNF a été favorisé par les mesures de politique monétaire de la BCE. Au nombre des éléments probants figurent des estimations fondées sur des modèles quantitatifs

⁸⁵ L'étude s'appuie sur des données fournies par Filippo Claps et Franziska Fischer.

⁸⁶ Pour plus de précisions concernant les facteurs qui sous-tendent cette tendance, cf. « *La dimension structurelle du financement des sociétés non financières et des ménages de la zone euro* », *Rapport annuel*, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2017.

⁸⁷ Pour une analyse des évolutions des prêts bancaires avant 2014, cf. « *Extensions des modèles d'évaluation de la monnaie et du crédit* », *Bulletin mensuel*, BCE, Francfort-sur-le-Main, février 2014, « *La croissance de la monnaie et du crédit après une crise économique et financière : une perspective historique mondiale* », *Bulletin mensuel*, BCE, Francfort-sur-le-Main, février 2012 et « *Recent developments in loans to the private sector* », *Bulletin mensuel*, BCE, Francfort-sur-le-Main, janvier 2011.

ainsi que des informations tirées d'enquêtes. La présente analyse est complétée par une évaluation prospective indiquant que la nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) contribuera à préserver les conditions de crédit bancaire favorables, à assurer une transmission harmonieuse de la politique monétaire et à appuyer davantage l'orientation accommodante de la politique monétaire.

2 Le redressement du crédit bancaire aux entreprises

Le crédit bancaire aux entreprises de la zone euro se redresse progressivement depuis 2014, globalement en phase avec l'activité économique, bien que la croissance demeure inférieure aux niveaux d'avant la crise. La croissance annuelle des prêts aux SNF, qui a atteint un point bas début 2014, est redevenue positive en 2015 et a graduellement augmenté par la suite, atteignant un pic à 4,3 % en septembre 2018. Elle s'est stabilisée aux alentours de 3,5 % à 4 % au cours des derniers trimestres, reflétant le ralentissement de l'activité économique réelle observé en 2018 ⁸⁸. Dans l'ensemble, le redressement du crédit bancaire aux entreprises a été relativement modéré depuis 2014, les taux de croissance actuels demeurant nettement inférieurs aux niveaux d'avant la crise, malgré des conditions de financement favorables, en particulier depuis l'adoption par la BCE des mesures non conventionnelles de politique monétaire en 2014 ⁸⁹. Les données fondées sur un modèle vectoriel autorégressif (VAR) bayésien indiquent que le profil de la reprise depuis 2014 a été globalement en phase avec les évolutions macroéconomiques, compte tenu des observations passées du cycle économique (graphique 1), même s'il tend à se situer dans la partie basse de l'intervalle de confiance estimé. Cette évaluation repose sur une comparaison entre la croissance effective des prêts et ce qui était prévisible à partir des principales variables macroéconomiques observées durant la période de reprise considérée et en faisant l'hypothèse que la relation entre crédit bancaire et activité économique n'a pas fondamentalement changé au cours des vingt dernières années.

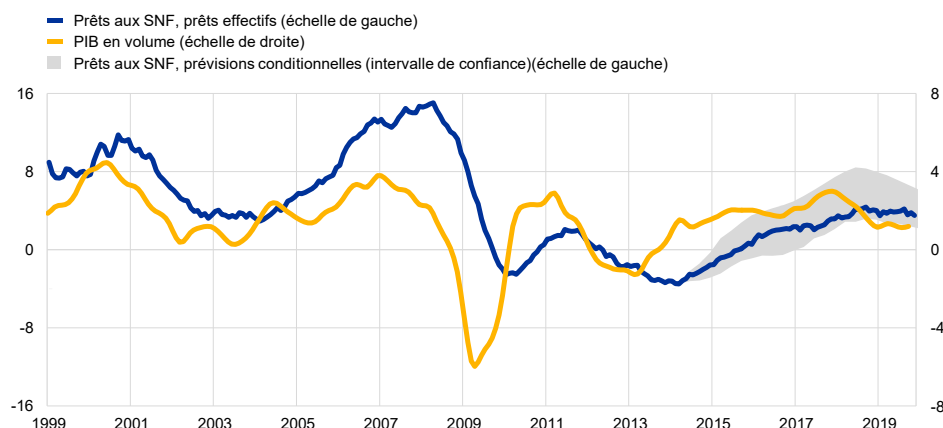
⁸⁸ La croissance des prêts aux SNF affiche généralement un décalage d'environ trois à quatre trimestres par rapport au cycle économique. Pour plus de précisions sur les propriétés cycliques des prêts bancaires, cf. Darracq Pariès (M.), Drahonsky (A.-C.), Falagiarda (M.) et Musso (A.), « *Macroeconomic analysis of bank lending for monetary policy purposes* », *Occasional Paper Series*, à paraître, BCE, Francfort-sur-le-Main.

⁸⁹ Comme le montre le graphique 12 de la section 5 du présent *Bulletin économique* (« Monnaie et crédit »), le coût des emprunts bancaires a nettement diminué pour les SNF depuis 2014, atteignant des niveaux historiquement bas ces derniers trimestres.

Graphique 1

Prêts bancaires aux SNF (prêts effectifs et prévisions conditionnelles) et PIB en volume

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les prêts bancaires aux SNF sont corrigés des activités de cession, de titrisation et de centralisation de trésorerie. Le modèle utilisé dans les simulations est un modèle VAR bayésien estimé en niveaux du premier trimestre 1995 au premier trimestre 2014 incluant six variables réelles et financières de fréquence trimestrielle pour la zone euro : PIB en volume, déflateur du PIB, prêts bancaires aux SNF, taux d'intérêt à court terme, rendement des obligations souveraines à dix ans et taux des prêts aux SNF. La zone en gris se situe entre le 16^e et le 84^e centile de la prévision dépendant des évolutions effectives du PIB en volume et du déflateur du PIB du deuxième trimestre 2014 au deuxième trimestre 2019. Pour plus de précisions sur l'approche de modélisation, cf. Giannone (D.), Lenza (M.) et Primiceri (G.E.), « Prior Selection for Vector Autoregressions », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 97, n° 2, mai 2015, p. 436-451 et Altavilla (C.), Giannone (D.) et Lenza (M.), « The financial and macroeconomic effects of the OMT announcements », *International Journal of Central Banking*, vol. 12, n° 3, septembre 2016. Croissance trimestrielle du PIB en volume convertie en fréquences mensuelles par interpolation à l'aide d'une fonction spline cubique. Les dernières observations se rapportent à novembre 2019 pour les prêts et au troisième trimestre 2019 pour le PIB en volume.

Le rythme globalement modéré de redressement du crédit bancaire aux SNF depuis 2014 reflète principalement le processus de désendettement d'après-crise et l'importance croissante des sources alternatives de financement.

En dépit du fort soutien apporté par les mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE (cf. section 4 du présent article), le crédit bancaire aux entreprises depuis 2014 a été freiné par au moins trois facteurs, plusieurs facteurs de demande ayant joué un rôle. Premièrement, la dynamique de croissance des prêts durant la reprise a reflété le ralentissement de l'activité économique par rapport aux niveaux d'avant la crise (graphique 1)⁹⁰. Deuxièmement, le processus marqué d'ajustement des bilans affectant les emprunteurs dans la période d'après-crise (graphique 2) a pesé sur la demande de prêts bancaires dans certains pays plus que dans d'autres. Les emprunts bancaires ont surtout été moins importants dans les secteurs où l'endettement avait le plus augmenté durant la phase d'expansion avant la crise, comme la construction⁹¹. Dans un contexte de forts impératifs de désendettement, le fait que les entreprises disposent d'importantes sources de financement internes, comme l'atteste l'accroissement significatif des bénéfices non distribués et des portefeuilles d'actifs liquides enregistré après la crise financière, a également freiné la demande de prêts bancaires ces dernières

⁹⁰ Le taux de croissance annuel moyen du PIB en volume s'est établi à 2,3 % entre 1999 et 2007 et à 1,9 % entre 2014 et 2019.

⁹¹ Pour plus de précisions sur les évolutions récentes des prêts par secteurs, cf. Darracq Pariès (M.), Drahonsky (A.-C.), Falagiarda (M.) et Musso (A.), op. cit.

années ⁹². Troisièmement, depuis la crise, les entreprises ont couvert leurs besoins de financement de manière croissante à partir de sources alternatives de financement externe, essentiellement en émettant des obligations d'entreprises. Les émissions d'obligations d'entreprises sont devenues une source plus importante de financement pour les entreprises de la zone euro (graphique 3), particulièrement pour les grandes entreprises : dans un premier temps (2009-2010 et 2012-2014) comme substitut aux emprunts bancaires, reflétant une nette diminution du coût relatif de l'endettement de marché (graphique 4) et des restrictions de l'offre de crédit bancaire, et par la suite comme source de financement complémentaire aux prêts bancaires, en particulier après le lancement par la BCE de son programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) en 2016.

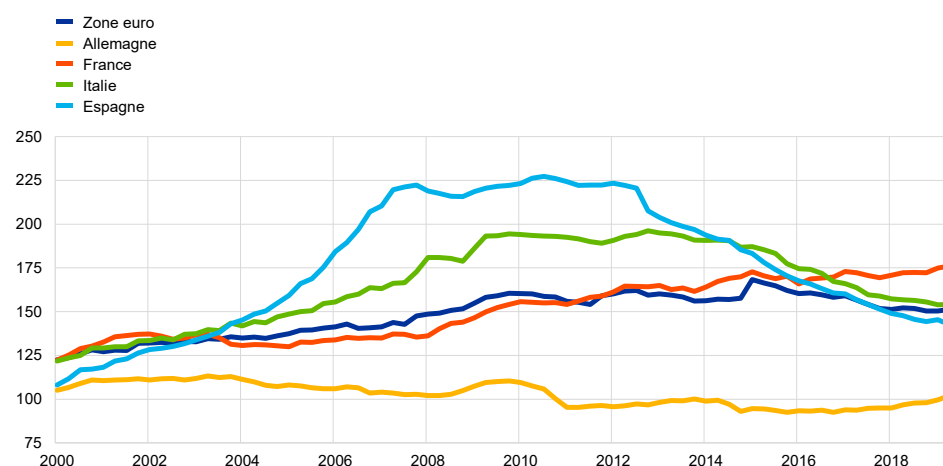
Une analyse probante des facteurs à l'origine du rythme modéré de redressement du crédit bancaire aux entreprises nécessite un examen approfondi des moteurs de l'offre de crédit. Par exemple, en raison de

l'endogénéité du crédit et de l'activité économique, il serait possible de conclure que cette dernière a été contrainte par l'insuffisance du financement bancaire. De façon analogue, le recours à d'autres sources de financement pourrait être le résultat d'inquiétudes quant à la faculté d'accéder aux prêts bancaires et serait l'indication de contraintes d'offre. La section suivante fournit quelques éléments permettant de distinguer entre ces interprétations concurrentes.

Graphique 2

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

(part de la valeur ajoutée brute des SNF, en pourcentage)



Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

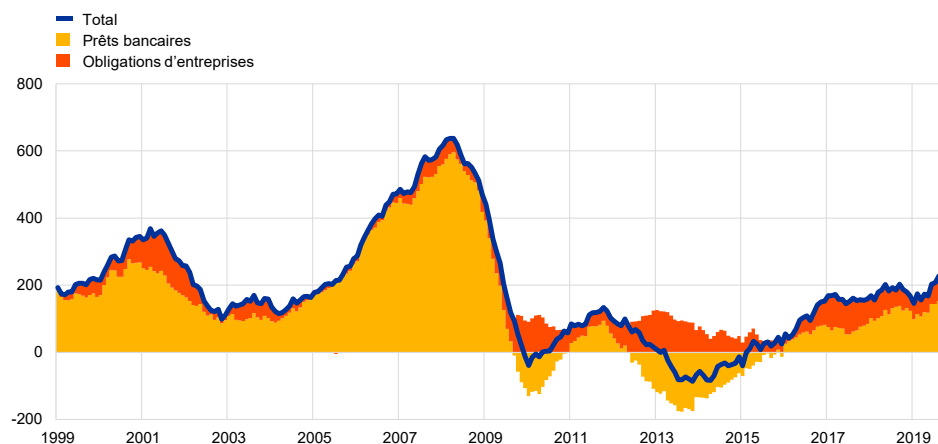
Note : La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2019.

⁹² Cf. également la revue de stabilité financière (*Financial Stability Review*), BCE, Francfort-sur-le-Main, mai 2019.

Graphique 3

Évolution des prêts bancaires aux SNF et émissions d'obligations d'entreprises

(flux annuels, en milliards d'euros)



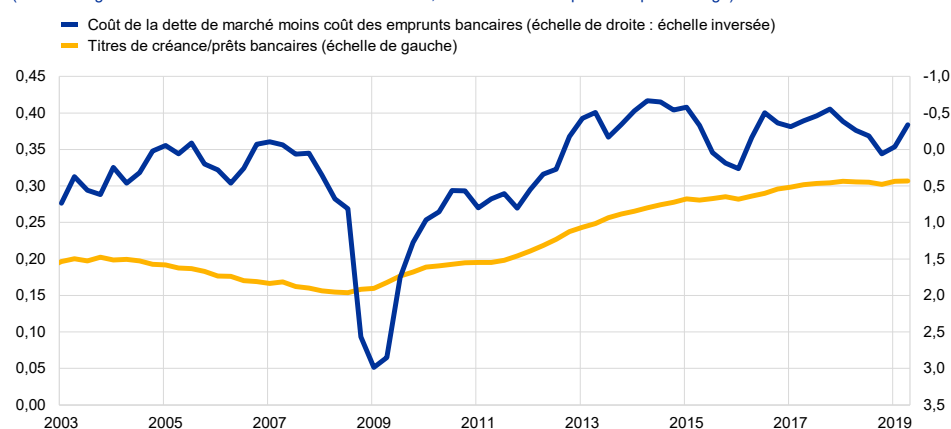
Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à octobre 2019.

Graphique 4

Ratio des émissions de titres de créance rapportées aux prêts bancaires et coût relatif de l'endettement de marché

(échelle de gauche : ratio fondé sur les encours notionnels ; échelle de droite : points de pourcentage)



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

Note : La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2019.

3 Soutien à l'activité économique

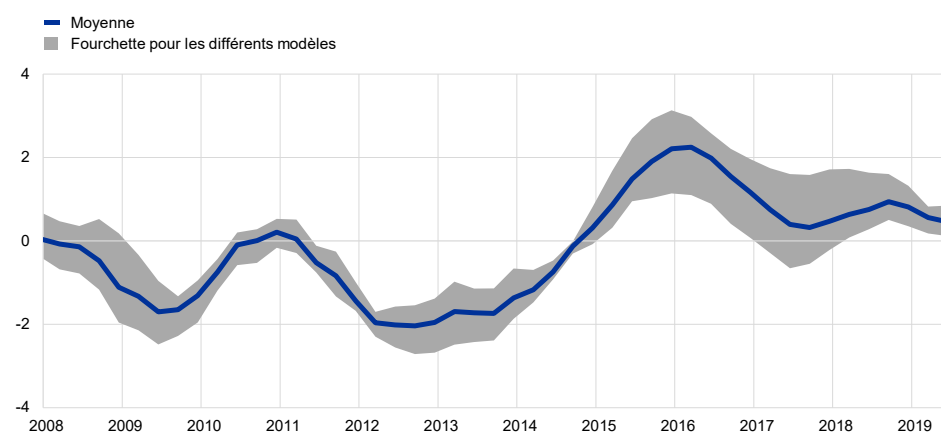
Les conditions de l'offre de crédit ont soutenu l'investissement productif des entreprises. Une série de modèles montrent que les conditions de l'offre de crédit (c'est-à-dire la disponibilité des crédits bancaires), qui ont pesé sur la croissance de l'investissement des entreprises durant la récession économique, l'ont au contraire soutenue dans la phase de reprise après 2014. D'après ces analyses, les conditions de l'offre de crédit ont dopé la croissance de l'investissement des entreprises de 1 point de pourcentage environ en moyenne sur la phase de reprise amorcée en 2014 (graphique 5). Les réponses aux enquêtes des prêteurs et des emprunteurs

confirment ce scénario. D'après l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (BLS) de la BCE, qui fournit des informations sur la demande de prêts et les critères d'octroi appliqués par les banques, une période inhabituellement longue d'assouplissement des conditions de crédit a été observée depuis début 2014 ⁹³. La mise en œuvre d'un certain nombre de mesures non conventionnelles de politique monétaire s'avère être un facteur important de soutien de l'assouplissement de l'offre, comme évoqué à la section 4 du présent article. Un point de vue similaire peut être dégagé de l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE), qui couvre un échantillon très large d'entreprises de la zone euro. Cela montre que l'accès aux prêts bancaires s'est nettement amélioré au cours de la phase de reprise ⁹⁴.

Graphique 5

Impact estimé des facteurs d'offre de crédit sur la croissance de l'investissement des entreprises

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



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Contributions estimées des facteurs d'offre de crédit au taux de croissance annuel de l'investissement des entreprises à partir d'une suite de modèles (modèle VAR dont les paramètres varient dans le temps avec volatilité stochastique et avec identification des chocs en imposant des restrictions de signe : Gambetti (L.) et Musso (A.), « *Ok*, vol. 32, n° 4, juin/juillet 2017 ; modèle VAR bayésien avec identification des chocs en imposant des restrictions de signe ; proxy-SVAR : Altavilla (C.), Darracq Paries (M.) et Nicoletti (G.), « *Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis* », *Journal of Banking & Finance*, vol. 109, 2019). La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2019.

Les prêts à plus long terme, généralement associés à la FBCF et aux investissements financiers, sont à l'origine du redressement du crédit bancaire aux entreprises depuis 2014. Les prêts octroyés sur des durées plus longues ont représenté l'essentiel de la croissance du crédit aux SNF durant la reprise, se révélant plus dynamiques que les prêts à court terme (graphique 6). Ce phénomène contraste nettement avec la phase d'expansion observée avant la crise, durant laquelle les prêts à court terme représentaient plus d'un quart du total des crédits bancaires aux SNF. Ce passage à des durées plus longues a été favorisé par l'aplatissement et le déplacement vers le bas de la courbe des rendements, très largement liés à la politique monétaire de la BCE, ce qui a soutenu la demande de prêts à taux fixe à long

⁹³ Pour plus de précisions, cf. Köhler-Ulrich (P.), Hempell (H.S.) et Scopel (S.), « *The euro area bank lending survey* », *Occasional Paper Series*, n° 179, BCE, Francfort-sur-le-Main, septembre 2016 et Burlon (L.), Dimou (M.), Drahonsky (A.) et Köhler-Ulrich (P.), « *Que nous dit l'enquête sur la distribution du crédit bancaire sur les conditions de crédit pour les entreprises de la zone euro ?* », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2019.

