

Bulletin économique

Numéro 3 / 2018

Sommaire

Évolutions économiques et monétaires récentes	2
Synthèse	2
1 Environnement extérieur	5
2 Évolutions financières	10
3 Activité économique	13
4 Prix et coûts	18
5 Monnaie et crédit	21
Encadrés	26
1 Implications pour l'économie mondiale des tensions croissantes sur les échanges commerciaux	26
2 Les facteurs à l'origine de l'amélioration récente de la position extérieure de la zone euro	32
3 Mesures de la sous-utilisation des capacités productives dans la zone euro	38
Articles	43
1 La convergence réelle en Europe centrale, orientale et du Sud-Est	43
2 L'impact du programme d'achats de titres du secteur des entreprises sur les marchés des obligations d'entreprises et sur le financement des sociétés non financières de la zone euro	76
3 Le partage des risques dans la zone euro	96
Statistiques	\$1

Évolutions économiques et monétaires récentes

Synthèse

Après plusieurs trimestres de croissance supérieure aux prévisions, les informations disponibles depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de début mars indiquent une certaine modération, tout en demeurant compatibles avec une expansion robuste et généralisée de l'économie de la zone euro¹. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent globalement équilibrés, mais les risques liés à des facteurs mondiaux, notamment la menace d'un protectionnisme accru, deviennent plus importants. Dans l'ensemble, la vigueur sous-jacente de l'activité continue d'étayer la confiance du Conseil des gouverneurs en une convergence de l'inflation vers l'objectif de taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Dans le même temps, les mesures de l'inflation sous-jacente restent contenues et doivent encore montrer des signes convaincants d'une tendance à la hausse durable. Le Conseil des gouverneurs continuera, dans ce contexte, de suivre les évolutions du taux de change et des autres conditions financières, en lien avec leurs éventuelles implications pour les perspectives d'inflation. Globalement, un degré élevé de relance monétaire demeure indispensable pour continuer d'aviver les pressions inflationnistes sous-jacentes et soutenir l'inflation totale à moyen terme.

Au niveau mondial, les indicateurs tirés d'enquêtes continuent généralement d'aller dans le sens d'une expansion économique régulière. Toutefois, les annonces de ces dernières semaines relatives aux droits de douane représentent un risque pour la dynamique mondiale. Les indicateurs relatifs au commerce mondial, bien que contrastés, font état dans l'ensemble d'un certain ralentissement au début de l'année. En outre, les risques géopolitiques ont entraîné une remontée des prix du pétrole.

Les rendements des obligations souveraines de la zone euro ont diminué et les écarts de rendement souverains se sont resserrés ; ce resserrement, à la lumière de l'expansion économique en cours, reflète une amélioration des fondamentaux macroéconomiques des pays. De même, les cours boursiers de la zone euro ont augmenté malgré des épisodes de volatilité accrue. Sur les marchés des changes, l'euro est resté pratiquement inchangé en termes effectifs nominaux.

L'analyse des données économiques et des résultats d'enquêtes les plus récents suggère une certaine modération du rythme de la croissance depuis le début de l'année. Cette évolution peut traduire en partie un recul par rapport au rythme soutenu de croissance observé à la fin de l'année dernière, alors que des facteurs

¹ En tenant compte des informations disponibles au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs du 26 avril 2018.

temporaires peuvent également jouer un rôle. Dans l'ensemble, la croissance devrait toutefois rester solide et généralisée. La consommation privée est confortée par la poursuite des créations d'emplois, qui, pour leur part, reflètent partiellement les réformes passées des marchés du travail, ainsi que par l'augmentation de la richesse des ménages. Le renforcement de l'investissement des entreprises se confirme sous l'effet de conditions de financement très favorables, de la hausse de leur rentabilité et d'une forte demande. La progression de l'investissement immobilier résidentiel persiste. De plus, la croissance mondiale généralisée favorise les exportations de la zone euro.

La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est accélérée, s'établissant à 1,3 % en mars 2018, contre 1,1 % en février, essentiellement en raison de l'augmentation des prix des produits alimentaires. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux annuels d'inflation devraient fluctuer autour de 1,5 % jusqu'à la fin de l'année. Les mesures de l'inflation sous-jacente restent modérées dans l'ensemble. Elles devraient augmenter progressivement à moyen terme, soutenues par les mesures de politique monétaire de la BCE, la poursuite de la croissance économique, la résorption correspondante de la sous-utilisation des capacités productives et l'accélération de la hausse des salaires.

L'analyse monétaire montre que l'expansion de la monnaie au sens large (M3) se maintient à un rythme vigoureux, seulement légèrement inférieur à la fourchette étroite observée depuis mi-2015. La croissance annuelle de M3 est ressortie à 4,2 % en février, reflétant l'incidence des mesures de politique monétaire de la BCE et le faible coût d'opportunité de la détention des dépôts les plus liquides. L'agrégat monétaire étroit M1 apporte donc toujours la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large, sa progression se maintenant à un rythme annuel soutenu. La reprise de la croissance des prêts accordés au secteur privé constatée depuis le début de 2014 se poursuit également. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro au premier trimestre 2018 montre que la croissance des prêts continue de bénéficier de la hausse de la demande pour l'ensemble des catégories de prêts, ainsi que de l'assouplissement persistant des conditions globales du crédit bancaire.

Sur la base de l'analyse économique et des signaux provenant de l'analyse monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé la nécessité d'un degré élevé de soutien monétaire afin d'assurer un retour durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Ce soutien monétaire persistant tient aux achats nets d'actifs, au volume considérable de titres acquis et aux réinvestissements en cours et à venir ainsi qu'aux indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*).