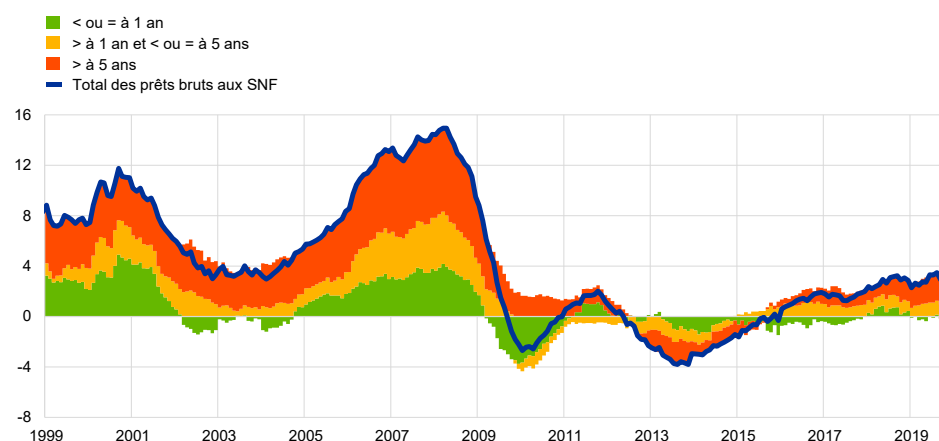
⁹⁴ Pour plus de précisions, cf. le graphique 15 de l'« *Enquête sur l'accès des entreprises au financement dans la zone euro (SAFE)* », BCE, Francfort-sur-le-Main, novembre 2019.

terme ⁹⁵. Les prêts à long terme contribuent à la croissance économique de deux façons. Premièrement, ils diminuent le recours au renouvellement des crédits et les tensions sur la trésorerie des entreprises. Deuxièmement, et plus important encore, les entreprises préfèrent généralement faire coïncider la durée de leurs actifs et de leurs passifs, ce qui signifie qu'une offre abondante de financements à long terme leur permet de s'engager plus facilement sur des projets à long terme. À cet égard, la croissance solide de la FBCF observée ces dernières années est cohérente avec l'importance croissante des crédits bancaires à long terme. Les crédits à long terme ont également favorisé les activités financières de nature structurelle, comme les fusions-acquisitions, dont l'importance a contribué au récent dynamisme observé sur le compartiment des prêts syndiqués ⁹⁶.

Graphique 6

Prêts bancaires aux SNF selon la durée

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Décomposition selon la durée établie à partir de prêts bruts. La dernière observation se rapporte à novembre 2019.

Les données d'enquêtes confirment l'importance de l'investissement des entreprises pour la demande de prêts bancaires.

D'après l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (BLS), la demande de prêts bancaires accordés aux entreprises de la zone euro depuis 2014 a été soutenue par les besoins de financement des entreprises au titre de la FBCF ⁹⁷. Par ailleurs, l'activité de fusion-acquisition a également contribué à la croissance de la demande au cours de la même période. L'enquête SAFE confirme que les entreprises ont principalement utilisé les fonds qu'elles ont continué d'obtenir majoritairement sous forme de prêts bancaires pour financer la FBCF durant la reprise ⁹⁸.

⁹⁵ En particulier, les taux des prêts bancaires à court terme (période de fixation n'excédant pas un an) ont diminué de 140 points de base environ entre janvier 2014 et septembre 2019, tandis que ceux des prêts à long terme (période de fixation au-delà d'un an) ont diminué de 180 points de base environ sur la même période.

⁹⁶ Pour plus de précisions sur les récentes évolutions des crédits syndiqués, cf. Darracq Pariès (M.), Drahonsky (A.-C.), Falagiarda (M.) et Musso (A.), *op. cit.*

⁹⁷ Pour plus de précisions, cf. Köhler-Ulbrich (P.), Hempell (H.S.) et Scopel (S.), *op. cit.* et Burlon (L.), Dimou (M.), Drahonsky (A.) et Köhler-Ulbrich (P.), *op. cit.*

⁹⁸ Pour plus de précisions, cf. le graphique 13 de l'« [enquête sur l'accès des entreprises au financement dans la zone euro \(SAFE\)](#) », BCE, Francfort-sur-le-Main, novembre 2019.

La force de la relation entre investissement des entreprises et crédit bancaire aux entreprises a, toutefois, été différente selon les pays.

Le rythme de croissance de l'investissement des entreprises a été comparable pour les grands pays de la zone euro depuis 2014 (cf. partie a) du graphique 7)⁹⁹. Toutefois, la croissance du crédit aux SNF a connu une évolution de plus en plus divergente dans les grandes économies de la zone euro, au fur et à mesure que la reprise s'est installée au niveau de la zone euro, l'Allemagne et la France bénéficiant d'une progression régulière de leurs taux de croissance et l'Italie et l'Espagne fluctuant ou s'inscrivant en deçà de zéro depuis 2016 (cf. partie b) du graphique 7. Le crédit bancaire aux entreprises s'est développé parallèlement à l'investissement des entreprises en Allemagne et en France¹⁰⁰, tandis qu'un écart notable peut être observé en Espagne notamment et également en Italie. En Allemagne et en France, le redressement du crédit bancaire aux entreprises a également été soutenu par des secteurs de l'immobilier dynamiques et la nécessité de financer les activités de fusion-acquisition. En outre, en Allemagne, l'endettement des entreprises est demeuré particulièrement faible, permettant aux entreprises d'accroître facilement leur recours au financement externe. En Italie et en Espagne, l'écart entre investissement des entreprises et crédit bancaire peut s'expliquer principalement par le processus de désendettement massif engagé par les entreprises ces dernières années, qui a été très prononcé pour l'Espagne, et par le recours à des sources de financement alternatives. En effet, il existe un lien entre l'accumulation de bénéfices non distribués (graphique 8), et donc la disponibilité d'un financement interne, et les impératifs de désendettement, ce qui a continué de peser sur la demande de prêts dans ces deux pays, notamment pour les entreprises des secteurs de l'immobilier et de la construction. Ces secteurs en particulier ont fortement freiné la croissance des prêts totaux en Espagne et en Italie durant la phase de reprise¹⁰¹. En outre, les émissions de titres de créance par les entreprises ont augmenté en Italie et en Espagne depuis 2017, ce qui contraste nettement avec les reprises précédentes (graphique 9). De plus, le secteur bancaire de ces deux pays a subi un important mouvement d'ajustement des bilans ces dernières années, ce qui a contraint la capacité d'intermédiation des banques durant le processus¹⁰². En dépit d'améliorations progressives depuis 2014, en Italie, le stock de prêts non performants demeure particulièrement élevé, ce qui affecte la capacité des banques à distribuer des crédits.

⁹⁹ L'investissement des entreprises correspond à l'investissement privé non résidentiel.

¹⁰⁰ En Allemagne, le redressement des crédits bancaires s'est accompagné d'une contribution croissante des crédits aux entreprises d'autres pays de la zone euro.

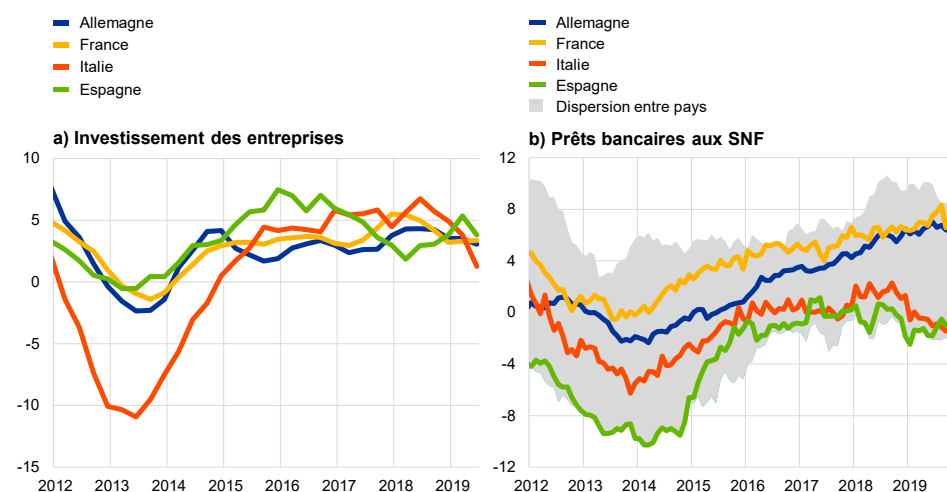
¹⁰¹ Pour plus de précisions, cf. Darracq Pariès (M.), Drahonsky (A.-C.), Falagiarda (M.) et Musso (A.), *op. cit.*

¹⁰² Pour plus de précisions sur les récentes évolutions des bilans des banques, cf. Altavilla (C.), Andreeva (D.), Boucinha (M.) et Holton (S.), « *Monetary policy, credit institutions and the bank lending channel in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 222, BCE, Francfort-sur-le-Main, mai 2019.

Graphique 7

Investissement des entreprises et prêts bancaires aux SNF dans une sélection de pays de la zone euro

(partie a) : variations annuelles en pourcentage, moyenne mobile sur quatre trimestres ; partie b) : variations annuelles en pourcentage)



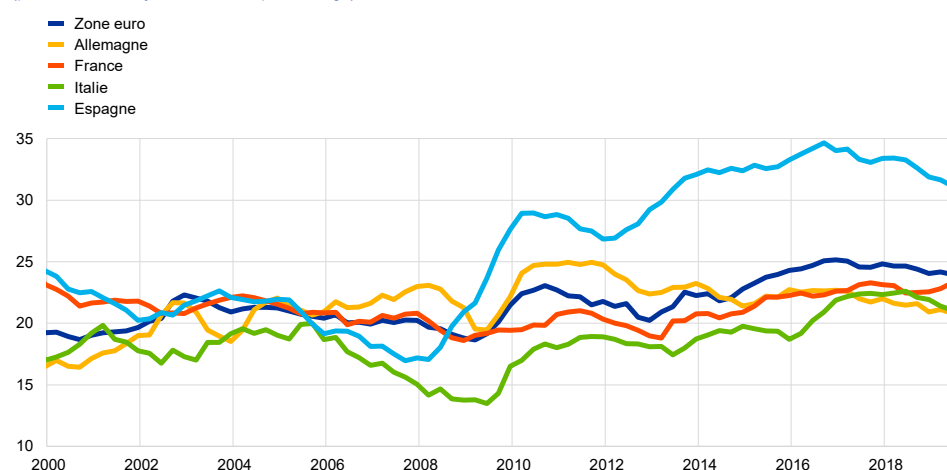
Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Notes : L'investissement des entreprises correspond à l'investissement privé non résidentiel. Les prêts bancaires aux SNF sont corrigés des activités de cession, de titrisation et de centralisation de trésorerie. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2019 pour l'investissement des entreprises et à novembre 2019 pour les prêts.

Graphique 8

Bénéfices non distribués dans une sélection de pays de la zone euro

(part de la valeur ajoutée brute, en pourcentage)



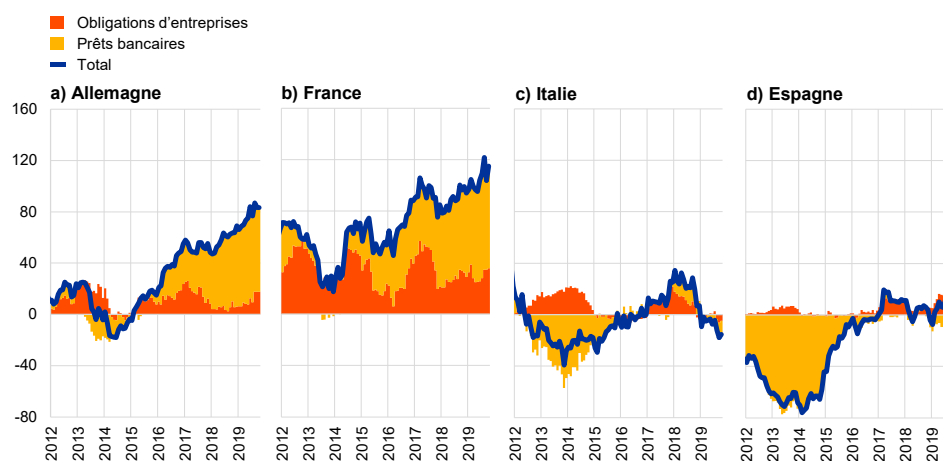
Source : Eurostat.

Note : La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2019.

Graphique 9

Évolution des prêts bancaires aux SNF et des émissions d'obligations d'entreprises dans une sélection de pays de la zone euro

(flux annuels ; en milliards d'euros)



Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à octobre 2019.

4 L'impact des mesures non conventionnelles de politique monétaire

Depuis 2014, les marchés du crédit ont bénéficié de mesures de politique monétaire multiples et complémentaires mises en place par la BCE. La BCE a

adopté un certain nombre de mesures non conventionnelles de politique monétaire depuis l'été 2014. Parmi celles-ci figurent l'introduction des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO), l'abaissement du taux de la facilité de dépôt à des niveaux négatifs et un programme étendu d'achats d'actifs (*asset purchase programme* – APP) portant sur un éventail de titres bien notés (*investment-grade*) des secteurs public et privé. Ces politiques ont également été renforcées par la *forward guidance* sur les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, plus récemment, par l'horizon de réinvestissement du portefeuille détenu au titre de l'APP et la reprise de l'APP. Les mesures de la BCE ont stimulé l'économie de la zone euro par le biais d'un certain nombre de canaux de transmission, produisant un effet haussier important sur le PIB en volume et sur l'inflation mesurée par l'IPCH¹⁰³. La transmission de ces mesures s'est en partie opérée via les marchés du crédit, notamment le canal de la transmission directe et le canal du crédit bancaire¹⁰⁴. Au total, ces mesures de politique monétaire ont soutenu à la fois la demande et l'offre de crédit bancaire aux entreprises, en améliorant les perspectives

¹⁰³ Pour une vue d'ensemble de l'impact macroéconomique des mesures de politique monétaire adoptées par la BCE depuis 2014, cf. Rostagno (M.), Altavilla (C.), Carboni (G.), Lemke (W.), Motto (R.), Saint-Guilhem (A.) et Yiangou (J.), « *A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20* », *Working Paper Series*, n° 2346, BCE, Francfort-sur-le-Main, décembre 2019.

¹⁰⁴ Pour une analyse des principaux canaux de transmission du train de mesures d'assouplissement du crédit de la BCE de 2014 et de l'APP à compter de 2015, cf. « *La transmission des récentes mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2015.

macroéconomiques et en contribuant à atténuer les contraintes pesant sur le secteur bancaire. Ce diagnostic est conforté par des analyses fondées sur des modèles macroéconomiques, par des résultats d'enquêtes, ainsi que par des études empiriques s'appuyant sur des données microéconomiques.

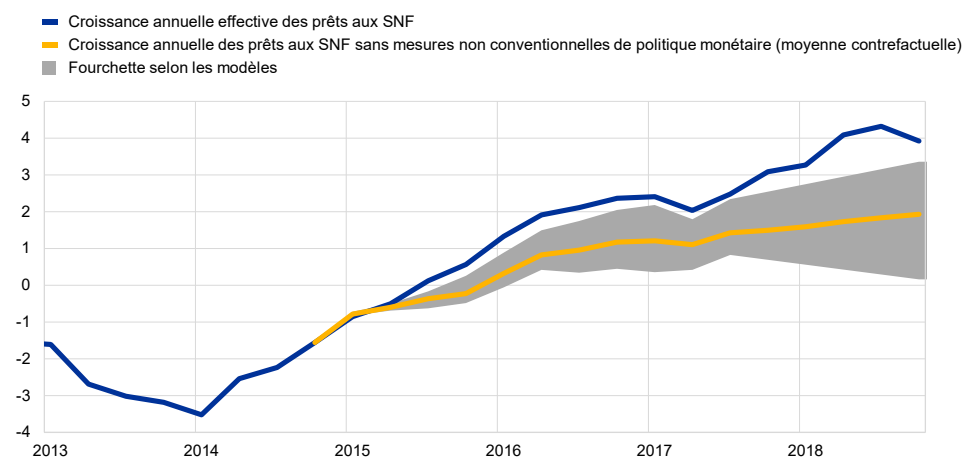
Les estimations fondées sur des modèles au niveau macroéconomique suggèrent que les mesures non conventionnelles ont fortement soutenu le redressement du crédit bancaire aux entreprises.

Des simulations fondées sur des modèles macroéconomiques alternatifs indiquent que, sans les mesures de politique monétaire de la BCE, la croissance des prêts aux SNF se serait redressée plus lentement ¹⁰⁵. Plus particulièrement, si la croissance du crédit bancaire aux entreprises est passée de – 1 % début 2015 à 4 % environ à fin 2018, ces estimations fondées sur des modèles montrent que, en moyenne, la croissance annuelle des prêts n'aurait atteint que des niveaux proches de 2 % à fin 2018 si la BCE n'avait pas introduit ses mesures non conventionnelles (graphique 10). Autrement dit, on estime que ces mesures ont donné lieu à environ 2 points de pourcentage de croissance des prêts aux SNF entre début 2015 et fin 2018, affectant à la fois les facteurs de demande et les facteurs d'offre.

Graphique 10

Impact estimé des mesures non conventionnelles sur la croissance des prêts aux SNF

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Ces simulations sont fondées sur un modèle DSGE, un modèle VAR avec des paramètres variables dans le temps et une volatilité stochastique, et un modèle VAR bayésien. Pour plus de précisions sur les modèles utilisés, cf. Darracq Pariès (M.), Drahonky (A.-C.), Falagiarda (M.) et Musso (A.), *op.cit.* La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2018.

¹⁰⁵ Ces simulations sont fondées sur un modèle d'équilibre général stochastique dynamique (DSGE) pour la zone euro, un modèle VAR à paramètres variables dans le temps et à volatilité stochastique (TV-VAR) pour la zone euro et un modèle VAR bayésien (BVAR) pour les pays de la zone euro. Les simulations DSGE sont fondées sur Darracq Pariès (M.) et Kühl (M.), « *The optimal conduct of central bank asset purchases* », *Working Paper Series*, n° 1973, BCE, Francfort-sur-le-Main, novembre 2016. Les estimations TV-VAR sont fondées sur Gambetti (L.) et Musso (A.), « *The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP)* », *Working Paper Series*, n° 2075, BCE, Francfort-sur-le-Main, juin 2017. Les estimations BVAR sont fondées sur Altavilla (C.), Giannone (D.) et Lenza (M.), « *The financial and macroeconomic effects of the OMT announcements* », *International Journal of Central Banking*, vol. 12, n° 3, septembre 2016. Pour plus de précisions sur les modèles utilisés, cf. Darracq Pariès (M.), Drahonky (A.-C.), Falagiarda (M.) et Musso (A.), *op. cit.*

Les résultats d'enquêtes confortent l'opinion selon laquelle les mesures de la BCE ont eu un impact tangible sur les conditions d'octroi du crédit bancaire.

Des éléments qualitatifs concernant l'importance des mesures non conventionnelles de la BCE peuvent être obtenus à partir des indicateurs tirés de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire. Un certain nombre de questions spécifiques incluses dans l'enquête depuis 2015 ont permis d'élaborer une vue synthétique de la façon dont les banques perçoivent l'effet sur leur situation financière et leurs décisions en matière de prêt des récentes mesures non conventionnelles de la BCE, telles que les TLTRO, un taux négatif de la facilité de dépôt et l'APP. Les réponses à ces questions indiquent que ces mesures ont eu un impact favorable sur la liquidité des banques et les conditions de financement sur le marché. De plus, les réponses à l'enquête suggèrent que les mesures de la BCE ont eu un important effet d'assouplissement net sur les modalités et conditions pratiquées par les banques, tandis que l'impact sur leurs critères d'octroi a été plus limité ¹⁰⁶.

Les études fondées sur des données granulaires au niveau des banques et des entreprises suggèrent que l'impact des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE s'est exercé sur les marchés du crédit par le biais de divers canaux.

S'agissant des TLTRO, des éléments indiquent que, conjuguées aux autres mesures non conventionnelles introduites depuis juin 2014, les deux premières séries d'opérations se sont révélées efficaces pour soutenir la transmission de l'abaissement des taux directeurs, afin qu'il se traduise par une amélioration des conditions d'emprunt pour les entreprises de la zone euro. De plus, ces opérations semblent avoir favorisé une augmentation des volumes d'intermédiation dans les pays de la zone euro moins vulnérables et un ralentissement de la contraction du crédit bancaire dans les pays vulnérables ¹⁰⁷. Concernant la troisième série de ces opérations, l'encadré 1 fournit une vue d'ensemble de ses modalités et de l'évolution des conditions de financement des banques à la suite de son annonce.

L'introduction d'un taux négatif de la facilité de dépôt mi-2014 a fourni aux banques une incitation supplémentaire à accorder des prêts aux SNF en accroissant le coût d'opportunité de la détention d'un excédent de liquidité. Ainsi, un taux négatif de la facilité de dépôt a constitué un complément efficace à l'APP, en augmentant le coût de la détention des réserves injectées par le vaste programme d'achat de la BCE. Cela a incité les banques à rééquilibrer leurs portefeuilles en faveur d'autres actifs, notamment les prêts, dopant ainsi l'offre de crédit ¹⁰⁸. Bien que cet impact ait été généralisé, il n'a pas été uniformément réparti entre les banques, et des éléments

¹⁰⁶ Pour plus de détails, cf. Burlon (L.), Dimou (M.), Drahonsky (A.) et Köhler-Ulrich (P.), *op. cit.*

¹⁰⁷ Pour plus de détails, cf. « Les opérations de refinancement à plus long terme ciblées : une présentation synthétique des tirages et de leur impact sur l'intermédiation bancaire », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2017. Pour les effets sur les taux débiteurs, cf. « La transmission des taux directeurs aux taux débiteurs des IFM à l'ère de la politique monétaire non conventionnelle », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2017 et « Impact des mesures non conventionnelles de la BCE sur les conditions de financement : bilan à partir des informations récentes », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2017.

¹⁰⁸ Pour une analyse plus détaillée, cf. Altavilla (C.), Andreeva (D.), Boucinha (M.) et Holton (S.), *op. cit.*, Altavilla (C.), Boucinha (M.), Holton (S.) et Ongena (S.), « Credit supply and demand in unconventional times », *Working Paper Series*, n° 2202, BCE, Francfort-sur-le-Main, novembre 2018 et Demiralp (S.), Eisenschmidt (J.) et Vlassopoulos (T.), « Negative interest rates, excess liquidity and retail deposits: banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area », *Working Paper Series*, n° 2283, BCE, Francfort-sur-le-Main, mai 2019.

indiquent qu'il s'est révélé plus prononcé pour les banques universelles et pour les banques détenant un montant plus élevé d'obligations souveraines.

Encadré 1

La nouvelle série d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées : impact sur les coûts de financement et la transmission

Francesca Barbiero et Lorenzo Burlon

La nouvelle série d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) qui a débuté en septembre 2019 comporte, pour les banques, des incitations à maintenir des conditions de crédit favorables pour l'économie réelle. Tout comme les TLTRO II, la nouvelle série intègre des récompenses, sous la forme d'abaissement des taux d'intérêt, pour les banques qui accordent des prêts éligibles aux entreprises et aux ménages ¹⁰⁹. Le taux maximum est fixé au niveau du taux des opérations principales de refinancement. En revanche, le taux appliqué aux TLTRO III pour les contreparties dont le montant des prêts nets éligibles entre fin mars 2019 et fin mars 2021 dépasse le montant de leurs prêts de référence nets bénéficiera d'une réduction qui pourra le ramener à un niveau aussi bas que celui de la facilité de dépôt (– 50 points de base actuellement) ¹¹⁰. Deux grands paramètres définissent le dispositif d'incitation : l'amplitude et la position de la fourchette des taux d'intérêt qui sont appliqués et le montant minimal du crédit pour excéder la référence permettant de bénéficier du taux le plus bas possible (graphique A). Concernant les taux, un taux maximal plus élevé aurait rendu peu attractive la participation à l'opération, ce qui aurait entraîné un faible tirage et accentué de façon injustifiée le resserrement des conditions de financement des banques. Dans le même temps, le taux minimal atteignable a dû être calibré de manière à fournir le degré de soutien monétaire souhaité tout en évitant que les banques ne soient complètement découragées d'obtenir des financements par émission de titres de créance sur les marchés privés. S'agissant des exigences de performance en matière d'octroi de prêts, le seuil de crédit fournit la cible nécessaire pour induire un niveau suffisant de prêts bancaires éligibles, tandis que son niveau plutôt modéré évite de déclencher un comportement de prédateur de la part des intermédiaires, qui pourrait se traduire par une importante exposition des banques et une prise de risque excessive. Ces grands paramètres s'accompagnent de caractéristiques supplémentaires qui contribuent également à atteindre les objectifs des TLTRO III. En particulier, les utilisations non souhaitées des fonds empruntés (comme l'acquisition d'actifs plutôt que l'octroi de prêts éligibles) sont encore restreintes par les allocations d'emprunts qui limitent les possibilités d'emprunts supplémentaires, étant donné les montants déjà obtenus dans le cadre des TLTRO II. De plus, l'indexation de la tarification des TLTRO III les lie à celle d'instruments de financement alternatifs et comparables, ne dissuadant dès lors pas les banques de recourir à des financements par émission de dette sur les marchés privés à mesure que se déroulent les TLTRO III.

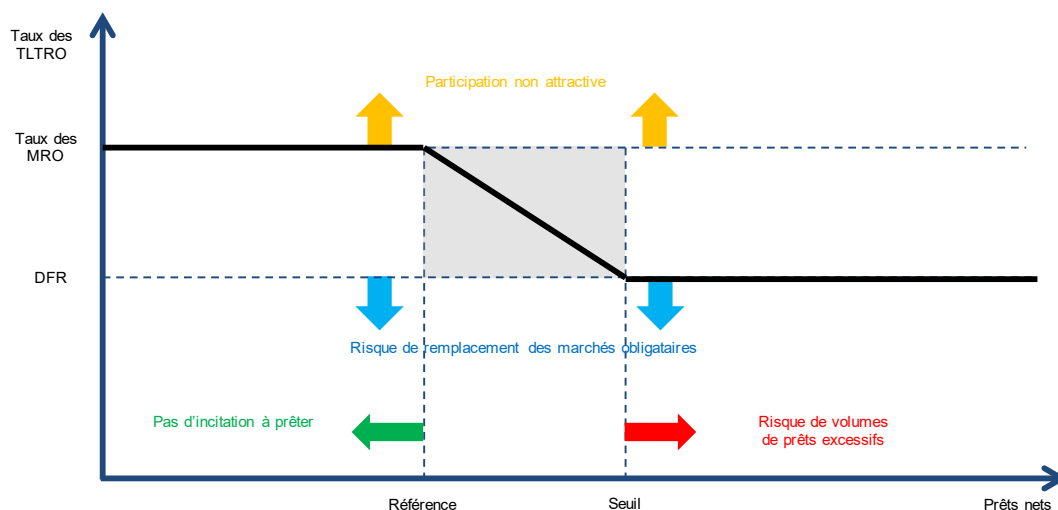
¹⁰⁹ Les prêts éligibles dans le contexte des TLTRO III (comme lors des précédentes TLTRO) sont des prêts accordés aux sociétés non financières et aux ménages, à l'exception des prêts au logement.

¹¹⁰ Le montant de prêt de référence net est le montant de prêts nets éligibles (prêts bruts sous la forme de prêts éligibles nets des remboursements des encours de prêts éligibles) qu'un participant doit dépasser entre le 1^{er} avril 2019 et le 31 mars 2021 afin de pouvoir obtenir un taux d'intérêt sur les emprunts qu'il réalise dans le cadre des TLTRO III inférieur au taux initialement appliqué. Il est égal à zéro pour les banques qui affichent un montant net de prêts éligibles positif au cours de la période de 12 mois s'étant achevée en mars 2019, et égal au montant de prêts nets éligibles sur la même période pour les banques qui ont affiché un montant net de prêts éligibles négatif. Cette distinction supprime les effets dissuasifs susceptibles de s'exercer sur les efforts de réduction de l'endettement actuellement fournis par les participants. La réduction de taux maximale est obtenue lorsque le montant de prêt de référence net dépasse le seuil de 2,5 % au-dessus de la somme des encours des prêts éligibles à compter du 31 mars 2019 et du montant de prêt de référence net.

Graphique A

Illustration du dispositif d'incitation des TLTRO III

(en pourcentage annuel)



Source : BCE.

Notes : Le graphique illustre le taux d'emprunt dans le cadre des TLTRO III. MRO et DFR se rapportent aux taux moyens observés sur la durée de chaque opération. La zone grisée représente la région de l'espace paramètres qui est compatible avec l'objectif et les limitations du programme.

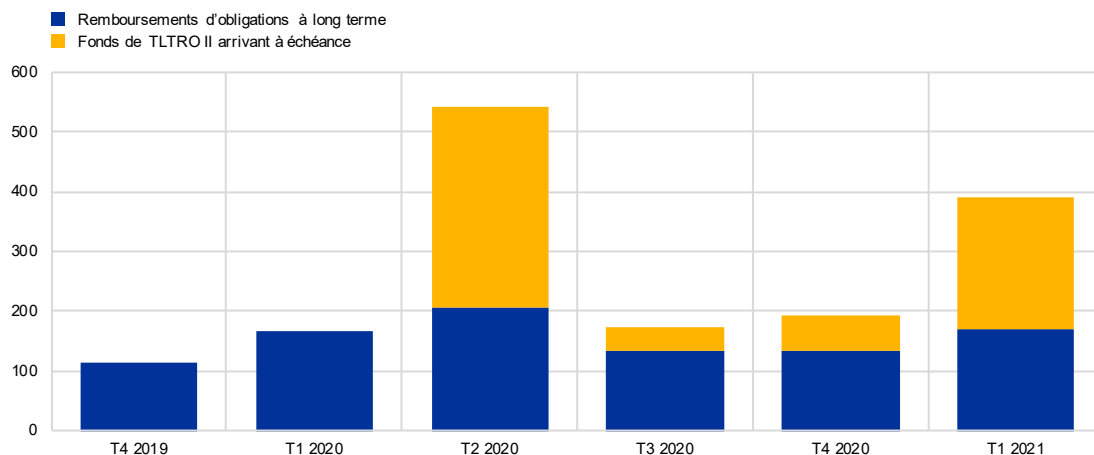
L'annonce du programme de TLTRO III en mars 2019 a rassuré les marchés quant à l'extension d'une facilité de financement à plus long terme et allégé les tensions sur le financement des banques. Les nouvelles opérations ont contribué à contrer les « effets de congestion » qui pourraient se matérialiser sur les marchés de financement des banques en raison de la nécessité concomitante de remplacer les fonds de TLTRO II échus et de larges volumes d'obligations arrivant à échéance (graphique B). Ces effets de congestion auraient accru les écarts de rendement des obligations bancaires, affectant les coûts de financement non seulement pour les banques ayant emprunté dans le cadre des TLTRO II, mais également pour les autres banques. De fait, d'après l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (*Bank lending survey* – BLS) de la BCE, les banques ont déclaré un assouplissement net des conditions de marché depuis l'annonce du nouveau programme, en particulier pour le financement réalisé via l'émission de titres de créance¹¹¹. Si ce changement reflète en partie l'inversion du creusement des écarts de rendement des crédits enregistré après l'épisode d'aversion au risque de fin 2018, il s'est aussi produit en dépit de la dégradation des perspectives macroéconomiques et de la hausse de l'incertitude tout au long de 2019, des circonstances qui auraient sinon entraîné une détérioration de l'accès des banques au financement.

¹¹¹ Cf. « *The euro area bank lending survey – Third quarter of 2019* », BCE, Francfort-sur-le-Main, octobre 2019.

Graphique B

Besoins de refinancement des banques de la zone euro sur le marché obligataire et dans le cadre des TLTRO II

(en milliards d'euros)



Sources : BCE et CSDB.

Notes : Les remboursements des obligations à long terme incluent les obligations d'une durée initiale supérieure à un an, tirées des statistiques CSDB depuis octobre 2019. Les obligations hybrides, les certificats et les *Genussscheine* ne sont pas pris en compte dans le calcul. Les fonds TLTRO II arrivant à échéance se rapportent aux volumes d'encours des TLTRO II (à compter de septembre 2019). Les TLTRO II.1, TLTRO II.2, TLTRO II.3 et TLTRO II.4 arrivent à échéance en juin 2020, septembre 2020, décembre 2020 et mars 2021, respectivement.

En septembre 2019, le Conseil des gouverneurs a décidé d'ajuster la tarification et la durée des TLTRO III, dans un contexte de ralentissement de l'économie de la zone euro plus long que prévu ¹¹². Les nouvelles modalités adoptées en septembre 2019 préserveront des conditions favorables d'octroi de crédits bancaires, garantiront une transmission harmonieuse de la politique monétaire et continueront de soutenir l'orientation accommodante de la politique monétaire ¹¹³. Le renforcement de l'orientation accommodante devrait se transmettre via une baisse globale des coûts de financement des banques et une hausse de l'utilisation des fonds de TLTRO III. L'allègement du coût de financement direct sera fourni aux banques qui réorientent leurs choix de financement au détriment des options de financement obligataire plus coûteuses, tandis que la baisse globale de l'offre de titres provoquée par la diminution des besoins de financement des banques exercera de nouvelles pressions sur les rendements des marchés obligataires restants. En conséquence, le canal du crédit bancaire entraînera une baisse des taux débiteurs et une hausse des volumes de crédit, comme le montre l'expérience des précédentes TLTRO ¹¹⁴. En utilisant une suite de modèles estimés à partir des données de la zone euro, les dernières anticipations des intervenants de marché relatives au recours aux TLTRO III ressortant des enquêtes, qui sont comprises entre 300 milliards et 560 milliards d'euros, correspondent à un allègement global des coûts de financement d'environ 15 points de base. Cela devrait conduire à une réduction maximale des taux débiteurs de 15 points de base et à une contribution positive à la croissance annuelle des prêts de presque 0,4 point de pourcentage (graphique C).

¹¹² La tarification des TLTRO III a été ajustée en septembre 2019 en supprimant l'écart de 10 points de base sur les opérations principales de refinancement et la facilité de dépôt, tandis que leur durée a été étendue de deux à trois ans.

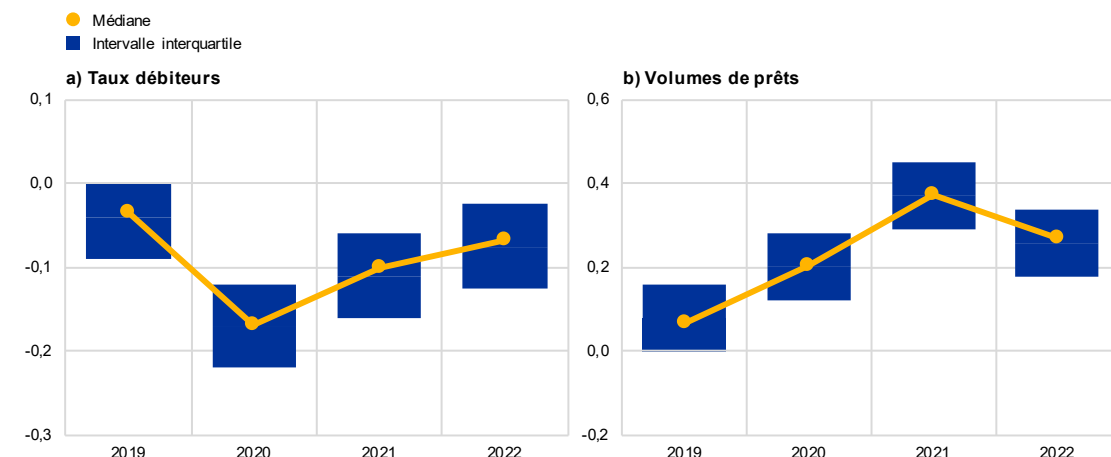
¹¹³ Cf. Schumacher (J.) et Van Robays (I.), « [Le train de mesures de politique monétaire de septembre](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2019.

¹¹⁴ Cf. « [Les opérations de refinancement à plus long terme ciblées : une présentation synthétique des tirages et de leur impact sur l'intermédiation bancaire](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2017 et Altavilla (C.), Andreeva (D.), Boucinha (M.) et Holton (S.), *op.cit.*

Graphique C

Impact du recours aux TLTRO III sur les taux débiteurs et les volumes de prêts anticipés par les intervenants de marché

(partie a), points de pourcentage par année ; partie b), contribution au taux de croissance annuel, en points de pourcentage)



Sources : Enquête Bloomberg (octobre 2019), BCE et calculs de la BCE.