En conséquence, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés et continue de prévoir leur maintien à leurs niveaux actuels sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs. En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé que les achats nets d'actifs, au rythme mensuel actuel de 30 milliards d'euros, devraient être réalisés jusque fin septembre 2018 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil

des gouverneurs observe un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation conforme à son objectif. Enfin, le Conseil des gouverneurs a réaffirmé que l'Eurosystème continuera de procéder au réinvestissement des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs pendant une période prolongée après la fin de ses achats nets d'actifs et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire.

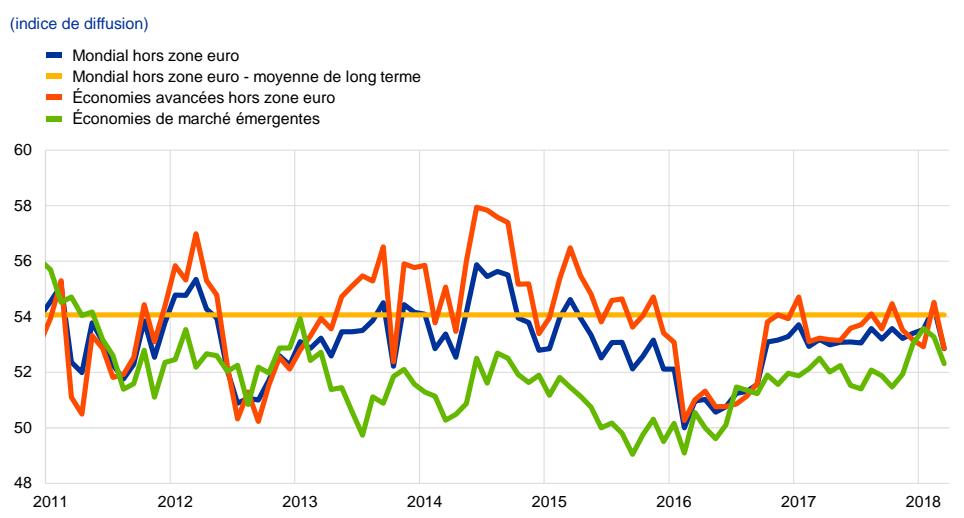
1

Environnement extérieur

Les indicateurs tirés d'enquêtes au niveau mondial continuent d'aller dans le sens d'une croissance régulière de l'activité au premier trimestre 2018. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale hors zone euro a reculé en mars (cf. graphique 1), sous l'effet de baisses dans le secteur manufacturier et les services. En rythme trimestriel, l'indice des directeurs d'achat au premier trimestre 2018 est resté légèrement supérieur au niveau enregistré au second semestre 2017, ce qui tend à indiquer que l'environnement extérieur a été favorable à la zone euro. L'indice des directeurs d'achat est resté globalement inchangé aux États-Unis au premier trimestre, tandis qu'il a fléchi au Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, au Japon, en raison de résultats plus faibles en mars. Dans les économies de marché émergentes, l'indice trimestriel des directeurs d'achat s'est redressé au Brésil et en Chine, tandis qu'il a légèrement diminué en Inde et en Russie.

Graphique 1

Indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale



Sources : Haver Analytics, Markit et calculs des services de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à mars 2018. La « moyenne de long terme » se rapporte à la période allant de janvier 1999 à mars 2018.

Les récentes annonces d'un relèvement des droits de douane par les États-Unis représentent un risque pour la dynamique mondiale. Fin mars, le président Trump a signé une ordonnance imposant des droits de douane à l'importation sur l'acier et l'aluminium, afin de protéger les industries américaines de la concurrence étrangère. En outre, l'Administration américaine a annoncé une augmentation des droits de douane sur des produits chinois représentant une valeur de 50 milliards de dollars. À titre de rétorsion, la Chine s'est déclarée prête à relever les droits de douane sur des montants similaires d'importations en provenance des États-Unis. Considérées de manière isolée, les mesures annoncées jusqu'à présent ne devraient avoir qu'un très faible impact macroéconomique. Toutefois, les risques associés à une montée du protectionnisme ont visiblement augmenté. Les anticipations d'une escalade du conflit pourraient affecter les décisions d'investissement, avec des effets potentiellement plus importants sur l'activité

mondiale. L'encadré 1 présente une analyse détaillée des implications pour l'économie mondiale d'une hausse des tensions commerciales.