Notes : L'évaluation suppose une baisse des coûts marginaux de financement résultant de la substitution partielle à la diminution de l'émission d'obligations bancaires. Les estimations sont fondées sur un ensemble de modèles incluant ceux décrits dans Altavilla (C.), Canova (F.) et Ciccarelli (M.), « *Mending the broken link: Heterogeneous bank lending rates and monetary policy pass-through* », *Journal of Monetary Economics*, 2019 ; Holton (S.) et Rodriguez D'Acri (C.), « *Interest rate pass-through since the euro area crisis* », *Journal of Banking & Finance*, vol. 96, Issue C, 2018, p. 277-291 ; Benetton (M.) et Fantino (D.), « *Competition and the pass-through of unconventional monetary policy: evidence from TLTROs* », *Working Papers*, n° 1187, Banca d'Italia, 2018 ; Albertazzi (U.), Altavilla (C.), Boucinha (M.) et Di Maggio (M.), « *The incentive channel of monetary policy: quasi-experimental evidence from liquidity operations* », mimeo, 2019. Le recours aux TLTRO III sous-jacent à la médiane se rapporte à l'anticipation médiane des intervenants de marché d'après l'enquête Bloomberg. Les zones en bleu foncé indiquent l'intervalle interquartile des résultats obtenus à partir de modèles pour l'anticipation médiane du recours au TLTRO III.

5 Conclusion

Cet article fournit une évaluation du redressement du crédit bancaire aux entreprises de la zone euro observé depuis 2014.

Les éléments présentés dans l'article montrent que, durant cette phase de redressement, la croissance du crédit est demeurée inférieure aux niveaux d'avant la crise. S'il est soutenu par des conditions de financement très favorables, le rythme modéré du redressement reflète toutefois principalement le processus de désendettement observé après la crise et l'importance croissante de sources de financement alternatives, ainsi qu'un affaiblissement de l'activité économique par rapport à la période ayant précédé la crise.

L'amélioration des conditions de l'offre de crédit a soutenu la croissance du crédit et, par conséquent, l'expansion de l'investissement productif des entreprises.

L'effet positif des facteurs d'offre de crédit a renforcé l'impact de la normalisation graduelle de la demande de crédit, qui reflète l'amélioration des perspectives macroéconomiques et des bilans des entreprises. La solidité de la relation entre investissement des entreprises et crédit bancaire aux entreprises a cependant varié selon les pays. Cette hétérogénéité s'explique en partie par le fait que l'importance de l'utilisation de sources de financement alternatives varie selon les pays, que les niveaux en matière d'impératifs de désendettement diffèrent et qu'il existe des évolutions macroéconomiques propres à chaque pays.

Enfin, les données montrent largement que le redressement du crédit bancaire aux entreprises aurait été nettement plus faible sans les mesures de politique monétaire mises en œuvre par la BCE depuis l'été 2014. Plus particulièrement, les estimations fondées sur des modèles au plan macroéconomique, les résultats d'enquêtes et les études fondées sur des données granulaires au niveau des banques et des entreprises suggèrent tous que les mesures non conventionnelles de la BCE sont pour une part importante à l'origine du redressement du crédit bancaire aux entreprises. Une analyse prospective indique que les TLTRO III contribueront à préserver des conditions de prêts bancaires favorables, à garantir une transmission harmonieuse de la politique monétaire et à soutenir encore l'orientation accommodante de la politique monétaire.

Statistiques

Table des matières

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

Informations complémentaires

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

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

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

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

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

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

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

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

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

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

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

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

Conventions utilisées dans les tableaux

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

1 Environnement extérieur

1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

	PIB ¹⁾ (variations en pourcentage d'une période sur l'autre)						IPC (variations annuelles en pourcentage)						
	G20	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Pays de l'OCDE		États-Unis	Royaume-Uni (IPCH)	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro ²⁾ (IPCH)
	1	2	3	4	5	6	Total	Hors produits alimentaires et énergie	9	10	11	12	13
2017	3,9	2,4	1,9	2,2	6,8	2,5	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,7	2,9	1,3	0,3	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	1,8	1,8	.	.	1,2
2018 T4	0,7	0,3	0,2	0,3	1,5	0,3	2,8	2,3	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
2019 T1	0,8	0,8	0,6	0,6	1,4	0,4	2,2	2,2	1,6	1,9	0,3	1,8	1,4
T2	0,7	0,5	-0,2	0,5	1,6	0,2	2,3	2,2	1,8	2,0	0,8	2,6	1,4
T3	0,7	0,5	0,4	0,4	1,5	0,3	1,9	2,2	1,8	1,8	0,3	2,9	1,0
2019 Juillet	-	-	-	-	-	-	2,1	2,3	1,8	2,1	0,5	2,8	1,0
Août	-	-	-	-	-	-	1,9	2,3	1,7	1,7	0,3	2,8	1,0
Septembre	-	-	-	-	-	-	1,6	2,1	1,7	1,7	0,2	3,0	0,8
Octobre	-	-	-	-	-	-	1,6	2,0	1,8	1,5	0,2	3,8	0,7
Novembre	-	-	-	-	-	-	1,8	2,1	2,1	1,5	0,5	4,5	1,0
Décembre	-	-	-	-	-	-	.	.	2,3	1,3	.	.	1,3

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

1) Données trimestrielles cvs; données annuelles brutes.

2) Les données 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
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,8	3,1	7,6
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,9	4,4	3,1	5,2
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,7	.	.	.
2019 T1	52,8	54,8	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	-0,7	0,0	-1,1
T2	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,8	49,4	-0,5	-1,3	0,0
T3	51,4	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,7	48,4	0,9	1,6	0,4
T4	51,4	51,9	49,5	49,2	52,6	50,7	51,3	51,4	49,5	.	.	.
2019 Juillet	51,7	52,6	50,7	50,6	50,9	51,5	49,8	52,3	49,0	-0,7	0,3	-1,4
Août	51,1	50,7	50,2	51,9	51,6	51,9	50,4	51,4	47,7	-0,4	0,2	-0,7
Septembre	51,2	51,0	49,3	51,5	51,9	50,1	50,9	51,4	48,6	0,9	1,6	0,4
Octobre	50,8	50,9	50,0	49,1	52,0	50,6	51,0	50,7	49,5	1,0	0,4	1,3
Novembre	51,6	52,0	49,3	49,8	53,2	50,6	51,6	51,6	49,4	.	.	.
Décembre	51,8	52,7	49,3	48,6	52,6	50,9	51,2	52,0	49,6	.	.	.

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

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

2) Hors zone euro.

2 Évolutions financières

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel; valeurs moyennes sur la période)

	Taux à court terme de l'euro (€STR) ²⁾	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	8
2017	—	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2019 Juin	-0,45	-0,36	-0,38	-0,33	-0,28	-0,19	2,40	-0,07
Juillet	-0,45	-0,37	-0,40	-0,36	-0,35	-0,28	2,29	-0,07
Août	-0,45	-0,36	-0,41	-0,41	-0,40	-0,36	2,16	-0,10
Septembre	-0,49	-0,40	-0,45	-0,42	-0,39	-0,34	2,13	-0,09
Octobre	-0,55	-0,46	-0,46	-0,41	-0,36	-0,30	1,98	-0,11
Novembre	-0,54	-0,45	-0,45	-0,40	-0,34	-0,27	1,90	-0,10
Décembre	-0,54	-0,46	-0,45	-0,39	-0,34	-0,26	1,91	-0,06

Source : BCE.

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

2) La BCE a publié le taux à court terme de l'euro (€STR) pour la première fois le 2 octobre 2019, reflétant l'activité de négociation du 1^{er} octobre 2019. Les données relatives aux périodes précédentes se rapportent au pré-€STR qui a été publié à titre d'information seulement et non pour être utilisé comme référence ou taux de référence pour les transactions de marché.

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
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2019 Juin	-0,60	-0,69	-0,75	-0,64	-0,26	0,43	0,07	0,14	-0,78	-0,79	-0,29	0,44
Juillet	-0,67	-0,74	-0,79	-0,72	-0,39	0,35	0,02	0,09	-0,82	-0,84	-0,45	0,25
Août	-0,84	-0,88	-0,93	-0,92	-0,65	0,23	-0,27	0,03	-0,94	-1,00	-0,73	-0,12
Septembre	-0,70	-0,76	-0,81	-0,77	-0,52	0,24	-0,10	0,03	-0,83	-0,86	-0,58	-0,02
Octobre	-0,67	-0,69	-0,69	-0,62	-0,36	0,32	0,17	-0,01	-0,70	-0,69	-0,41	0,14
Novembre	-0,61	-0,63	-0,65	-0,57	-0,30	0,34	0,18	0,04	-0,66	-0,65	-0,33	0,23
Décembre	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41

Source : BCE.

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

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

2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs											
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2017	376,9	3491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2449,1	20209,0
2018	375,5	3386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2746,2	22310,7
2019	373,6	3435,2	731,7	270,8	721,5	324,4	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2913,4	21697,2
2019 Juin	369,7	3406,0	722,6	264,9	728,5	323,2	152,0	652,3	517,5	323,9	296,6	734,0	2890,2	21060,2
Juillet	380,0	3507,8	739,6	271,8	752,7	329,3	155,8	666,2	548,2	326,4	292,2	769,2	2996,1	21593,7
Août	363,6	3355,3	704,2	262,0	722,8	303,0	144,1	639,4	523,4	325,7	281,9	778,9	2897,5	20629,7
Sept.	379,7	3514,5	738,2	271,3	751,1	319,7	151,8	669,4	545,0	338,5	294,7	804,3	2982,2	21585,5
Oct.	382,8	3551,2	748,2	273,3	742,2	316,6	157,0	671,1	556,8	341,4	306,7	791,7	2977,7	22197,5
Nov.	398,4	3693,1	794,5	283,0	761,3	328,8	163,6	711,6	585,2	339,4	304,8	837,7	3104,9	23278,1
Déc.	400,9	3715,3	799,3	290,0	755,9	322,8	165,1	716,0	598,5	341,8	295,3	862,5	3176,7	23660,4

Source : BCE.

2 Évolutions financières

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

		Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement					Indicateur composite du coût d'emprunt
		À vue	Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux		TAEG ³⁾		Par période de fixation initiale du taux				TAEG ³⁾	
				≤ 2 ans	> 2 ans			Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an			> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans			
															1		
2018	Décembre	0,03	0,44	0,30	0,78	5,87	16,68	4,92	5,47	5,99	2,27	1,61	1,80	1,91	1,84	2,11	1,80
2019	Janvier	0,03	0,43	0,33	0,74	5,92	16,63	5,32	5,82	6,33	2,36	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82
	Février	0,03	0,43	0,32	0,70	5,97	16,61	5,28	5,71	6,27	2,41	1,59	1,84	1,87	1,84	2,09	1,80
	Mars	0,03	0,41	0,30	0,76	5,90	16,65	5,41	5,61	6,18	2,36	1,60	1,80	1,83	1,81	2,06	1,78
	Avril	0,03	0,41	0,32	0,75	5,88	16,66	5,56	5,63	6,19	2,36	1,60	1,77	1,77	1,77	2,02	1,75
	Mai	0,03	0,44	0,31	0,79	5,81	16,67	5,61	5,76	6,34	2,33	1,58	1,79	1,73	1,74	1,99	1,72
	Juin	0,03	0,44	0,32	0,82	5,81	16,63	5,42	5,67	6,25	2,31	1,56	1,73	1,67	1,65	1,95	1,67
	Juillet	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,58	5,74	5,74	6,31	2,34	1,56	1,71	1,59	1,57	1,90	1,61
	Août	0,03	0,43	0,28	0,78	5,75	16,60	6,15	5,76	6,35	2,25	1,52	1,68	1,53	1,50	1,84	1,56
	Septembre	0,03	0,43	0,27	0,78	5,82	16,61	5,65	5,62	6,17	2,22	1,47	1,63	1,49	1,43	1,77	1,48
	Octobre	0,03	0,42	0,24	0,83	5,70	16,63	5,89	5,55	6,19	2,26	1,45	1,59	1,44	1,39	1,74	1,44
	Novembre ^(p)	0,03	0,42	0,23	0,74	5,63	16,64	5,35	5,53	6,25	2,21	1,43	1,59	1,61	1,48	1,80	1,47

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAE³⁾).

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

		Dépôts			Crédits renou- velables et décou- verts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur com- posite du coût d'em- prunt
		À vue	D'une durée :			≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros			
			≤ 2 ans	> 2 ans		Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	Décembre	0,03	0,07	0,53	2,18	2,20	2,29	2,25	1,60	1,59	1,67	1,21	1,39	1,59	1,63
2019	Janvier	0,03	0,05	0,54	2,22	2,15	2,40	2,32	1,67	1,62	1,72	1,13	1,30	1,61	1,63
	Février	0,03	0,03	0,52	2,21	2,15	2,41	2,33	1,65	1,64	1,69	1,13	1,39	1,56	1,64
	Mars	0,03	0,07	0,62	2,17	2,17	2,38	2,30	1,66	1,58	1,68	1,19	1,36	1,57	1,65
	Avril	0,03	0,06	0,54	2,19	2,19	2,36	2,26	1,67	1,60	1,64	1,16	1,33	1,44	1,62
	Mai	0,03	0,04	0,46	2,15	2,18	2,38	2,29	1,66	1,59	1,63	1,09	1,17	1,50	1,57
	Juin	0,03	0,03	0,56	2,17	2,13	2,33	2,25	1,63	1,55	1,56	1,09	1,28	1,39	1,55
	Juillet	0,03	0,04	0,57	2,11	2,07	2,50	2,20	1,66	1,57	1,54	1,16	1,32	1,39	1,56
	Août	0,03	-0,04	0,54	2,08	2,07	2,36	2,19	1,64	1,59	1,53	1,06	1,32	1,40	1,52
	Septembre	0,03	-0,05	0,88	2,16	2,03	2,25	2,15	1,61	1,51	1,44	1,10	1,26	1,29	1,54
	Octobre	0,02	-0,03	0,44	2,08	2,01	2,41	2,11	1,61	1,54	1,40	1,14	1,40	1,27	1,56
Novembre ^(p)	0,02	-0,02	0,40	2,06	2,02	2,36	2,13	1,59	1,56	1,41	1,13	1,34	1,26	1,55	

Source : BCE.

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

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

2 Évolutions financières

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

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

		Encours							Émissions brutes ¹⁾						
		Total	IFM (y compris Euro- système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro- système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques			
				Sociétés finan- cières autres que les IFM	Véhi- cules finan- ciers	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale			Autres admi- nistra- tions pu- bliques	Sociétés finan- cières autres que les IFM	Véhi- cules finan- ciers	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale	Autres admi- nistra- tions pu- bliques
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Court terme															
2016		1241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017		1240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018		1217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	Juin	1316	556	177	.	99	428	56	383	151	81	.	45	71	35
	Juillet	1346	576	180	.	110	424	57	469	204	88	.	56	76	45
	Août	1374	587	187	.	112	424	63	414	180	85	.	39	71	38
	Septembre	1396	597	189	.	106	439	66	413	156	88	.	48	81	41
	Octobre	1361	582	179	.	106	424	69	436	200	65	.	52	75	45
	Novembre	1344	570	180	.	102	426	66	375	159	68	.	44	75	30
Long terme															
2016		15373	3695	3186	.	1163	6686	642	219	62	53	.	18	78	8
2017		15353	3560	3060	.	1223	6866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018		15745	3688	3160	.	1249	7022	627	228	64	68	.	16	75	6
2019	Juin	16112	3768	3228	.	1294	7190	633	244	61	75	.	22	80	5
	Juillet	16181	3789	3268	.	1304	7184	636	263	70	82	.	25	78	8
	Août	16189	3784	3264	.	1302	7200	639	129	24	48	.	9	41	6
	Septembre	16260	3805	3292	.	1329	7200	634	283	82	90	.	34	74	4
	Octobre	16206	3799	3306	.	1325	7153	623	274	61	97	.	24	85	6
	Novembre	16344	3833	3374	.	1338	7172	628	273	67	103	.	26	71	6

Source : BCE.

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

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

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

		Titres de créance						Actions cotées				
		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières	
				Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques					
												Véhicules financiers
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Encours												
2016		16613,8	4213,4	3321,3	.	1222,6	7151,7	704,9	7089,5	537,6	1084,2	5467,7
2017		16593,1	4079,4	3215,0	.	1293,2	7304,7	700,8	7954,7	612,5	1249,6	6092,6
2018		16961,8	4192,1	3330,1	.	1320,4	7445,8	673,4	7027,2	465,1	1099,4	5462,7
2019	Juin	17428,6	4323,8	3404,9	.	1393,0	7617,7	689,1	7940,5	493,3	1246,0	6201,3
	Juillet	17527,3	4365,1	3448,0	.	1413,4	7607,8	693,1	7980,2	484,0	1252,8	6243,4
	Août	17563,8	4371,5	3451,2	.	1414,5	7624,6	702,0	7841,0	462,4	1183,0	6195,6
	Septembre	17656,5	4401,7	3481,0	.	1434,6	7639,5	699,8	8182,3	496,1	1335,6	6350,6
	Octobre	17566,4	4380,7	3485,1	.	1430,4	7577,4	692,8	8257,7	508,2	1348,6	6400,8
	Novembre	17688,8	4402,7	3554,1	.	1439,8	7598,3	694,0	8503,6	524,1	1380,1	6599,4
Taux de croissance												
2016		0,3	-3,0	-1,0	.	5,6	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017		1,3	-0,5	0,1	.	6,0	2,2	0,4	1,0	6,1	2,8	0,2
2018		1,9	1,7	2,9	.	3,5	1,9	-4,3	0,7	-0,1	2,4	0,4
2019	Juin	2,9	4,5	2,2	.	4,5	2,3	1,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
	Juillet	3,0	5,2	2,1	.	4,7	2,0	1,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
	Août	3,3	4,9	2,9	.	5,7	2,2	1,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
	Septembre	3,1	4,4	3,4	.	5,4	1,8	3,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1
	Octobre	2,9	4,1	3,8	.	5,5	1,5	1,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2
	Novembre	3,0	4,0	4,6	.	6,6	1,3	1,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2

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)	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
2017	96,6	91,4	91,9	86,2	79,9	90,3	112,0	90,0
2018	98,9	93,4	93,4	87,5	80,3	91,3	117,9	93,8
2019	97,3	91,2	91,7	.	.	.	116,7	91,5
2019 T1	97,4	91,7	92,1	86,0	79,2	89,2	116,7	92,1
T2	97,3	91,4	91,7	85,9	78,6	88,9	116,8	91,8
T3	97,7	91,4	91,8	86,2	79,7	89,1	116,9	91,5
T4	97,0	90,4	91,3	.	.	.	116,2	90,5
2019 Juillet	97,5	91,3	91,7	—	—	—	116,5	91,3
Août	98,1	91,9	92,1	—	—	—	117,6	92,0
Septembre	97,4	91,1	91,7	—	—	—	116,7	91,2
Octobre	97,4	90,9	91,7	—	—	—	116,6	91,0
Novembre	96,7	90,2	91,1	—	—	—	116,0	90,3
Décembre	96,7	90,2	91,1	—	—	—	116,0	90,3
variation en pourcentage par rapport au mois précédent								
2019 Décembre	0,0	0,0	0,0	—	—	—	0,0	0,0
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente								
2019 Décembre	-1,7	-2,8	-1,9	—	—	—	-1,7	-3,3

Source : BCE.

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

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
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2019 T1	7,663	7,422	25,683	7,464	317,907	125,083	4,302	0,873	4,7358	10,419	1,132	1,136
T2	7,672	7,418	25,686	7,467	322,973	123,471	4,282	0,875	4,7480	10,619	1,126	1,124
T3	7,800	7,394	25,734	7,463	328,099	119,323	4,318	0,902	4,7314	10,662	1,096	1,112
T4	7,801	7,439	25,577	7,471	331,933	120,323	4,287	0,861	4,7666	10,652	1,096	1,107
2019 Juillet	7,715	7,390	25,548	7,466	325,269	121,406	4,260	0,899	4,7286	10,560	1,108	1,122
Août	7,858	7,390	25,802	7,460	326,906	118,179	4,347	0,916	4,7280	10,736	1,089	1,113
Septembre	7,832	7,401	25,868	7,463	332,448	118,242	4,353	0,891	4,7381	10,697	1,090	1,100
Octobre	7,845	7,436	25,689	7,469	331,462	119,511	4,301	0,875	4,7538	10,802	1,098	1,105
Novembre	7,757	7,440	25,531	7,472	333,617	120,338	4,285	0,858	4,7698	10,650	1,098	1,105
Décembre	7,797	7,442	25,497	7,472	330,706	121,241	4,273	0,847	4,7779	10,483	1,093	1,111
variation en pourcentage par rapport au mois précédent												
2019 Décembre	0,5	0,0	-0,1	0,0	-0,9	0,8	-0,3	-1,2	0,2	-1,6	-0,5	0,6
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente												
2019 Décembre	-0,5	0,5	-1,3	0,1	2,5	-5,2	-0,4	-5,6	2,7	2,0	-3,3	-2,4

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)													
2018	T4	25 405,3	25 871,5	-466,1	10 895,0	8 975,7	8 475,1	10 542,1	-87,9	5 404,0	6 353,6	719,1	14 209,5
2019	T1	26 666,3	26 969,6	-303,3	11 184,9	9 113,4	9 126,6	11 318,5	-91,5	5 705,2	6 537,6	741,1	14 674,3
	T2	26 804,9	27 085,3	-280,4	11 037,1	9 054,3	9 226,8	11 461,7	-75,4	5 845,6	6 569,3	770,8	14 770,8
	T3	27 834,1	27 960,6	-126,5	11 405,6	9 344,7	9 612,9	11 906,0	-89,0	6 077,6	6 709,9	827,0	15 089,2
encours en pourcentage du PIB													
2019	T3	235,6	236,7	-1,1	96,6	79,1	81,4	100,8	-0,8	51,5	56,8	7,0	127,7
Flux													
2018	T4	-408,4	-471,6	63,1	-303,9	-195,0	-28,6	-158,9	29,6	-111,4	-117,6	5,8	–
2019	T1	353,3	292,4	60,9	92,0	31,5	58,2	141,4	3,0	197,2	119,6	2,9	–
	T2	187,0	170,8	16,2	-90,3	12,8	51,2	78,7	34,1	189,3	79,4	2,7	–
	T3	442,2	337,4	104,8	162,5	150,6	146,7	153,0	3,2	128,1	33,8	1,7	–
2019	Juin	-75,1	-108,6	33,5	-123,9	-82,5	59,5	34,9	9,0	-17,5	-61,0	-2,3	–
	Juillet	351,5	320,1	31,4	135,3	138,7	52,5	69,4	11,1	145,5	112,1	7,1	–
	Août	17,3	-21,8	39,1	-47,9	-63,0	37,2	17,2	-2,3	29,6	24,0	0,7	–
	Septembre	73,4	39,1	34,3	75,1	75,0	57,0	66,4	-5,6	-46,9	-102,3	-6,2	–
	Octobre	17,4	-44,2	61,5	-9,0	-76,5	44,0	6,8	3,6	-22,3	25,5	1,0	–
	Novembre	21,4	-19,7	41,1	4,9	31,6	28,7	16,3	-2,0	-8,0	-67,7	-2,3	–
flux cumulés sur 12 mois													
2019	Novembre	589,4	262,6	326,7	-83,7	-7,5	332,9	274,1	43,7	287,2	-4,0	9,2	–
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2019	Novembre	5,0	2,2	2,8	-0,7	-0,1	2,8	2,3	0,4	2,4	0,0	0,1	–

Source : BCE.

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

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	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 intellectuelle					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2016	10817,0	10339,5	5858,7	2235,3	2193,0	1038,2	675,1	473,5	52,5	477,5	4928,9	4451,4
2017	11201,0	10707,6	6037,0	2296,7	2304,3	1101,6	707,0	489,2	69,6	493,4	5297,9	4804,5
2018	11561,2	11060,9	6207,5	2363,9	2405,9	1175,2	742,2	481,7	83,6	500,3	5547,4	5047,0
2018 T4	2922,9	2805,9	1567,4	597,7	619,4	302,7	189,0	126,1	21,3	117,0	1410,9	1293,9
2019 T1	2945,4	2815,3	1574,6	601,9	626,7	311,0	190,5	123,5	12,0	130,1	1421,6	1291,5
T2	2966,3	2865,1	1589,0	608,5	657,6	309,9	191,4	154,6	10,0	101,2	1426,6	1325,4
T3	2982,7	2849,3	1597,5	612,3	639,4	316,3	191,7	129,5	0,2	133,4	1435,7	1302,3
en pourcentage du PIB												
2018	100,0	95,7	53,7	20,4	20,8	10,2	6,4	4,2	0,7	4,3	—	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2018 T4	0,3	0,4	0,4	0,4	1,6	1,3	0,4	4,3	—	—	0,9	1,1
2019 T1	0,4	0,1	0,4	0,4	0,3	1,5	0,4	-2,7	—	—	0,9	0,2
T2	0,2	1,4	0,2	0,5	5,2	-0,3	1,0	25,2	—	—	0,1	2,7
T3	0,3	-0,6	0,5	0,4	-3,8	0,9	-0,8	-16,8	—	—	0,7	-1,2
variations annuelles en pourcentage												
2016	1,9	2,4	2,0	1,9	4,0	2,7	5,8	4,5	—	—	2,9	4,1
2017	2,5	2,2	1,7	1,3	3,5	3,6	4,0	2,4	—	—	5,5	5,0
2018	1,9	1,6	1,4	1,1	2,3	3,4	4,3	-2,8	—	—	3,3	2,7
2018 T4	1,2	1,8	1,1	1,1	4,1	3,4	2,4	8,7	—	—	1,7	3,1
2019 T1	1,4	1,5	1,1	1,4	4,1	4,8	3,2	3,5	—	—	3,1	3,6
T2	1,2	2,5	1,2	1,5	8,3	3,1	3,1	29,4	—	—	2,2	5,3
T3	1,2	1,3	1,5	1,8	3,2	3,5	1,0	5,8	—	—	2,7	2,9
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2018 T4	0,3	0,4	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,0	—	—
2019 T1	0,4	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	-0,1	-0,3	0,3	—	—
T2	0,2	1,3	0,1	0,1	1,1	0,0	0,1	1,1	0,0	-1,1	—	—
T3	0,3	-0,6	0,3	0,1	-0,8	0,1	-0,1	-0,9	-0,1	0,9	—	—
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2016	1,9	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,0	-0,4	—	—
2017	2,5	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,2	0,5	—	—
2018	1,9	1,5	0,7	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,4	—	—
2018 T4	1,2	1,7	0,6	0,2	0,8	0,3	0,2	0,4	0,0	-0,5	—	—
2019 T1	1,4	1,5	0,6	0,3	0,8	0,5	0,2	0,1	-0,3	-0,1	—	—
T2	1,2	2,4	0,6	0,3	1,7	0,3	0,2	1,2	-0,3	-1,2	—	—
T3	1,2	1,2	0,8	0,4	0,7	0,4	0,1	0,2	-0,6	0,0	—	—

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)												
2016	9 703,7	161,1	1 931,6	479,2	1 834,9	444,3	473,7	1 106,3	1 084,7	1 847,2	340,6	1 113,3
2017	10 040,0	176,2	1 991,7	502,2	1 909,8	468,8	465,8	1 133,7	1 143,7	1 897,4	350,6	1 160,9
2018	10 356,3	177,7	2 041,5	537,2	1 968,4	488,5	469,8	1 168,0	1 195,2	1 954,7	355,3	1 205,0
2018 T4	2 619,0	44,6	512,5	138,7	497,3	124,6	118,6	295,0	304,0	494,3	89,4	303,9
2019 T1	2 639,0	45,0	514,6	142,5	502,3	125,8	117,9	297,9	305,6	497,4	90,1	306,4
T2	2 658,5	45,2	513,4	144,1	506,0	127,9	118,9	300,2	309,0	502,6	91,2	308,8
T3	2 669,0	44,9	512,0	146,2	509,1	128,4	119,5	302,0	310,7	504,9	91,2	312,8
en pourcentage de la valeur ajoutée												
2018	100,0	1,7	19,7	5,2	19,0	4,7	4,5	11,3	11,5	18,9	3,4	–
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2018 T4	0,3	0,7	-0,4	1,3	0,5	0,5	-0,3	0,3	1,0	0,4	0,3	0,3
2019 T1	0,5	0,0	0,0	1,5	1,0	1,5	0,6	0,5	-0,1	0,1	0,6	0,4
T2	0,1	-1,0	-0,5	-0,1	0,1	1,2	0,9	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5
T3	0,2	0,1	-0,4	0,6	0,3	1,1	0,4	0,4	0,2	0,2	0,0	0,7
variations annuelles en pourcentage												
2016	1,8	-2,0	2,9	1,9	1,9	4,2	-1,0	0,6	2,6	1,6	0,0	2,7
2017	2,6	0,7	3,4	2,4	3,0	5,8	1,0	0,8	4,3	1,6	1,5	2,1
2018	2,0	1,2	1,8	3,4	2,2	4,4	1,1	1,6	3,3	1,0	0,4	1,5
2018 T4	1,2	-0,4	-0,6	3,5	1,5	3,7	0,5	1,4	2,8	0,9	0,2	1,1
2019 T1	1,4	-0,6	-0,4	4,8	2,0	4,9	1,2	1,4	1,7	1,0	0,9	1,1
T2	1,2	-1,4	-1,1	3,4	1,6	5,1	1,8	1,5	1,5	1,1	1,4	1,3
T3	1,1	-0,3	-1,3	3,2	1,9	4,4	1,6	1,5	1,4	1,1	1,2	2,0
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée; en points de pourcentage												
2018 T4	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	–
2019 T1	0,5	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	–
T2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	–
T3	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	–
contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée; en points de pourcentage												
2016	1,8	0,0	0,6	0,1	0,4	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,0	–
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,6	0,3	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1	–
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	–
2018 T4	1,2	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,0	–
2019 T1	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	–
T2	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	–
T3	1,1	0,0	-0,3	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi ¹⁾

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique									
		Salariés	Tra- vailleurs indé- pendants	Agri- culture, sylvicul- ture et pêche	Industrie manu- factu- rière, énergie et services publics	Cons- truction	Commerce, transport, hébergement et restaura- tion	Information et commu- nication	Activités finan- cières et d'assu- rance	Activités immobi- lières	Activités spéciali- sées de ser- vices aux entre- prises et de soutien	Adminis- tration publique, en- sei-gne- ment, santé et action sociale	Arts, spec- tacles et autres activités de ser- vices
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personnes employées													
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
2016	100,0	85,2	14,8	3,3	14,7	6,0	24,9	2,8	2,6	1,0	13,6	24,4	7,0
2017	100,0	85,6	14,4	3,2	14,6	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,8	24,3	6,9
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,9
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2016	1,3	1,6	-0,2	-0,2	0,8	0,3	1,4	3,0	-0,5	2,1	2,9	1,3	0,7
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,5	1,1	1,4	1,8	3,4	-1,5	1,8	3,7	1,1	1,0
2018	1,5	1,8	-0,2	-0,4	1,5	2,4	1,4	3,4	-0,7	1,7	2,8	1,3	0,6
2018 T4	1,4	1,6	0,0	-0,4	1,3	3,0	1,3	3,8	-0,5	1,8	1,9	1,3	0,3
2019 T1	1,4	1,6	0,1	0,1	1,3	2,5	1,2	4,1	-0,1	2,1	1,8	1,3	0,5
T2	1,2	1,4	-0,4	-2,0	1,0	1,5	1,2	4,1	-0,4	1,0	1,3	1,4	0,9
T3	1,0	1,3	-0,7	-1,2	0,8	1,0	0,9	3,5	0,0	0,1	1,3	1,3	1,1
Heures travaillées													
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2016	100,0	80,3	19,7	4,4	15,1	6,7	25,8	2,9	2,6	1,0	13,3	21,9	6,3
2017	100,0	80,7	19,3	4,3	15,1	6,7	25,8	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,2
2018	100,0	81,0	19,0	4,2	15,0	6,8	25,7	3,0	2,5	1,0	13,8	21,8	6,2
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2016	1,4	1,9	-0,3	0,0	0,9	0,5	1,6	3,0	-0,1	2,9	3,0	1,3	0,8
2017	1,2	1,7	-1,1	-1,1	0,8	1,3	1,3	3,3	-2,0	1,5	3,5	0,5	0,4
2018	1,5	1,9	-0,3	0,4	1,2	2,7	1,1	3,2	-1,0	2,4	2,8	1,3	0,5
2018 T4	1,6	1,9	0,0	0,2	1,2	3,3	1,4	3,8	-0,1	2,0	2,2	1,4	0,5
2019 T1	1,6	1,9	0,2	1,2	1,5	3,1	1,4	4,1	0,0	1,6	1,9	1,4	0,5
T2	0,9	1,2	-0,6	-1,9	0,6	1,5	0,9	3,6	-0,3	1,1	1,4	1,0	0,1
T3	0,7	1,2	-1,1	-1,3	0,5	0,8	0,5	3,4	0,0	1,9	1,1	1,0	0,3
Heures travaillées par personne employée													
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2016	0,1	0,3	-0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	0,0	0,4	0,7	0,1	0,0	0,0
2017	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,5	-0,3	-0,2	-0,6	-0,5
2018	-0,1	0,1	-0,1	0,8	-0,2	0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,7	0,0	0,0	-0,1
2018 T4	0,2	0,3	0,0	0,7	-0,1	0,3	0,1	0,1	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2
2019 T1	0,2	0,3	0,1	1,1	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	-0,4	0,1	0,1	0,0
T2	-0,3	-0,2	-0,3	0,1	-0,4	0,0	-0,3	-0,5	0,1	0,2	0,1	-0,3	-0,8
T3	-0,3	-0,2	-0,4	-0,2	-0,3	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1	1,7	-0,1	-0,2	-0,8

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Popu- lation active, millions ¹⁾	Sous- emploi, % de la popu- lation active ¹⁾	Chômage											Taux de vacance d'emp- loi ²⁾
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ¹⁾	Par âge				Par sexe				% du total des postes
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
						Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% du total en 2016			100,0		81,7		18,3		52,2		47,8			
2016	162,028	4,3	16,259	10,0	5,0	13,294	9,0	2,965	20,9	8,484	9,7	7,775	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,760	9,1	4,4	12,093	8,1	2,666	18,8	7,636	8,7	7,124	9,5	1,9
2018	163,305	3,8	13,393	8,2	3,8	10,965	7,4	2,428	17,0	6,901	7,9	6,493	8,6	2,1
2018 T4	163,707	3,7	12,957	7,9	3,6	10,591	7,1	2,366	16,4	6,646	7,6	6,312	8,3	2,3
2019 T1	163,284	3,6	12,677	7,7	3,5	10,364	6,9	2,313	16,1	6,470	7,4	6,207	8,2	2,3
T2	163,765	3,6	12,422	7,6	3,3	10,164	6,8	2,258	15,7	6,381	7,3	6,041	7,9	2,3
T3	164,182	3,3	12,380	7,6	3,2	10,124	6,8	2,256	15,7	6,342	7,2	6,038	7,9	2,2
2019 Juin	—	—	12,365	7,5	—	10,124	6,8	2,241	15,6	6,350	7,2	6,015	7,9	—
Juillet	—	—	12,418	7,6	—	10,150	6,8	2,268	15,8	6,356	7,2	6,061	8,0	—
Août	—	—	12,346	7,5	—	10,107	6,8	2,239	15,6	6,326	7,2	6,019	7,9	—
Septembre	—	—	12,376	7,6	—	10,115	6,8	2,261	15,7	6,343	7,2	6,033	7,9	—
Octobre	—	—	12,325	7,5	—	10,074	6,7	2,250	15,6	6,283	7,2	6,042	7,9	—
Novembre	—	—	12,315	7,5	—	10,057	6,7	2,258	15,6	6,291	7,2	6,024	7,9	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données brutes.