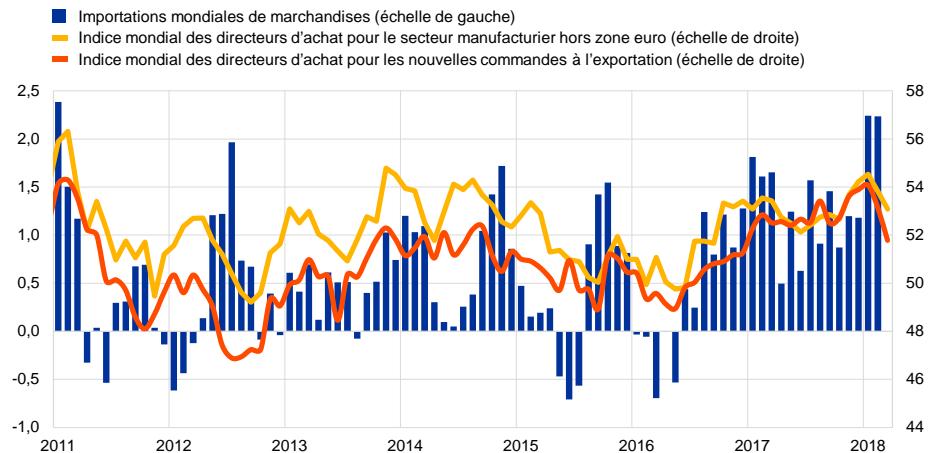
Les conditions financières à l'échelle internationale demeurent favorables aux perspectives mondiales, soutenues par l'orientation toujours accommodante des politiques monétaires. En dépit de la récente volatilité observée, les marchés boursiers mondiaux restent dynamiques. La courbe des contrats à terme sur les fonds fédéraux américains s'est déplacée vers le haut, à la suite du relèvement des taux décidé lors de la réunion de mars du Comité fédéral de l'*open market*. Les marchés continuent d'anticiper un resserrement progressif, intégrant dans leurs prix trois nouvelles hausses des taux en 2018. Les anticipations des marchés vont également dans le sens d'un relèvement des taux au Royaume-Uni au cours des prochains mois, en raison de la tonalité très ferme du Rapport sur l'inflation publié par la Banque d'Angleterre en février. En revanche, la Banque du Japon conserve une orientation très accommodante, maintenant les rendements à dix ans à un niveau proche de zéro, conformément à son programme de maîtrise de la courbe des rendements. Les conditions financières dans les économies de marché émergentes restent également accommodantes, à la faveur d'une amélioration soutenue des entrées de capitaux au cours de l'année écoulée. Les écarts de rendement des obligations se sont creusés après l'annonce de l'Administration américaine relative aux droits de douane, mais ils demeurent historiquement faibles. Dans le même temps, les conditions continuent de s'améliorer dans les grands pays exportateurs de matières premières, le Brésil et la Russie ayant encore abaissé leurs taux d'intérêt directeurs en mars, sur fond de tensions inflationnistes toujours modérées. La Chine, toutefois, continue de durcir les conditions financières intérieures pour contenir les risques dans le système financier, opérant un nouveau relèvement de ses taux d'intérêt pour les opérations d'*open market* en mars.

Les indicateurs relatifs au commerce mondial ont été contrastés mais font état, dans l'ensemble, d'un certain ralentissement en début d'année. Si le volume des importations de marchandises a augmenté de 2,2 % en février 2018 (en glissement trimestriel), sans changement par rapport au trimestre précédent, en raison de fortes hausses dans les pays asiatiques, les indicateurs relatifs au commerce comme l'indice des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes à l'exportation ont fléchi durant tout le premier trimestre (cf. graphique 2). Une mesure plus large, fondée sur une composante principale des indicateurs avancés du commerce mondial, dénote également un certain ralentissement au premier trimestre 2018 par rapport au trimestre précédent.

Graphique 2

Commerce mondial et enquêtes

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



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

Note : Les dernières observations se rapportent à février 2018 pour les importations mondiales de marchandises et à mars 2018 pour les indices des directeurs d'achat.

L'inflation mondiale est restée stable en février. La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) est ressortie à 2,2 % en février, niveau globalement comparable à la moyenne enregistrée au second semestre 2017. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation annuelle a légèrement augmenté dans la zone OCDE pour s'établir à 1,9 %. L'inflation devrait s'accentuer à court terme à la suite du redressement récent des prix du pétrole. Par la suite, la lente diminution des capacités de production inutilisées à l'échelle mondiale devrait également soutenir l'inflation sous-jacente.

Les prix du pétrole ont augmenté mi-mars en raison de l'accroissement des risques géopolitiques. Mi-avril, les prix du *Brent* avaient dépassé 73 dollars le baril, niveau observé pour la dernière fois fin novembre 2014. Les prix du pétrole sont soutenus par la recrudescence des tensions géopolitiques s'agissant de la relation entre les États-Unis et l'Iran, ainsi que par les anticipations d'une prorogation des réductions de l'offre par les pays de l'OPEP et les pays hors OPEP, bien qu'en mars une diminution de la production liée à ces réductions ait été partiellement compensée par une forte augmentation de la production aux États-Unis. Le rééquilibrage du marché attendu de ces réductions est presque réalisé, les stocks étant quasiment revenus à leur moyenne sur cinq ans – le point de référence sur lequel s'appuie l'accord de réduction de la production entre les pays de l'OPEP et les pays hors OPEP. La demande de pétrole reste forte, en phase avec le cycle économique mondial. Les prix des matières premières hors pétrole, libellés en dollars, ont diminué de 0,8 % environ depuis début mars. Cette évolution s'explique en grande partie par un recul du prix du minerai de fer, lié à un ralentissement des importations de métaux de la Chine, et, dans une moindre mesure, par une diminution des prix des produits alimentaires en raison de l'abondance de l'offre. L'aluminium, en revanche, a atteint un niveau record depuis sept ans, sur fond de préoccupations relatives aux mesures protectionnistes prises par les États-Unis et

d'un arrêt de la production au Brésil après une pollution accidentelle de l'environnement.

Les perspectives de croissance de l'activité économique aux États-Unis demeurent robustes. Le PIB en volume a augmenté de 2,9 % en rythme annualisé au quatrième trimestre 2017. Malgré le léger ralentissement de l'activité par rapport au trimestre précédent, les dépenses de consommation et l'investissement des entreprises ont fortement augmenté, même si cette évolution a été en partie contrebalancée par les contributions négatives des stocks et des exportations nettes. Au cours des prochains mois, la forte augmentation des dépenses fédérales, la solidité du marché du travail et la robustesse de la demande étrangère devraient encore conforter ces perspectives. En particulier, les conditions sur le marché du travail sont restées tendues au premier trimestre de l'année, le taux de chômage étant inchangé à 4,1 % en mars, le taux d'activité augmentant pour atteindre 63 % et la croissance annuelle du salaire horaire moyen ressortant à 2,7 %. En mars, la hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) s'est accentuée à 2,4 % tandis que, hors produits alimentaires et énergie, l'inflation a augmenté pour atteindre 2,1 %. Les effets de base liés à une baisse très importante des prix des services de téléphonie mobile l'année dernière se sont traduits par des chiffres annuels nettement supérieurs.