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

3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

		Production industrielle					Con- struction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières	
		Total (hors construction)		Principaux secteurs industriels					Total	Produits alimen- taires, bois- sons, tabac	Produits non alimen- taires	Carburants		
				Industrie manu- factu- rière	Biens inter- mé- diaires	Biens d'équi- pement								Biens de consom- mation
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2015		100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
variations annuelles en pourcentage														
2017		2,9	3,2	3,4	3,9	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	0,8	5,7
2018		0,9	1,2	0,6	1,8	1,3	-1,5	2,0	2,7	1,6	1,3	1,9	0,6	0,9
2019		.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,8
2019	T1	-0,5	-0,2	-0,6	-0,6	1,3	-2,7	4,7	-3,2	2,4	1,0	3,5	2,7	-3,1
	T2	-1,4	-1,5	-2,5	-2,6	1,9	-0,1	2,4	-3,6	2,1	1,1	3,0	0,4	-0,7
	T3	-2,2	-2,2	-3,4	-2,4	0,3	-2,0	0,7	-4,8	2,7	0,9	4,2	1,1	0,6
	T4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	12,5
2019	Juillet	-2,2	-2,2	-2,9	-3,2	0,5	-1,3	1,6	-4,5	2,3	0,9	3,7	1,1	-3,8
	Août	-2,8	-2,8	-3,3	-3,1	-1,1	-2,9	0,9	-5,6	2,8	1,2	4,2	1,8	-6,1
	Septembre	-1,7	-1,7	-4,1	-1,3	1,4	-1,7	-0,3	-4,3	2,9	0,5	4,8	0,5	14,8
	Octobre	-2,6	-2,7	-3,4	-5,2	3,0	-2,6	0,9	-4,5	1,7	0,4	2,6	0,6	9,8
	Novembre	-1,5	-1,6	-2,8	-2,0	1,6	-1,9	1,4	.	2,2	1,7	3,1	-1,4	10,0
	Décembre	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	17,9
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)														
2019	Juillet	-0,4	-0,4	-0,3	2,2	-1,1	-0,2	-0,9	-1,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,1	-1,5
	Août	0,6	0,5	0,1	1,0	0,4	0,2	-0,7	0,7	0,7	0,6	0,8	0,2	11,5
	Septembre	0,0	0,1	-0,9	0,5	0,8	-0,8	1,2	0,3	-0,3	-0,8	0,0	-0,4	-17,4
	Octobre	-0,9	-0,8	0,7	-2,5	0,8	-1,1	-0,5	0,0	-0,3	0,4	-0,7	0,4	4,6
	Novembre	0,2	0,2	-0,5	1,2	-0,5	0,8	0,7	.	1,0	0,7	1,4	-1,0	4,3
	Décembre	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	6,7

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

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)								Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier		Indicateur de confiance des consomma- teurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du com- merce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufac- turière	Production dans le secteur manufac- turier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production
		Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	99,2	-5,3	80,7	-11,7	-15,0	-8,7	7,2	—	51,2	52,5	53,0	52,8
2017	110,1	5,5	83,2	-5,4	-4,2	2,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,2	6,6	83,8	-4,9	6,1	1,3	15,2	90,3	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,5	-5,4	.	-7,1	5,4	-0,4	10,7	.	47,4	47,8	52,7	51,3
2019 T1	106,0	-0,5	83,2	-7,0	7,5	-1,0	11,6	90,7	49,1	49,0	52,4	51,5
T2	104,1	-4,3	82,4	-7,0	6,1	-0,7	11,6	90,5	47,7	48,5	53,1	51,8
T3	102,5	-7,4	81,6	-6,7	4,1	0,0	9,8	90,3	46,4	47,0	52,8	51,2
T4	101,2	-9,3	.	-7,6	4,1	-0,1	9,9	.	46,4	46,7	52,3	50,7
2019 Juillet	102,7	-7,3	82,0	-6,6	5,0	-0,7	10,6	90,5	46,5	46,9	53,2	51,5
Août	103,1	-5,8	—	-7,1	3,9	0,6	9,2	—	47,0	47,9	53,5	51,9
Septembre	101,7	-8,9	—	-6,5	3,4	0,2	9,5	—	45,7	46,1	51,6	50,1
Octobre	100,8	-9,5	81,2	-7,6	4,4	-0,9	9,0	90,2	45,9	46,6	52,2	50,6
Novembre	101,2	-9,1	—	-7,2	2,8	-0,2	9,2	—	46,9	47,4	51,9	50,6
Décembre	101,5	-9,3	—	-8,1	5,0	0,8	11,4	—	46,3	46,1	52,8	50,9

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)	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) ¹⁾		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
2016	12,3	94,0	2,0	2,0	5,5	3,6	3,1	35,1	7,4	79,7	4,2	5,5	2,5
2017	12,0	93,9	1,4	2,2	5,4	4,4	4,4	34,4	7,1	77,2	4,5	7,8	2,9
2018	12,3	93,7	1,8	2,1	7,1	2,5	4,6	33,8	6,0	76,6	2,4	5,4	1,7
2018 T4	12,3	93,7	1,6	2,1	8,8	2,5	4,6	33,8	6,0	76,6	2,4	20,7	1,7
2019 T1	12,6	93,4	2,0	2,2	7,6	3,8	4,4	33,7	6,1	76,7	2,3	7,7	1,7
T2	12,8	93,6	2,1	2,3	4,4	4,3	4,3	33,5	5,8	77,3	1,7	16,6	1,5
T3	13,0	93,6	2,3	2,4	4,9	5,3	4,3	33,3	5,8	78,0	1,8	0,1	1,4

Sources : BCE et Eurostat.

1) Fondé sur les sommes cumulées sur quatre trimestres de l'épargne, de la dette 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) Défini comme étant les prêts consolidés et les engagements en titres de créance.

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	Solde	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	T4	1058,3	977,2	81,1	599,0	526,7	234,6	210,4	195,2	166,6	29,4	73,4	22,0	64,4
2019	T1	1066,8	974,6	92,2	603,8	520,0	235,9	210,4	198,2	175,6	28,9	68,5	10,7	14,9
	T2	1060,5	990,1	70,4	597,7	520,0	242,0	233,6	194,1	173,6	26,7	62,8	8,9	24,0
	T3	1085,1	984,4	100,7	607,1	518,4	249,9	218,1	200,8	178,2	27,3	69,7	9,2	7,3
2019	Juin	353,2	333,3	19,9	199,4	173,3	81,0	78,7	64,1	58,9	8,7	22,4	3,5	8,2
	Juillet	362,3	334,0	28,3	202,1	172,7	82,7	76,9	68,4	61,1	9,1	23,2	3,6	2,6
	Août	361,3	321,1	40,2	201,5	171,1	83,5	72,8	67,2	53,9	9,1	23,2	3,0	2,1
	Septembre	361,5	329,4	32,2	203,5	174,5	83,6	68,4	65,2	63,2	9,2	23,3	2,6	2,6
	Octobre	360,0	324,2	35,8	205,0	173,2	81,9	71,2	63,7	57,4	9,4	22,4	3,2	2,3
	Novembre	353,1	319,1	33,9	200,2	173,9	81,1	70,6	63,5	56,2	8,4	18,3	2,9	2,4
flux cumulés sur 12 mois														
2019	Novembre	4273,3	3915,9	357,4	2413,0	2079,3	968,7	874,8	781,5	694,8	110,1	267,0	49,5	74,6
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB														
2019	Novembre	36,2	33,1	3,0	20,4	17,6	8,2	7,4	6,6	5,9	0,9	2,3	0,4	0,6

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

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

(données cvs, sauf indication contraire)

		Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
		Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés		Total			Pour mémoire : Produits manufacturés	Pétrole	
		1	2	3	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	7	8	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	12	13
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2018	T4	4,0	8,3	579,5	278,4	123,0	168,3	484,9	538,6	310,6	89,4	130,9	382,2	66,2
2019	T1	3,7	5,4	586,4	283,1	121,2	172,5	493,4	533,1	306,9	86,1	133,4	383,0	64,1
	T2	2,1	2,5	582,1	275,8	120,1	175,9	486,6	530,4	302,4	85,3	134,5	381,0	65,6
	T3	3,2	0,5	584,8	278,8	117,1	177,2	488,8	529,1	297,6	87,0	136,7	386,6	60,1
2019	Juin	-5,3	-4,2	193,8	91,9	39,8	58,7	163,2	176,1	99,1	28,2	45,2	128,3	21,3
	Juillet	6,0	2,7	193,6	92,8	39,0	58,4	161,9	176,7	100,9	29,0	44,7	128,7	20,3
	Août	-2,1	-3,6	195,3	93,3	39,2	59,1	163,6	175,3	98,4	28,8	45,0	128,3	20,1
	Septembre	5,3	2,2	195,8	92,7	39,0	59,7	163,3	177,2	98,2	29,2	47,0	129,5	19,7
	Octobre	4,4	-2,7	200,2	92,8	43,5	60,7	168,0	176,2	97,4	29,9	46,4	129,2	19,2
	Novembre	-2,9	-4,6	194,6	.	.	.	162,6	175,4	.	.	.	126,9	.
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2018	T4	0,2	2,2	107,6	110,2	109,8	103,7	107,6	110,0	109,1	112,7	110,9	111,8	98,2
2019	T1	-0,3	1,7	108,0	111,6	107,5	105,0	108,1	110,1	110,3	108,7	112,3	111,6	105,2
	T2	-1,5	-0,2	106,4	108,3	105,9	105,5	106,2	109,0	107,6	108,7	113,2	111,3	97,3
	T3	1,0	1,4	106,8	109,6	102,8	105,9	106,2	109,4	108,2	110,2	112,7	111,6	96,6
2019	Mai	3,0	1,7	106,8	107,5	108,4	105,8	106,9	108,9	108,0	110,6	112,3	110,2	97,1
	Juin	-7,9	-4,6	106,6	109,0	105,5	105,2	107,0	109,0	106,7	108,8	113,3	112,1	98,2
	Juillet	3,6	3,1	106,3	109,4	103,3	105,1	105,9	109,7	109,5	111,2	111,7	112,4	95,0
	Août	-4,2	-2,6	106,9	110,0	102,6	105,9	106,5	109,1	108,3	109,4	111,0	111,0	99,1
	Septembre	3,4	3,7	107,1	109,2	102,5	106,7	106,2	109,4	107,0	110,0	115,5	111,3	95,6
	Octobre	2,3	-1,3	109,5	109,5	113,2	108,7	109,3	108,4	106,2	110,4	113,5	110,8	92,7

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
		Total	Total, hors produits alimentaires et énergie										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2019	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	86,7	13,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	—	—	—	—	—	—	1,6	1,1
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	—	—	—	—	—	—	1,7	1,9
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	—	—	—	—	—	—	1,1	1,6
2019 T1	103,5	1,4	1,0	1,5	1,4	0,0	0,6	0,1	0,1	-2,4	0,3	1,3	2,2
T2	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,5	0,6	-0,2	0,1	1,6	0,6	1,3	2,1
T3	105,1	1,0	0,9	0,7	1,3	0,2	0,5	1,3	0,1	-1,5	0,4	0,9	1,3
T4	105,3	1,0	1,2	0,4	1,7	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2	0,4	1,0	0,7
2019 Juillet	104,9	1,0	0,9	0,9	1,2	0,0	0,2	0,5	0,1	-0,6	0,0	1,0	1,1
Août	105,1	1,0	0,9	0,8	1,3	0,1	0,1	0,7	0,0	-0,6	0,2	1,0	1,4
Septembre	105,3	0,8	1,0	0,3	1,5	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,8	1,3
Octobre	105,4	0,7	1,1	0,1	1,5	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,4	0,2	0,7	0,8
Novembre	105,1	1,0	1,3	0,3	1,9	0,1	0,2	0,5	0,1	0,0	0,1	1,0	0,7
Décembre	105,4	1,3	1,3	1,0	1,8	0,1	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	1,4	0,8

	Biens						Services						
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communi- cations	Services de loisirs et per- sonnels	Divers	
	Total	Produits alimen- taires transfor- més	Produits alimen- taires non transfor- més	Total	Produits manu- facturés hors énergie	Énergie							
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% du total en 2019	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4	
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8	
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4	
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5	
2019 T1	2,0	1,9	1,9	1,3	0,3	3,9	1,2	1,2	1,3	-0,6	1,7	1,5	
T2	1,5	1,8	0,6	1,2	0,3	3,6	1,3	1,3	2,1	-1,2	2,0	1,5	
T3	1,8	1,9	1,6	0,0	0,3	-0,7	1,5	1,5	2,2	-0,8	1,1	1,5	
T4	1,8	1,9	1,6	-0,3	0,4	-2,1	1,5	1,5	2,4	-0,2	2,0	1,5	
2019 Juillet	1,9	2,0	1,7	0,4	0,4	0,5	1,5	1,5	2,1	-1,1	0,8	1,4	
Août	2,1	1,9	2,5	0,1	0,3	-0,6	1,5	1,5	2,3	-0,8	0,9	1,7	
Septembre	1,6	1,8	0,7	-0,3	0,2	-1,8	1,5	1,5	2,1	-0,6	1,5	1,6	
Octobre	1,5	1,8	0,7	-0,7	0,3	-3,1	1,5	1,5	2,4	-0,4	1,5	1,6	
Novembre	1,9	2,0	1,8	-0,6	0,4	-3,2	1,5	1,5	2,4	-0,1	2,4	1,5	
Décembre	2,0	2,0	2,1	0,4	0,5	0,2	1,6	1,5	2,5	-0,1	2,1	1,5	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

2) En mai 2016, la BCE a commencé à publier une série améliorée de l'IPCH corrigé des variations saisonnières pour la zone euro, suite à une révision de la méthode de désaisonnalisation décrite dans l'encadré 1, *Bulletin économique* n° 3, 2016 (https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/bulletin-economique-bce_3_2016-05.pdf).

4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production dans l'industrie hors construction ¹⁾										Construc- tion ²⁾	Prix de l'immo- bilier résiden- ciel ³⁾	Indicateur expérimen- tal relatif aux prix de l'immobilier commer- cial ²⁾
	Total (indice : 2015 = 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 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,7	4,0	5,0
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,3	4,8
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,5	4,8	4,2
2018 T4	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	2,4	4,7	3,0
2019 T1	105,4	3,0	1,3	1,1	1,3	1,5	0,4	-0,1	1,0	7,7	2,5	4,1	4,4
T2	104,8	1,6	1,0	0,9	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,0	2,1	4,1	6,5
T3	104,2	-0,6	0,0	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,2	0,8	-4,3	1,2	3,8	.
2019 juin	104,4	0,7	0,3	0,8	0,2	1,5	1,2	1,2	0,9	-0,2	—	—	—
juillet	104,5	0,1	0,4	0,6	-0,3	1,6	1,0	1,1	0,8	-2,0	—	—	—
Août	104,0	-0,8	-0,2	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,3	0,8	-4,9	—	—	—
Septembre	104,2	-1,1	-0,3	0,4	-0,7	1,5	1,2	1,4	0,8	-6,1	—	—	—
Octobre	104,2	-1,9	-0,7	0,3	-1,0	1,4	1,5	1,8	0,8	-7,7	—	—	—
Novembre	104,4	-1,4	-0,3	0,3	-1,4	1,4	1,7	2,2	0,8	-6,1	—	—	—

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

1) Ventes domestiques uniquement.

2) Prix des intrants pour les immeubles résidentiels.

3) Données expérimentales établies à partir de sources non harmonisées (cf. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html pour plus de détails).

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie (en euros)					
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Demande intérieure				Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾		Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾		
			Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
% du total										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
2017	101,8	1,0	1,3	1,3	1,4	1,6	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	103,1	1,3	1,7	1,4	1,8	2,0	1,4	2,3	60,4	-0,7	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	57,2	1,7	3,8	-0,1	2,6	7,5	-2,3
2019 T1	104,1	1,5	1,7	1,2	1,7	2,6	1,2	1,5	55,6	3,1	3,4	2,8	3,9	5,1	2,7
T2	104,7	1,7	1,6	1,5	1,7	2,1	1,0	0,9	61,0	-1,8	-0,7	-2,8	-0,1	4,7	-4,9
T3	105,0	1,7	1,2	1,1	1,5	2,0	0,1	-1,1	55,7	1,8	3,7	0,2	1,7	6,5	-3,1
T4	.	.	.	.	.	.	.	.	56,5	3,9	9,1	-0,6	5,2	13,8	-3,6
2019 Juillet	—	—	—	—	—	—	—	—	57,1	2,7	3,7	1,8	2,9	7,4	-1,6
Août	—	—	—	—	—	—	—	—	53,3	-1,2	0,5	-2,7	-1,3	3,1	-5,7
Septembre	—	—	—	—	—	—	—	—	56,6	4,1	6,9	1,7	3,5	9,0	-2,0
Octobre	—	—	—	—	—	—	—	—	53,7	1,1	5,1	-2,4	1,9	9,4	-5,4
Novembre	—	—	—	—	—	—	—	—	56,8	4,1	10,6	-1,6	6,7	17,5	-4,2
Décembre	—	—	—	—	—	—	—	—	59,3	6,6	11,5	2,2	6,9	14,6	-1,1

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

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

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

4 Prix et coûts

4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)					Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Évolution des prix à la consomma- tion sur les 12 derniers mois	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière	Commerce de détail	Services	Construction		Industrie manufacturière	Services	Industrie manufacturière	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,2	–	–	-3,6	32,0	56,7	56,3	–	49,7
2017	9,2	5,1	6,9	2,5	12,7	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,5	7,4	9,4	12,1	20,3	65,4	57,9	56,1	52,7
2019	4,1	7,2	8,9	6,8	18,2	48,8	57,1	50,4	52,4
2019 T1	8,9	8,2	10,4	11,4	20,4	53,9	57,7	53,0	53,1
T2	4,6	7,2	9,1	6,1	19,7	50,6	57,1	51,2	52,3
T3	1,7	6,6	8,3	4,5	17,9	46,4	56,5	48,9	52,0
T4	1,2	6,9	7,8	5,3	14,7	44,2	56,9	48,6	52,0
2019 Juillet	1,4	6,8	8,5	4,0	18,7	46,3	56,7	48,8	52,3
Août	2,3	6,1	8,8	4,4	18,1	46,7	56,8	49,4	52,1
Septembre	1,4	7,0	7,6	5,0	17,0	46,3	55,9	48,6	51,7
Octobre	1,1	6,5	7,9	4,8	16,0	43,7	57,3	48,7	52,1
Novembre	0,7	6,4	7,2	5,4	14,0	43,9	56,8	48,3	52,1
Décembre	1,9	7,7	8,4	5,6	14,1	45,0	56,7	48,9	51,8

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 : 2016 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾
	1	2	Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Économie marchande	Principalement économie non marchande	
	1	2	3	4	5	6	7
% du total en 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2016	100,0	1,3	1,5	1,0	1,2	1,6	1,4
2017	101,8	1,8	1,7	1,9	1,8	1,7	1,5
2018	104,2	2,3	2,3	2,6	2,5	2,1	2,0
2018 T4	110,6	2,4	2,4	2,3	2,3	2,5	2,1
2019 T1	99,9	2,7	2,9	2,2	2,6	3,0	2,3
T1	110,9	2,8	2,8	2,8	2,7	3,2	2,0
T3	103,5	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données expérimentales établies à partir de sources non harmonisées (cf. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html pour plus de détails).

4 Prix et coûts

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

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

	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Par activité économique									
			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	Administration 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												
2016	105,4	0,7	1,9	-0,8	0,1	1,1	-0,7	2,3	4,5	0,9	1,1	2,3
2017	106,2	0,7	-0,1	-0,6	1,0	0,3	0,0	-1,3	3,2	1,9	1,4	1,1
2018	108,2	1,8	0,7	1,7	1,0	1,7	1,6	-0,5	3,3	2,2	2,3	2,5
2018 T4	109,1	2,5	1,8	3,8	1,2	2,3	2,2	0,4	5,0	2,2	2,5	3,0
2019 T1	109,4	2,3	2,6	3,7	0,9	2,1	1,1	-0,3	5,1	2,0	2,3	1,9
T2	110,1	2,2	1,2	3,4	1,2	2,0	0,4	-0,6	3,2	2,1	2,5	2,5
T3	110,7	2,0	0,2	4,3	0,5	1,6	0,4	-0,3	1,8	1,9	2,4	1,8
Rémunération par tête												
2016	109,5	1,3	0,1	1,4	1,7	1,6	0,5	1,8	2,9	0,6	1,4	1,5
2017	111,3	1,7	1,1	1,6	2,0	1,4	2,3	1,2	2,2	2,5	1,8	1,6
2018	113,8	2,2	2,4	2,0	1,9	2,4	2,5	1,4	3,2	2,7	2,0	2,3
2018 T4	114,9	2,3	1,9	1,8	1,7	2,4	2,1	1,4	4,6	3,0	2,1	2,9
2019 T1	115,4	2,3	1,9	2,1	3,1	2,9	1,9	1,0	4,4	1,9	2,1	2,3
T2	116,0	2,2	1,8	1,3	3,1	2,4	1,5	1,5	3,7	2,4	2,3	3,0
T3	116,8	2,2	1,1	2,1	2,7	2,6	1,4	1,3	3,2	2,0	2,1	1,8
Productivité par personne employée												
2016	103,9	0,6	-1,8	2,2	1,6	0,5	1,2	-0,5	-1,5	-0,2	0,3	-0,8
2017	104,8	0,9	1,2	2,2	0,9	1,1	2,3	2,6	-1,0	0,6	0,5	0,6
2018	105,2	0,4	1,6	0,3	0,9	0,8	0,9	1,9	-0,2	0,5	-0,3	-0,2
2018 T4	105,3	-0,2	0,0	-1,9	0,5	0,2	-0,1	1,0	-0,4	0,9	-0,4	-0,1
2019 T1	105,4	0,0	-0,7	-1,6	2,2	0,7	0,8	1,4	-0,6	-0,1	-0,3	0,4
T2	105,4	0,0	0,6	-2,1	1,9	0,4	1,0	2,2	0,6	0,2	-0,2	0,4
T3	105,5	0,2	0,9	-2,1	2,2	1,0	0,9	1,6	1,4	0,1	-0,2	0,0
Rémunération par heure travaillée												
2016	111,2	1,0	-0,6	1,2	1,8	0,9	0,5	1,4	2,5	0,2	1,4	1,5
2017	113,3	2,0	1,3	1,8	2,0	1,8	2,4	1,8	2,1	2,4	2,4	2,1
2018	115,8	2,1	1,9	2,1	1,4	2,5	2,6	1,7	2,4	2,7	1,9	2,2
2018 T4	116,2	2,0	1,4	1,8	1,2	2,0	1,9	1,1	4,3	2,8	1,9	2,4
2019 T1	116,8	1,9	0,1	1,9	2,4	2,3	1,8	0,9	4,5	1,8	1,9	2,4
T2	117,6	2,3	2,9	1,6	3,2	2,3	1,8	1,6	3,5	2,3	2,5	3,9
T3	118,4	2,3	1,8	2,4	2,9	2,6	1,4	1,5	1,7	2,0	2,3	2,6
Productivité horaire du travail												
2016	105,7	0,5	-2,1	2,0	1,4	0,3	1,2	-0,9	-2,2	-0,4	0,3	-0,8
2017	107,2	1,4	1,8	2,5	1,1	1,7	2,4	3,1	-0,8	0,8	1,1	1,1
2018	107,7	0,4	0,8	0,5	0,6	1,0	1,1	2,1	-0,9	0,5	-0,4	-0,1
2018 T4	107,3	-0,4	-0,6	-1,8	0,2	0,1	-0,1	0,6	-0,5	0,6	-0,6	-0,3
2019 T1	107,5	-0,2	-1,7	-1,8	1,6	0,6	0,8	1,2	-0,2	-0,2	-0,4	0,4
T2	107,6	0,3	0,5	-1,7	1,9	0,7	1,5	2,1	0,4	0,2	0,1	1,2
T3	107,7	0,5	1,1	-1,8	2,4	1,4	1,0	1,7	-0,3	0,3	0,0	0,8

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'invest- issement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans			
		Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue		Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts rembour- sables avec un préavis ≤ 3 mois							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours													
2016		1 076,0	6 082,7	7 158,7	1 329,1	2 221,6	3 550,7	10 709,5	69,3	522,6	87,9	679,9	11 389,4
2017		1 112,0	6 638,1	7 750,1	1 196,7	2 261,8	3 458,4	11 208,5	74,4	511,7	72,2	658,3	11 866,9
2018		1 163,3	7 119,0	8 282,3	1 125,2	2 299,0	3 424,1	11 706,5	74,3	523,2	71,5	669,0	12 375,4
2018	T4	1 163,3	7 119,0	8 282,3	1 125,2	2 299,0	3 424,1	11 706,5	74,3	523,2	71,5	669,0	12 375,4
2019	T1	1 179,2	7 277,1	8 456,3	1 114,8	2 318,1	3 432,8	11 889,1	74,2	509,3	39,5	623,0	12 512,2
	T2	1 189,0	7 415,3	8 604,3	1 111,2	2 338,5	3 449,7	12 054,1	74,5	513,5	35,3	623,2	12 677,3
	T3	1 204,0	7 605,1	8 809,2	1 110,1	2 354,7	3 464,8	12 274,0	74,5	534,8	19,7	629,1	12 903,0
2019	Juin	1 189,0	7 415,3	8 604,3	1 111,2	2 338,5	3 449,7	12 054,1	74,5	513,5	35,3	623,2	12 677,3
	Juillet	1 193,7	7 486,4	8 680,1	1 104,5	2 344,3	3 448,9	12 129,0	75,7	523,5	37,6	636,9	12 765,8
	Août	1 198,7	7 572,2	8 770,9	1 114,0	2 347,1	3 461,1	12 232,1	72,3	534,9	25,6	632,7	12 864,8
	Septembre	1 204,0	7 605,1	8 809,2	1 110,1	2 354,7	3 464,8	12 274,0	74,5	534,8	19,7	629,1	12 903,0
	Octobre	1 209,4	7 672,2	8 881,6	1 094,1	2 357,1	3 451,2	12 332,8	79,6	519,0	32,0	630,6	12 963,3
	Novembre ^(p)	1 216,8	7 715,1	8 931,9	1 083,2	2 359,2	3 442,4	12 374,3	73,4	532,7	27,2	633,2	13 007,6
Flux													
2016		38,5	539,5	578,0	-105,9	16,0	-90,0	488,1	-4,3	34,1	18,9	48,7	536,8
2017		36,0	592,6	628,6	-109,5	34,5	-74,9	553,7	6,5	-10,8	-18,9	-23,1	530,5
2018		50,3	465,3	515,6	-74,2	45,1	-29,1	486,5	-0,9	11,6	-2,9	7,8	494,3
2018	T4	13,1	112,4	125,5	-8,3	14,2	5,9	131,4	2,5	26,9	9,2	38,6	170,0
2019	T1	15,9	156,3	172,2	-12,7	19,6	6,8	179,0	-0,3	-20,8	-28,5	-49,5	129,5
	T2	9,8	143,0	152,7	-4,4	20,3	15,8	168,6	0,4	4,5	-3,8	1,1	169,7
	T3	15,1	180,8	195,8	-4,6	14,8	10,2	206,0	-0,6	20,0	-15,2	4,2	210,2
2019	Juin	3,1	54,9	57,9	-10,6	4,7	-5,9	52,0	3,6	0,0	-7,5	-3,8	48,1
	Juillet	4,7	68,0	72,7	-8,1	5,8	-2,3	70,4	1,1	8,8	1,2	11,1	81,5
	Août	5,0	83,1	88,1	8,3	2,8	11,1	99,2	-3,7	11,3	-11,5	-3,8	95,4
	Septembre	5,3	29,7	35,1	-4,8	6,2	1,5	36,5	2,0	-0,2	-5,0	-3,1	33,4
	Octobre	5,4	70,0	75,3	-14,2	1,8	-12,4	63,0	5,5	-15,9	13,5	3,1	66,0
	Novembre ^(p)	7,4	39,7	47,1	-12,2	0,8	-11,4	35,7	-6,5	13,8	-4,2	3,1	38,7
Taux de croissance													
2016		3,7	9,7	8,7	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,9	7,0	26,5	7,7	5,0
2017		3,3	9,8	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,5	-3,4	4,7
2018		4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,3	-4,2	1,2	4,2
2018	T4	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,3	-4,2	1,2	4,2
2019	T1	5,9	7,7	7,5	-5,3	2,6	-0,1	5,2	2,4	-1,7	-41,8	-5,6	4,6
	T2	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	-0,9	-42,6	-4,8	4,5
	T3	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,0	1,1	5,9	3,0	6,1	-64,5	-0,9	5,6
2019	Juin	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	-0,9	-42,6	-4,8	4,5
	Juillet	4,9	8,3	7,8	-5,4	3,0	0,2	5,5	10,4	1,1	-36,7	-1,5	5,1
	Août	4,8	9,0	8,4	-3,1	2,9	0,9	6,2	-1,1	4,9	-58,8	-2,2	5,7
	Septembre	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,0	1,1	5,9	3,0	6,1	-64,5	-0,9	5,6
	Octobre	4,8	9,0	8,4	-4,3	2,9	0,5	6,1	10,1	1,6	-39,2	-1,4	5,7
	Novembre ^(p)	5,0	8,8	8,3	-4,5	2,7	0,3	6,0	-1,2	4,6	-45,9	-0,7	5,6

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													
2016	2 093,8	1 632,5	293,3	159,9	8,0	6 057,4	3 403,3	645,6	2 006,2	2,3	964,3	200,8	386,6
2017	2 240,3	1 797,4	285,0	149,1	8,8	6 317,7	3 702,8	562,2	2 051,9	0,8	991,1	206,6	415,3
2018	2 335,5	1 902,9	277,2	147,8	7,6	6 645,0	4 035,9	517,6	2 090,1	1,4	998,4	203,1	435,4
2018 T4	2 335,5	1 902,9	277,2	147,8	7,6	6 645,0	4 035,9	517,6	2 090,1	1,4	998,4	203,1	435,4
2019 T1	2 380,3	1 956,0	270,1	148,1	6,1	6 752,9	4 126,3	514,9	2 110,4	1,4	978,0	213,0	460,0
T2	2 406,1	1 983,7	265,3	150,0	7,1	6 847,0	4 207,8	509,9	2 127,6	1,7	1 009,5	216,6	460,4
T3	2 450,3	2 030,7	262,2	151,4	5,9	6 965,1	4 318,3	504,6	2 141,3	1,0	1 042,3	221,3	465,4
2019 Juin	2 406,1	1 983,7	265,3	150,0	7,1	6 847,0	4 207,8	509,9	2 127,6	1,7	1 009,5	216,6	460,4
Juillet	2 429,0	2 008,1	264,1	150,4	6,4	6 894,2	4 250,7	508,8	2 132,9	1,8	1 009,3	220,7	457,8
Août	2 462,0	2 040,0	264,4	151,0	6,6	6 927,8	4 283,4	507,4	2 135,4	1,7	1 022,9	231,5	461,3
Septembre	2 450,3	2 030,7	262,2	151,4	5,9	6 965,1	4 318,3	504,6	2 141,3	1,0	1 042,3	221,3	465,4
Octobre	2 471,9	2 052,8	260,1	151,0	7,9	6 994,7	4 349,2	500,5	2 143,3	1,7	1 047,7	222,8	465,9
Novembre ^(p)	2 481,1	2 072,9	251,3	151,4	5,6	7 026,9	4 383,0	497,1	2 145,1	1,7	1 024,3	227,6	471,0
Flux													
2016	131,9	157,0	-25,5	0,4	0,1	301,1	334,8	-46,3	13,6	-0,9	21,2	-28,6	19,6
2017	180,7	182,4	-1,9	-0,8	0,9	254,7	304,7	-82,1	33,6	-1,5	54,9	7,2	26,7
2018	92,8	105,0	-9,8	-1,1	-1,4	326,5	324,8	-45,0	46,1	0,5	0,8	-4,2	19,3
2018 T4	28,9	21,2	7,4	-0,2	0,4	95,1	87,2	-7,1	14,8	0,2	4,2	-8,2	0,8
2019 T1	47,4	54,8	-7,2	0,7	-0,9	106,7	89,7	-3,2	20,3	0,0	-24,6	9,3	24,1
T2	29,4	30,5	-4,4	2,2	1,1	94,1	82,1	-5,0	16,7	0,3	31,7	3,9	0,1
T3	40,1	43,3	-2,9	1,0	-1,3	117,1	109,8	-6,0	13,9	-0,6	25,0	3,9	4,3
2019 Juin	7,3	9,3	-3,3	1,0	0,3	23,7	21,9	-1,8	3,5	0,1	18,5	1,5	1,7
Juillet	22,2	23,2	-0,4	0,2	-0,8	46,8	42,8	-1,4	5,3	0,1	-3,6	4,0	-2,7
Août	31,1	30,5	-0,1	0,6	0,1	33,4	32,6	-1,6	2,5	-0,1	11,8	10,6	3,6
Septembre	-13,2	-10,4	-2,3	0,1	-0,7	37,0	34,5	-2,9	6,1	-0,7	16,8	-10,7	3,4
Octobre	24,3	24,4	-1,6	-0,6	2,1	29,7	30,1	-3,7	2,7	0,7	7,5	1,3	0,3
Novembre ^(p)	7,0	19,0	-9,1	-0,5	-2,4	31,5	33,6	-3,7	1,6	0,0	-25,9	4,2	5,0
Taux de croissance													
2016	6,8	10,4	-8,0	0,3	0,8	5,2	10,9	-6,7	0,6	-28,4	2,2	-12,5	5,3
2017	8,6	11,2	-0,7	-0,5	11,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,1	5,8	3,6	6,9
2018	4,1	5,8	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,1	-2,0	4,6
2018 T4	4,1	5,8	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,1	-2,0	4,6
2019 T1	5,9	7,6	-2,3	0,2	-17,1	5,7	8,9	-5,6	2,9	-17,2	-2,2	0,5	10,4
T2	5,8	7,6	-4,6	2,3	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-0,9	-1,5	7,7
T3	6,3	8,0	-2,6	2,6	-11,8	6,3	9,3	-4,0	3,2	-10,1	3,6	4,1	6,7
2019 Juin	5,8	7,6	-4,6	2,3	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-0,9	-1,5	7,7
Juillet	6,8	8,6	-2,5	2,4	-8,1	6,1	9,1	-4,5	3,1	13,9	0,0	1,8	6,9
Août	7,8	9,6	-2,0	2,4	3,1	6,2	9,2	-4,0	3,0	6,1	3,2	8,7	6,2
Septembre	6,3	8,0	-2,6	2,6	-11,8	6,3	9,3	-4,0	3,2	-10,1	3,6	4,1	6,7
Octobre	7,2	9,1	-3,8	2,1	31,9	6,2	9,2	-4,1	3,1	30,9	4,2	6,2	5,9
Novembre ^(p)	7,0	9,8	-8,4	1,8	-24,6	6,3	9,4	-4,2	2,9	30,5	1,5	8,7	5,7

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

5.3 Créances sur les résidents de la zone euro ¹⁾

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

		Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro								
		Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts					Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires	
						Total	Aux sociétés non financières ³⁾	Aux ménages ⁴⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension ³⁾	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension			
													Prêts corrigés ²⁾
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours													
2016		4 382,4	1 083,1	3 286,0	12 879,6	10 708,6	10 980,9	4 310,3	5 449,8	835,8	112,8	1 385,8	785,2
2017		4 617,2	1 032,3	3 571,0	13 114,1	10 870,5	11 165,0	4 323,5	5 600,2	838,0	108,7	1 440,4	803,2
2018		4 675,5	1 006,3	3 657,8	13 415,5	11 122,5	11 478,1	4 405,7	5 742,1	847,9	126,8	1 517,4	775,6
2018	T4	4 675,5	1 006,3	3 657,8	13 415,5	11 122,5	11 478,1	4 405,7	5 742,1	847,9	126,8	1 517,4	775,6
2019	T1	4 662,3	1 001,5	3 649,4	13 526,8	11 201,0	11 553,0	4 426,2	5 787,7	856,3	130,7	1 527,1	798,8
	T2	4 640,1	1 000,7	3 627,8	13 640,3	11 290,6	11 665,3	4 462,4	5 825,8	870,3	132,1	1 546,5	803,1
	T3	4 696,5	999,8	3 685,1	13 775,6	11 394,4	11 762,7	4 488,5	5 876,3	883,5	146,2	1 569,8	811,5
2019	Juin	4 640,1	1 000,7	3 627,8	13 640,3	11 290,6	11 665,3	4 462,4	5 825,8	870,3	132,1	1 546,5	803,1
	Juillet	4 672,9	1 000,5	3 660,7	13 683,0	11 334,9	11 705,9	4 483,5	5 843,4	873,6	134,4	1 541,3	806,8
	Août	4 707,5	1 003,8	3 692,0	13 736,7	11 388,3	11 748,2	4 505,0	5 864,6	878,3	140,4	1 544,8	803,5
	Septembre	4 696,5	999,8	3 685,1	13 775,6	11 394,4	11 762,7	4 488,5	5 876,3	883,5	146,2	1 569,8	811,5
	Octobre	4 665,1	1 001,8	3 651,6	13 820,4	11 423,2	11 786,4	4 502,5	5 894,9	887,0	138,9	1 563,5	833,7
	Novembre ^(p)	4 639,6	1 000,8	3 627,0	13 855,0	11 438,7	11 806,8	4 491,8	5 913,3	887,9	145,8	1 572,0	844,3
Flux													
2016		484,0	-34,6	518,5	319,0	234,8	259,5	81,6	121,1	43,2	-11,1	79,9	4,4
2017		287,5	-43,7	330,6	363,3	274,2	315,8	84,9	173,2	19,7	-3,5	63,7	25,4
2018		89,4	-28,4	117,9	375,5	307,5	379,6	123,8	166,3	-0,4	17,8	88,6	-20,6
2018	T4	29,6	2,4	27,3	65,0	57,7	88,1	16,0	42,4	-4,2	3,5	11,2	-4,0
2019	T1	-29,8	-5,5	-24,4	110,0	92,4	90,7	32,4	49,1	8,5	2,3	0,7	16,9
	T2	-49,5	-1,5	-48,2	124,0	105,6	126,5	50,8	38,8	17,5	-1,5	17,6	0,8
	T3	-2,0	-0,9	-1,1	129,1	102,3	105,2	27,2	52,0	9,2	13,9	20,2	6,6
2019	Juin	-22,5	-3,9	-18,5	46,2	39,0	49,2	8,4	18,7	7,6	4,4	9,8	-2,7
	Juillet	6,4	-0,3	6,7	39,7	44,3	42,0	22,3	17,8	2,0	2,2	-7,2	2,5
	Août	5,4	3,2	2,2	50,8	51,6	44,1	20,9	21,3	3,5	5,9	1,5	-2,3
	Septembre	-13,9	-3,8	-10,0	38,6	6,3	19,2	-16,0	13,0	3,6	5,7	25,8	6,4
	Octobre	-17,5	2,3	-19,8	36,5	36,7	35,8	18,1	20,4	5,5	-7,2	-5,6	5,3
	Novembre ^(p)	-9,1	-0,9	-8,4	32,4	15,1	21,6	-4,6	19,0	-6,2	6,9	8,1	9,2
Taux de croissance													
2016		12,4	-3,1	18,6	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-9,0	6,1	0,6
2017		6,6	-4,1	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,4	-3,2	4,6	3,2
2018		2,0	-2,8	3,3	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,1	16,4	6,2	-2,6
2018	T4	2,0	-2,8	3,3	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,1	16,4	6,2	-2,6
2019	T1	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,3	2,5	3,1	-1,0	14,7	4,1	1,8
	T2	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,7	5,9	3,2	1,3
	T3	-1,1	-0,5	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,6	14,4	3,3	2,6
2019	Juin	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,7	5,9	3,2	1,3
	Juillet	-0,5	-1,5	-0,3	2,9	3,2	3,6	3,3	3,2	2,5	7,2	1,5	1,8
	Août	-0,6	-0,4	-0,7	3,1	3,5	3,8	3,5	3,3	3,2	12,9	1,2	2,1
	Septembre	-1,1	-0,5	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,6	14,4	3,3	2,6
	Octobre	-1,4	-0,1	-1,7	3,2	3,3	3,7	3,1	3,3	3,8	11,0	2,3	3,4
	Novembre ^(p)	-1,4	-0,3	-1,7	3,2	3,2	3,6	2,6	3,3	3,7	16,2	3,0	4,2