La croissance économique s'est ralentie au Japon, dans un contexte de faibles tensions sur les salaires et les prix. Le PIB en volume a augmenté de 0,4 % en glissement trimestriel au quatrième trimestre 2017, soutenu essentiellement par la demande intérieure. Toutefois, la contraction de la production industrielle et le ralentissement des exportations nettes, conjugués à des facteurs temporaires comme les conditions météorologiques défavorables, vont dans le sens d'un ralentissement du rythme de l'activité économique au premier trimestre 2018. Sur le marché du travail, des tensions persistent, malgré la récente atténuation signalée par les indicateurs. Néanmoins, le montant total des salaires nominaux a continué d'augmenter modérément. L'inflation mesurée par l'IPC a diminué pour ressortir à 1,1 % en février en rythme annuel. Dans le même temps, la progression annuelle de l'IPC hors produits alimentaires frais et énergie – mesure privilégiée de l'inflation sous-jacente de la Banque du Japon – s'est maintenue à 0,5 %.

Au Royaume-Uni, la croissance du PIB s'est légèrement ralentie en 2017, en grande partie sous l'effet de l'atonie de la consommation privée sur fond de forte hausse de l'inflation. Le PIB en volume a augmenté de 0,4 % en rythme trimestriel au dernier trimestre 2017, soit un ralentissement par rapport au trimestre précédent. La consommation a été particulièrement affectée, les dépenses des ménages étant contenues dans un environnement marqué par la hausse des prix et une faible croissance des salaires. Les récents indicateurs laissent penser qu'au cours des prochains trimestres, le PIB devrait continuer d'afficher des rythmes de croissance plus modérés que ceux observés avant le référendum sur l'appartenance à l'UE. Ces évolutions sont en ligne avec un contexte d'incertitude accrue, notamment s'agissant de l'aboutissement des négociations en vue d'une sortie du pays de l'Union européenne en mars 2019. Dans le même temps, l'inflation a fortement augmenté en 2017, culminant à 3,0 % au dernier trimestre, principalement

en raison de la répercussion sur les prix de la dépréciation marquée de la livre sterling à l'issue du référendum. Les indications les plus récentes montrent que l'inflation a atteint son point haut, l'inflation annuelle mesurée par l'IPC revenant à 2,7 % au premier trimestre 2018, à la suite d'une forte diminution en mars.

La croissance de l'économie chinoise reste robuste. Le PIB en volume a progressé de 6,8 %, en rythme annuel, au premier trimestre 2018, rythme inchangé par rapport au trimestre précédent. La croissance a été tirée par la consommation et l'investissement, tandis que la contribution des exportations nettes est devenue négative. Pourtant, dans l'ensemble, la dynamique observée au premier trimestre 2018 a été plus faible qu'au dernier trimestre 2017, ce qui est conforme au profil de résultats médiocres observé en Chine au premier trimestre ces dernières années. L'inflation annuelle mesurée par l'IPC s'est atténuée à 2,1 % en mars, après 2,9 % en février, les prix des produits alimentaires et non alimentaires ayant diminué après le Nouvel an chinois. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation s'est également ralentie à 2,0 % en mars, après 2,5 % le mois précédent. Dans le même temps, la hausse annuelle des prix à la production a été moins forte, ressortant à 3,1 % en mars, la hausse des prix des matières premières et de l'énergie se ralentissant de nouveau.

2

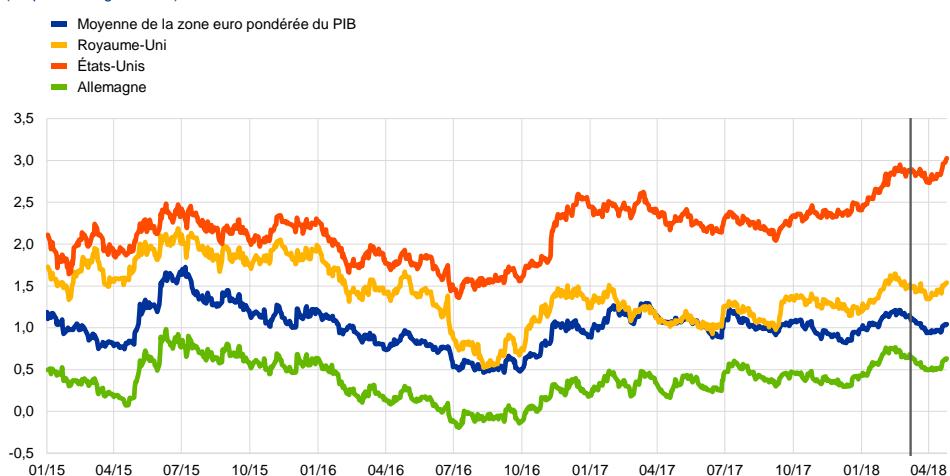
Évolutions financières

Les rendements des emprunts publics de la zone euro ont diminué depuis début mars (cf. graphique 3). Au cours de la période sous revue (du 8 mars au 25 avril 2018), le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro a diminué de 6 points de base, à 1,03 %. En dépit d'un repli temporaire, le rendement des obligations souveraines allemandes à dix ans demeure inchangé, à 0,63 %. La baisse initiale des rendements des obligations souveraines dans la zone euro reflète un fléchissement des données macroéconomiques pour la zone au regard d'attentes comparativement élevées, et également des répercussions à l'échelle mondiale de l'intensification des conflits commerciaux et des tensions géopolitiques. En revanche, les écarts de rendement des obligations souveraines portugaises, italiennes et espagnoles par rapport aux obligations allemandes à dix ans ont poursuivi leur trajectoire baissière dans un contexte d'amélioration des fondamentaux macroéconomiques de chacun de ces pays, en liaison avec l'expansion économique en cours. Au Royaume-Uni et aux États-Unis, les rendements des obligations souveraines ont augmenté pour s'établir à 1,54 % et 3,03 %, 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 (8 mars 2018). La dernière observation se rapporte au 25 avril 2018.

Les écarts de rendement des obligations émises par les sociétés non financières (SNF) se sont légèrement creusés au cours de la période sous revue. Depuis début mars, l'écart de rendement des obligations bien notées émises par les SNF par rapport au taux sans risque a légèrement augmenté, de 10 points de base, pour s'inscrire à 44 points de base. Les écarts de rendement des obligations du secteur financier bénéficiant d'une notation élevée ont également augmenté, de 10 points de base environ. La hausse des écarts de rendement ne reflète vraisemblablement pas une accentuation significative du risque de crédit, dont la faiblesse demeure cohérente avec le raffermissement de l'expansion économique. De plus, les écarts de rendement des obligations d'entreprises

demeurent très inférieurs (60-80 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.

Les indices larges des cours boursiers dans la zone euro ont légèrement augmenté au cours de la période sous revue, en dépit d'une volatilité accrue.

Les prix des actions des sociétés financières et des SNF de la zone euro ont augmenté de 1 % environ. Dans l'ensemble, les anticipations d'une croissance robuste des bénéfices des entreprises continuent de soutenir les cours boursiers dans la zone euro, reflétant l'amélioration généralisée de l'environnement macroéconomique de la zone. Aux États-Unis, les prix des actions des sociétés financières et des SNF ont diminué au cours de la période sous revue, de 3,5 % et 3,7 %, respectivement. Les cours boursiers dans la zone euro et aux États-Unis ont fluctué à la suite des annonces concernant la trajectoire future de la politique commerciale à l'échelle mondiale, ce qui entraîné des épisodes temporaires de volatilité accrue. Toutefois, les anticipations des marchés concernant la volatilité future des cours boursiers sont restées globalement inchangées dans les deux juridictions, où elles demeurent à des niveaux comparativement faibles en rythme annualisé (14,7 % et 17,8 %, respectivement) au regard des évolutions passées.

Le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) s'est établi en moyenne à – 36,5 points de base au cours de la période sous revue. L'excédent de liquidité a diminué de 22 milliards d'euros environ, s'établissant autour de 1 864 milliards, l'effet d'absorption de liquidité exercé par la croissance du solde des facteurs autonomes ayant contrebalancé et au-delà l'apport de liquidité par le biais des achats réalisés au titre du programme en cours d'achats d'actifs de l'Eurosystème.

La courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est déplacée vers le bas durant la période sous revue, en particulier pour les horizons à moyen terme.

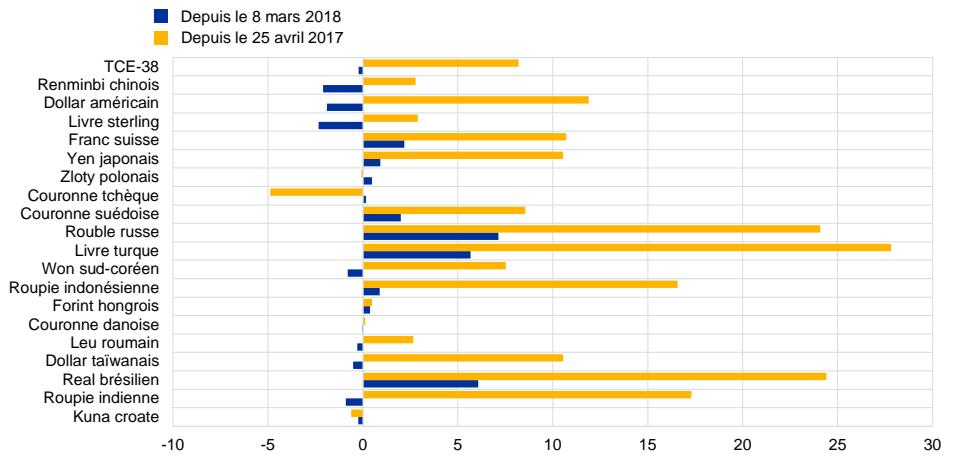
Le sentiment des marchés est demeuré inchangé s'agissant de l'orientation de la politique monétaire pour le reste de l'année 2018. Au-delà de cet horizon, les intervenants de marché ont révisé à la baisse leurs anticipations relatives aux taux d'intérêt. La courbe reste inférieure à zéro pour les horizons antérieurs à décembre 2019.

Sur les marchés des changes, l'euro est demeuré globalement inchangé en termes pondérés des échanges commerciaux (cf. graphique 4). Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est déprécié de 0,2 %. En termes bilatéraux, l'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar (de 1,9 %), du renminbi chinois (de 2,1 %) et de la livre sterling (de 2,3 %). Ces évolutions ont été compensées en partie par un renforcement de l'euro vis-à-vis d'autres grandes devises, notamment le yen (de 0,9 %) et le franc suisse (de 2,2 %), ainsi que par rapport aux devises de certains marchés émergents, plus particulièrement le rouble russe (de 7,2 %), le real brésilien (de 6,1 %) et la livre turque (de 5,2 %).

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. Les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 20 avril 2018.