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

		Sociétés non financières ²⁾				Ménages ³⁾					
		Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consomma- tion	Prêts au logement	Autres prêts
		Prêts corrigés ⁴⁾					Prêts corrigés ⁴⁾				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours											
2016		4 310,3	4 308,4	1 012,2	796,5	2 501,6	5 449,8	5 729,0	616,5	4 083,7	749,6
2017		4 323,5	4 358,8	986,2	821,2	2 516,2	5 600,2	5 866,6	654,9	4 216,3	729,0
2018		4 405,7	4 488,8	993,0	845,4	2 567,3	5 742,1	6 023,0	684,6	4 352,7	704,7
2018	T4	4 405,7	4 488,8	993,0	845,4	2 567,3	5 742,1	6 023,0	684,6	4 352,7	704,7
2019	T1	4 426,2	4 511,3	980,6	853,0	2 592,6	5 787,7	6 065,6	694,4	4 391,0	702,3
	T2	4 462,4	4 554,1	977,6	867,2	2 617,6	5 825,8	6 113,9	705,4	4 422,2	698,1
	T3	4 488,5	4 581,9	982,0	873,5	2 633,0	5 876,3	6 164,6	713,1	4 468,9	694,3
2019	Juin	4 462,4	4 554,1	977,6	867,2	2 617,6	5 825,8	6 113,9	705,4	4 422,2	698,1
	Juillet	4 483,5	4 569,6	983,2	872,9	2 627,4	5 843,4	6 133,3	708,6	4 437,6	697,2
	Août	4 505,0	4 591,9	995,8	876,3	2 632,9	5 864,6	6 150,7	711,7	4 456,5	696,5
	Septembre	4 488,5	4 581,9	982,0	873,5	2 633,0	5 876,3	6 164,6	713,1	4 468,9	694,3
	Octobre	4 502,5	4 592,6	983,6	877,8	2 641,1	5 894,9	6 181,4	715,2	4 488,2	691,6
	Novembre ^(p)	4 491,8	4 588,4	972,2	883,2	2 636,4	5 913,3	6 200,8	718,5	4 502,2	692,6
Flux											
2016		81,6	100,6	-14,3	43,2	52,7	121,1	113,9	24,2	105,2	-8,4
2017		84,9	134,8	0,6	39,1	45,2	173,2	164,9	45,1	134,0	-5,9
2018		123,8	174,1	18,5	33,8	71,4	166,3	187,8	40,3	135,8	-9,7
2018	T4	16,0	37,5	-1,6	8,2	9,4	42,4	49,9	8,9	37,7	-4,3
2019	T1	32,4	32,1	-10,9	10,4	33,0	49,1	49,2	10,6	39,4	-0,9
	T2	50,8	54,9	0,9	17,1	32,8	38,8	49,9	12,2	28,8	-2,3
	T3	27,2	34,0	3,7	6,2	17,3	52,0	55,6	8,5	46,2	-2,7
2019	Juin	8,4	16,9	-1,0	4,2	5,2	18,7	15,7	4,2	14,5	0,1
	Juillet	22,3	17,6	5,1	5,9	11,3	17,8	19,8	3,5	15,1	-0,9
	Août	20,9	24,7	12,1	3,2	5,7	21,3	17,9	3,2	18,5	-0,4
	Septembre	-16,0	-8,2	-13,5	-2,8	0,3	13,0	18,0	1,8	12,6	-1,4
	Octobre	18,1	16,9	3,1	5,0	9,9	20,4	20,6	2,3	20,3	-2,2
	Novembre ^(p)	-4,6	2,4	-8,1	5,5	-2,0	19,0	20,9	4,0	14,1	1,0
Taux de croissance											
2016		1,9	2,4	-1,4	5,7	2,1	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017		2,0	3,2	0,1	5,0	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018		2,9	4,0	1,9	4,2	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,4
2018	T4	2,9	4,0	1,9	4,2	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,4
2019	T1	2,5	3,7	-1,3	4,6	3,3	3,1	3,3	6,0	3,5	-1,5
	T2	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,3	3,4	-1,1
	T3	2,9	3,6	-0,8	5,0	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,4
2019	Juin	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,3	3,4	-1,1
	Juillet	3,3	4,0	-0,4	5,7	4,0	3,2	3,4	6,2	3,5	-1,2
	Août	3,5	4,2	0,6	5,9	3,8	3,3	3,4	6,1	3,5	-1,2
	Septembre	2,9	3,6	-0,8	5,0	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,4
	Octobre	3,1	3,8	0,6	4,8	3,5	3,3	3,5	5,7	3,7	-1,7
	Novembre ^(p)	2,6	3,4	-0,7	4,4	3,2	3,3	3,5	5,8	3,7	-1,5

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

	Passif des IFM						Actif des IFM			
	Dépôts de l'administration centrale ²⁾	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Position extérieure nette	Autre		
		Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total		
								Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾	Prises en pension de contreparties centrales ³⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2016	306,5	6 957,3	2 088,6	71,0	2 148,4	2 649,3	1 127,6	263,5	205,9	121,6
2017	342,7	6 771,0	1 967,4	59,8	2 017,5	2 726,2	938,5	310,8	143,5	92,5
2018	379,3	6 819,0	1 940,5	56,1	2 099,3	2 723,2	1 029,8	453,0	187,0	194,9
2018 T4	379,3	6 819,0	1 940,5	56,1	2 099,3	2 723,2	1 029,8	453,0	187,0	194,9
2019 T1	370,0	6 906,4	1 937,1	55,9	2 145,7	2 767,6	1 180,7	418,8	199,0	212,3
T2	373,7	6 984,2	1 956,6	57,5	2 135,0	2 835,2	1 322,1	432,8	191,5	207,8
T3	388,0	7 100,2	1 947,3	57,2	2 162,2	2 933,6	1 478,6	440,5	184,2	198,1
2019 Juin	373,7	6 984,2	1 956,6	57,5	2 135,0	2 835,2	1 322,1	432,8	191,5	207,8
Juillet	374,5	7 018,2	1 931,1	57,7	2 150,5	2 878,9	1 404,1	398,5	206,5	224,1
Août	403,5	7 060,0	1 916,5	57,3	2 148,4	2 937,7	1 461,2	422,9	212,6	231,5
Septembre	388,0	7 100,2	1 947,3	57,2	2 162,2	2 933,6	1 478,6	440,5	184,2	198,1
Octobre	380,5	7 074,6	1 948,5	55,0	2 148,1	2 923,0	1 480,2	452,8	221,4	236,2
Novembre ^(p)	369,1	7 080,2	1 952,2	52,6	2 164,1	2 911,3	1 515,9	446,4	211,8	224,8
Flux										
2016	21,7	-123,0	-71,3	-8,6	-118,5	75,4	-277,6	-89,9	12,8	-12,0
2017	39,0	-73,4	-83,5	-6,6	-71,1	87,8	-92,8	-61,9	-61,2	-28,5
2018	40,5	47,2	-37,9	-4,9	17,4	72,7	79,9	37,1	16,2	23,6
2018 T4	-22,2	20,3	-1,7	-0,8	5,9	17,0	36,6	36,9	9,7	11,9
2019 T1	-9,1	43,9	-10,4	-0,2	36,9	17,5	116,7	-32,5	2,7	5,5
T2	3,8	46,0	21,9	1,6	-0,1	22,5	109,5	35,4	-7,1	-4,5
T3	14,6	12,8	-15,2	-1,0	5,1	24,0	84,0	26,6	6,9	7,4
2019 Juin	5,7	42,7	25,3	1,0	8,0	8,4	23,7	49,1	-20,8	-21,4
Juillet	0,7	-5,2	-26,8	0,2	9,3	12,1	56,3	-25,3	14,9	16,3
Août	29,1	-20,5	-17,2	-0,4	-7,8	4,8	8,4	39,2	6,1	7,4
Septembre	-15,2	38,5	28,7	-0,9	3,6	7,0	19,3	12,7	-14,1	-16,3
Octobre	-7,3	-12,4	2,9	-2,0	-22,2	8,8	24,1	3,3	37,3	38,1
Novembre ^(p)	-11,3	22,1	2,4	-1,3	6,4	14,5	36,9	-10,8	-9,7	-11,4
Taux de croissance										
2016	7,7	-1,7	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	—	—	6,3	-9,0
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	—	—	-29,8	-23,5
2018	11,8	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,7	—	—	8,1	7,7
2018 T4	11,8	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,7	—	—	8,1	7,7
2019 T1	8,9	1,3	-1,6	-6,4	2,5	2,7	—	—	17,8	21,2
T2	12,6	2,1	-0,4	-1,3	3,2	3,2	—	—	5,1	6,7
T3	-3,2	1,8	-0,3	-0,7	2,3	3,0	—	—	6,9	11,0
2019 Juin	12,6	2,1	-0,4	-1,3	3,2	3,2	—	—	5,1	6,7
Juillet	5,8	1,9	-1,8	0,4	3,9	3,3	—	—	7,1	9,9
Août	5,7	1,7	-2,2	0,4	3,5	3,1	—	—	11,9	15,6
Septembre	-3,2	1,8	-0,3	-0,7	2,3	3,0	—	—	6,9	11,0
Octobre	-2,9	1,4	0,0	-3,6	1,0	2,9	—	—	36,4	38,9
Novembre ^(p)	-4,4	1,8	0,3	-4,7	1,3	3,2	—	—	11,1	12,8

Source : BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

6 Évolutions budgétaires

6.1 Déficit/excédent

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Déficit (-)/excédent (+)					Pour mémoire : Déficit (-)/ excédent (+) primaire
	Total	Administrations centrales	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	
	1	2	3	4	5	6
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,2	-0,1	0,3
2016	-1,4	-1,7	0,0	0,2	0,1	0,7
2017	-0,9	-1,3	0,1	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,1	0,1	0,2	0,3	1,3
2018 T4	-0,5	.	.	.	.	1,3
2019 T1	-0,6	.	.	.	.	1,2
T2	-0,7	.	.	.	.	1,1
T3	-0,8	.	.	.	.	1,0

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
2015	46,4	45,8	12,5	13,0	15,2	0,6	48,4	44,5	10,1	5,3	2,3	22,7	3,9
2016	46,2	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,1	10,0	5,3	2,1	22,7	3,6
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,4	9,9	5,3	1,9	22,5	3,8
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2018 T4	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019 T1	46,4	46,0	12,9	13,1	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7
T2	46,4	46,0	12,9	13,0	15,2	0,4	47,1	43,4	9,9	5,3	1,8	22,5	3,7
T3	46,4	45,9	12,9	13,1	15,1	0,4	47,1	43,4	9,9	5,3	1,7	22,5	3,7

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

6.3 Ratio dette publique/PIB

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

	Total	Instrument financier			Détenteur			Durée initiale		Durée résiduelle			Devises	
		Monnaie fidu- ciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents	Créanciers non- résidents	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou mon- naies parti- cipantes	Autres devises	
	IFM													
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2015	90,8	3,4	16,5	71,0	45,0	27,6	45,8	9,7	81,2	18,3	31,1	41,4	88,8	2,1
2016	90,0	3,3	15,7	71,0	47,5	30,8	42,5	9,4	80,6	17,9	29,8	42,3	87,9	2,1
2017	87,8	3,2	14,5	70,1	48,2	32,2	39,5	8,6	79,1	16,4	29,0	42,3	86,0	1,8
2018	85,9	3,1	13,8	69,0	48,0	32,4	37,8	8,0	77,8	16,1	28,3	41,4	84,5	1,4
2018 T4	85,9	3,1	13,8	69,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 T1	86,5	3,1	13,6	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	86,4	3,1	13,5	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	86,1	3,2	13,3	69,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Évolutions budgétaires

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

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Variation du ratio dette/PIB ²⁾	Déficit (+) /excédent (-) primaire	Ajustement dette-déficit								Écart croissance/ taux d'intérêt	Pour mémoire : besoin de financement
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers					Effets de valo- risation et autres variations en volume	Autres		
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investis- sement				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,3	-0,8	1,2
2016	-0,8	-0,7	0,2	0,1	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,3	1,6
2017	-2,3	-1,0	-0,1	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-1,1	0,9
2018	-1,9	-1,3	0,4	0,3	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	-0,9	0,8
2018 T4	-1,9	-1,3	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,9	0,8
2019 T1	-1,3	-1,2	0,7	0,6	0,6	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,8	1,2
T2	-0,9	-1,1	0,8	0,8	0,7	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,6	1,5
T3	-1,1	-1,0	0,6	0,4	0,2	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,3	-0,8	1,4

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

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

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

6.5 Titres de créance des administrations publiques ¹⁾

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

	Service de la dette dû dans l'année ²⁾					Durée résiduelle moyenne en années ³⁾	Rendements nominaux moyens ⁴⁾						
	Total	Principal		Intérêts			Encours					Opérations	
		Échéances ≤ 3 mois	Échéances ≤ 3 mois	Échéances ≤ 3 mois	Échéances ≤ 3 mois		Total	Taux variable	Coupon zéro	Taux fixe	Émissions	Rembour- sements	
										Durées ≤ 1 an			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2018 T3	12,7	11,1	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9
T4	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019 T1	12,7	11,2	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0
T2	12,9	11,4	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9
2019 Juillet	13,0	11,5	4,1	1,5	0,4	7,5	2,3	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,0
Août	12,9	11,4	4,2	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,1
Septembre	13,1	11,6	3,9	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,0
Octobre	12,8	11,3	3,5	1,5	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,2
Novembre	12,9	11,5	3,5	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,0	0,3	1,2
Décembre	12,5	11,1	3,7	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,0	0,3	1,1

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									
2015	-2,4	0,9	0,1	-1,9	-5,6	-5,2	-3,6	-2,6	-1,0
2016	-2,4	1,2	-0,5	-0,7	0,5	-4,3	-3,5	-2,4	0,1
2017	-0,7	1,2	-0,8	-0,3	0,7	-3,0	-2,8	-2,4	1,7
2018	-0,7	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,5	-2,2	-4,4
2018 T4	-0,8	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,5	-2,2	-4,4
2019 T1	-1,1	1,8	-0,7	0,1	0,3	-2,6	-2,9	-2,2	-3,8
T2	-1,5	1,7	-0,6	0,7	0,5	-2,9	-3,2	-2,1	-3,6
T3	-1,7	1,6	-0,4	1,0	0,8	-2,8	-3,3	-2,1	3,7
Dettes des administrations publiques									
2015	105,2	72,1	10,0	76,7	175,9	99,3	95,6	135,3	107,5
2016	104,9	69,2	10,2	73,9	178,5	99,2	98,0	134,8	103,4
2017	101,8	65,3	9,3	67,8	176,2	98,6	98,4	134,1	93,9
2018	100,0	61,9	8,4	63,6	181,2	97,6	98,4	134,8	100,6
2018 T4	102,1	61,9	8,4	63,6	181,2	97,6	98,4	134,8	100,6
2019 T1	103,1	61,7	8,0	65,4	182,0	98,9	99,7	136,5	103,1
T2	102,5	61,1	9,3	63,9	179,6	98,9	99,6	138,0	107,0
T3	102,3	61,2	9,2	62,6	178,2	97,9	100,5	137,3	97,8

	Lettonie	Lituanie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Autriche	Portugal	Slovénie	Slovaquie	Finlande
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2015	-1,4	-0,3	1,4	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,7	-2,4
2016	0,1	0,2	1,8	0,9	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,5	-1,7
2017	-0,5	0,5	1,4	3,4	1,3	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,7
2018	-0,7	0,6	2,7	1,9	1,5	0,2	-0,4	0,8	-1,1	-0,8
2018 T4	-0,7	0,6	2,7	1,9	1,5	0,2	-0,4	0,8	-1,1	-0,8
2019 T1	-0,7	0,2	3,1	1,7	1,7	-0,1	-0,1	0,6	-1,1	-1,1
T2	-1,0	0,0	3,3	1,2	1,8	0,1	0,2	0,6	-1,0	-1,4
T3	-0,7	-0,3	2,4	0,8	1,7	0,1	0,0	0,9	-1,2	-2,2
Dettes des administrations publiques										
2015	36,7	42,7	22,0	57,8	64,6	84,9	131,2	82,6	51,9	63,0
2016	40,2	39,9	20,1	55,5	61,9	82,9	131,5	78,7	52,0	62,6
2017	38,6	39,3	22,3	50,3	56,9	78,3	126,0	74,1	51,3	60,9
2018	36,4	34,1	21,0	45,8	52,4	74,0	122,2	70,4	49,4	59,0
2018 T4	36,4	34,1	21,0	45,8	52,4	74,0	122,2	70,4	49,1	59,0
2019 T1	37,7	34,0	20,8	46,2	50,9	72,7	123,7	68,1	49,3	58,9
T2	36,7	36,1	20,4	45,4	50,9	71,8	121,1	67,7	48,6	60,9
T3	36,4	35,9	20,2	43,1	49,3	71,1	120,5	68,1	48,4	59,4

Source: Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2020**

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne

Téléphone +49 69 1344 0

Site internet www.ecb.europa.eu

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

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 22 janvier 2020.

Pour la terminologie spécifique, veuillez consulter le [glossaire de la BCE](#) (disponible uniquement en anglais).

ISSN 2363-3425 (PDF)

Numéro de catalogue UE QB-BP-20-001-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général