3

Activité économique

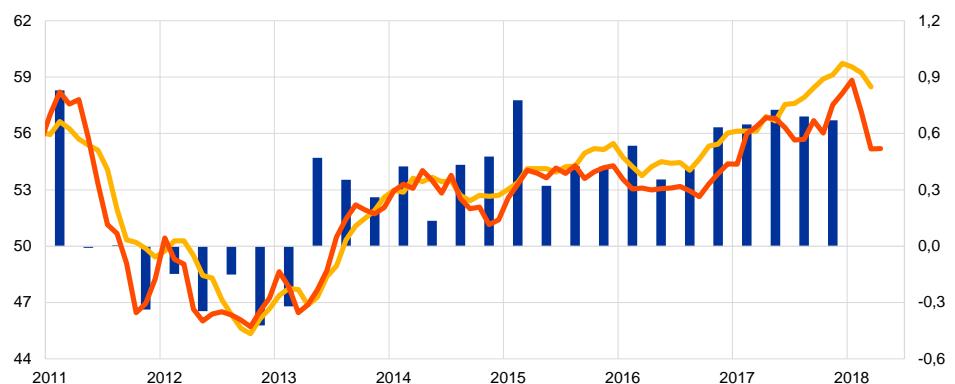
La dynamique de croissance reste solide et généralisée dans la zone euro, bien que les données disponibles soient dans l'ensemble moins favorables que prévu au premier trimestre de l'année. Le PIB en volume a augmenté de 0,7 % en rythme trimestriel au dernier trimestre 2017, après une croissance comparable au cours des deux trimestres précédents (cf. graphique 5). La demande intérieure et les exportations nettes ont apporté des contributions positives à ce résultat, tandis que la variation des stocks a eu une légère incidence modératrice sur la croissance du PIB au quatrième trimestre. Bien que les indicateurs économiques, notamment les résultats d'enquêtes, restent encore à des niveaux très élevés, ils ont récemment fléchi. Cela suggère une certaine modération du rythme de la croissance au premier trimestre de l'année. En termes annuels, le PIB a augmenté de 2,4 % en 2017, soit le taux de croissance le plus élevé depuis 2007. Les conséquences pour la sous-utilisation des capacités productives de la robuste croissance enregistrée récemment sont présentées plus en détail dans l'encadré 3.

Graphique 5

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

(échelle de gauche : indice de diffusion ; échelle de droite : croissance trimestrielle en pourcentage)

- PIB en volume (échelle de droite)
- ESI (échelle de gauche)
- Indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production (échelle de gauche)



Sources : Eurostat, Commission européenne, Markit et BCE.

Notes : L'indicateur du climat économique (ESI) est normé et recalculé pour obtenir la même moyenne et le même écart type que l'indice des directeurs d'achat (PMI). Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2017 pour le PIB en volume, à mars 2018 pour l'ESI et avril 2018 pour le PMI.

Les dépenses de consommation ont continué d'augmenter, à un rythme toutefois légèrement plus modéré qu'aux trimestres précédents. Au dernier trimestre 2017, la consommation privée a augmenté de 0,2 % en rythme trimestriel, après un taux de croissance légèrement plus élevé au troisième trimestre. Ce ralentissement semble refléter un fléchissement de la croissance de la consommation de services, tandis que la consommation de biens paraît avoir augmenté à un rythme supérieur à celui du troisième trimestre. En rythme annuel, la consommation a augmenté de 1,5 % au quatrième trimestre 2017, ce qui représente un net recul par rapport au rythme de 1,9 % enregistré au troisième trimestre. Cette évolution est en phase avec le léger ralentissement de la croissance

annuelle du revenu réel disponible des ménages, de 1,5 % à 1,4 %, sur la même période. Par conséquent, le taux de variation annuel de l'épargne a fortement augmenté entre le troisième et le quatrième trimestre, ce qui a contribué au ralentissement de la croissance des dépenses de consommation. Toutefois, le taux d'épargne (en moyenne mobile sur quatre trimestres) est resté inchangé au point bas historique de 11,9 % au quatrième trimestre 2017.

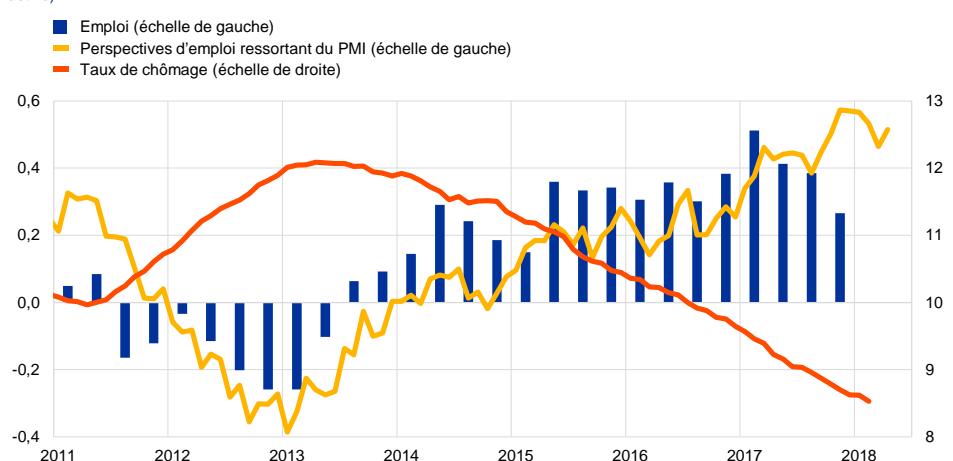
La situation sur les marchés du travail de la zone euro continue de s'améliorer, soutenant ainsi le revenu et les dépenses de consommation des ménages.

L'emploi a encore augmenté au quatrième trimestre 2017, de 0,3 % en rythme trimestriel, portant la hausse annuelle à 1,6 %. L'emploi s'établit actuellement à un niveau supérieur de 1,5 % à son pic d'avant la crise au premier trimestre 2008. Le taux de chômage dans la zone euro s'élevait à 8,5 % en février 2018, en baisse par rapport aux 8,6 % enregistrés en janvier et 3,6 points de pourcentage au-dessous du pic d'après crise observé en avril 2013 (cf. graphique 6). Cette baisse a concerné l'ensemble des chômeurs, indépendamment de la tranche d'âge ou du sexe. Le chômage de longue durée (c'est-à-dire le nombre de personnes au chômage depuis au moins 12 mois exprimé en pourcentage de la population active) continue aussi de baisser, tout en restant supérieur à son niveau d'avant la crise. Les informations tirées d'enquêtes vont dans le sens d'une croissance continue de l'emploi au cours de la période à venir et on observe des signes croissants de pénuries de main-d'œuvre dans certains pays et certains secteurs.

Graphique 6

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

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



Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.

Notes : L'indice des directeurs d'achat (PMI) est exprimé comme un écart par rapport à 50 divisé par 10. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2017 pour l'emploi, à avril 2018 pour le PMI et février 2018 pour le taux de chômage.

En l'absence de toute volatilité à court terme, la consommation privée devrait continuer d'augmenter à un rythme soutenu. Les données récentes relatives au commerce de détail et aux nouvelles immatriculations de voitures particulières font état d'une croissance continue, quoique relativement lente, des dépenses de consommation au premier trimestre 2018. Toutefois, d'autres indicateurs vont dans

le sens d'une vigueur persistante de la dynamique de la consommation. Les derniers résultats d'enquêtes font état de nouvelles améliorations sur les marchés du travail, qui devraient continuer – *via* des créations d'emploi – de soutenir le revenu global, et donc les dépenses de consommation. De plus, le patrimoine net des ménages a continué de s'accroître à un rythme robuste au quatrième trimestre 2017, apportant ainsi un soutien supplémentaire à la consommation privée. Ces facteurs peuvent expliquer en partie pourquoi la confiance des consommateurs reste à des niveaux élevés proches de son plus haut niveau historique de mai 2000.

Après un troisième trimestre médiocre, l'investissement des entreprises s'est redressé au quatrième trimestre 2017. La récente volatilité de la croissance de l'investissement est de nature essentiellement technique. Cette volatilité s'explique principalement par l'intégration des données irlandaises dans les comptes nationaux de la zone euro et par l'incidence associée de l'investissement lié à l'acquisition de droits de propriété intellectuelle et des achats d'avions dans le cadre de l'activité de leasing aéronautique. La hausse trimestrielle de 1,2 % de l'investissement au quatrième trimestre résulte à la fois des évolutions de l'investissement hors construction et, dans une moindre mesure, des évolutions de l'investissement dans la construction. La croissance de l'investissement hors construction, de 1,5 %, reflète principalement l'investissement dans les machines et le matériel de transport. S'agissant du premier trimestre 2018, les indicateurs à court terme font état d'un ralentissement de la croissance. Par exemple, les données mensuelles relatives à la production de biens d'équipement sont ressorties en moyenne en janvier et février 1,5 % au-dessous du niveau moyen du quatrième trimestre (2,4 % en rythme trimestriel). Toutefois, la persistance de conditions favorables dans le secteur des biens d'équipement, telles que l'augmentation de l'utilisation des capacités de production et la hausse des commandes, ainsi que le renforcement de la confiance et de la demande, indiquent dans l'ensemble le maintien du dynamisme des investissements. S'agissant de l'investissement dans la construction, les données mensuelles relatives à la production dans la construction jusqu'en février font état d'un léger ralentissement de la croissance au premier trimestre 2018, par rapport au quatrième trimestre 2017. Dans le même temps, les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs à la confiance dans le secteur de la construction, ainsi que le nombre de permis de construire délivrés, confirment une dynamique de croissance positive au début de l'année. Dans certains pays, en revanche, on observe des signes croissants de contraintes de capacités dans la construction dues à des pénuries de main-d'œuvre.

La croissance de l'investissement devrait rester robuste. L'investissement devrait continuer d'être soutenu par l'augmentation de contraintes d'offre, des anticipations favorables de bénéfices, la vigueur de la demande tant intérieure qu'extérieure, et des conditions de financement accommodantes. Les comptes sectoriels de la zone euro pour le quatrième trimestre 2017 montrent que les taux de marge des entreprises (mesurés par l'excédent net d'exploitation rapporté à la valeur ajoutée) sont restés proches du niveau le plus élevé enregistré depuis début 2009. En outre, les anticipations de bénéfices pour les entreprises cotées de la zone euro se situent toujours à des niveaux élevés. Dans le même temps, les incertitudes relatives à l'application de relèvements des droits de douane pourraient être déjà

préjudiciables aux décisions d'investissement. S'agissant de l'investissement dans la construction, les indicateurs les plus récents font état d'un ralentissement de la dynamique, toujours positive toutefois, de l'investissement dans la construction et l'immobilier résidentiel. La hausse du revenu disponible des ménages et les conditions de crédit très favorables continuent de soutenir la demande dans le secteur de la construction.

La croissance des exportations de la zone euro s'est poursuivie au quatrième trimestre 2017. Les exportations totales en volume de la zone euro ont augmenté de 1,9 % en glissement trimestriel, confirmant la dynamique positive du second semestre 2017. Les exportations de biens, notamment celles à destination des pays extérieurs à l'Union européenne, ont apporté une contribution majeure à cette hausse. Cependant, pour le premier trimestre 2018, les données mensuelles font état d'un certain ralentissement de la croissance passée des exportations, les exportations nominales totales de biens en janvier et février ayant diminué, respectivement, de 0,7 % et 2,0 % en glissement mensuel, même si elles continuent d'afficher une forte croissance en rythme annuel. Les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux nouvelles commandes adressées au secteur manufacturier, tant au niveau mondial que dans la zone euro, confirment également une orientation plus modérée des exportations au trimestre prochain.

Les indicateurs économiques les plus récents suggèrent une certaine modération du rythme de la croissance depuis le début de l'année.

La production industrielle (hors construction) a enregistré des baisses en janvier et en février. Ainsi, sur ces deux mois, la production s'est établie, en moyenne, 0,5 % au-dessous de son niveau du quatrième trimestre 2017, où elle avait augmenté de 1,4 % en rythme trimestriel. Des données d'enquêtes plus récentes font état d'un ralentissement de la dynamique de croissance à court terme. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production s'est établi en moyenne à 57,0 au premier trimestre 2018, contre 57,2 au quatrième trimestre 2017, puis est resté inchangé à 55,2 de mars à avril 2018. Dans le même temps, l'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne a fléchi à 113,9 au premier trimestre après 114,3 au quatrième trimestre (cf. graphique 5). L'ESI et le PMI restent bien supérieurs à leurs moyennes de long terme respectives.

Cette modération reflète peut-être en partie un recul par rapport au rythme soutenu de croissance observé à la fin de l'année dernière, mais des facteurs temporaires peuvent également jouer un rôle. Dans l'ensemble, la croissance devrait toutefois rester solide et généralisée. Les mesures de politique monétaire de la BCE, qui ont facilité le processus de désendettement, devraient continuer de soutenir la demande intérieure. La consommation privée est confortée par la poursuite des créations d'emplois, qui, pour leur part, reflètent partiellement les réformes passées des marchés du travail, ainsi que par l'augmentation de la richesse des ménages. Le renforcement de l'investissement des entreprises se confirme sous l'effet de conditions de financement très favorables, de la hausse de leur rentabilité et d'une forte demande. La progression de l'investissement immobilier résidentiel persiste. De plus, la croissance mondiale généralisée favorise les exportations de la zone euro. Les résultats de la dernière [enquête de la BCE auprès](#)

des prévisionnistes professionnels, menée début avril, montrent que les prévisions de croissance du PIB dans le secteur privé ont été révisées à la hausse pour 2018 et 2019 par rapport à la campagne d'enquête précédente réalisée début janvier. Dans le même temps, la prévision pour 2020 a été légèrement révisée à la baisse.

Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent globalement équilibrés. Cependant, les risques liés à des facteurs mondiaux, notamment la menace d'un protectionnisme accru, deviennent plus importants.

4

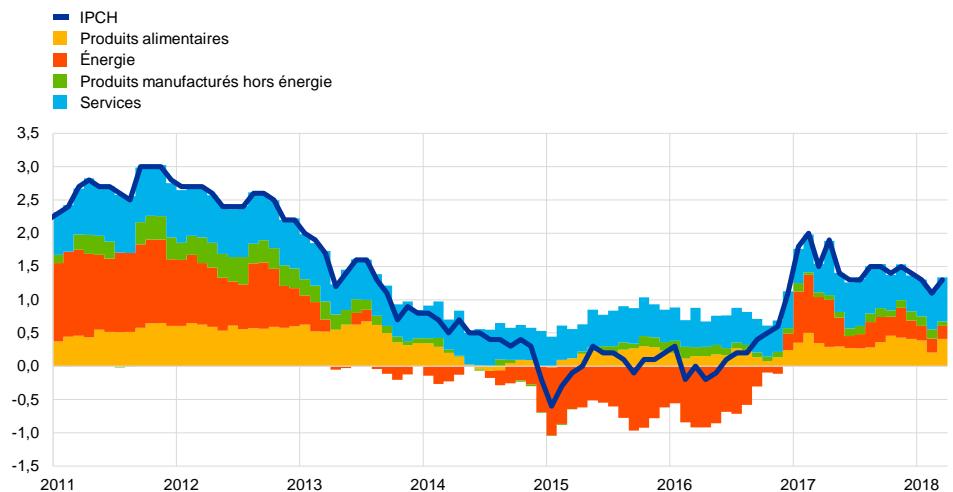
Prix et coûts

La hausse de l'IPCH total s'est établie à 1,3 % en mars 2018, après 1,1 % en février (cf. graphique 7). Cette évolution s'explique essentiellement par une augmentation des prix des produits alimentaires. Hors énergie et produits alimentaires, la hausse de l'IPCH est ressortie à 1,0 % en mars, sans changement par rapport à février.

Graphique 7

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.

Note : Les dernières observations se rapportent à mars 2018.

Les mesures de l'inflation sous-jacente sont généralement restées modérées, notamment en raison de facteurs spécifiques. L'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'est établi à 1,0 % en mars pour le troisième mois consécutif. Cette évolution fait suite à une certaine modération observée précédemment, qui reflétait en partie l'incidence des importants reculs de l'inflation pour plusieurs postes des services. Ces derniers mois, les évolutions de l'inflation pour les sous-composantes volatiles que sont les postes liés (a) à l'habillement et à la chaussure et (b) au voyage se sont compensées, de sorte que le taux d'inflation reste globalement stable lorsque ces sous-composantes sont exclues de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires. Dans l'ensemble, les mesures de l'inflation sous-jacente n'ont pas encore montré de signes convaincants d'une tendance durable à la hausse.

Les tensions sur les prix pour la composante produits manufacturés hors énergie ont continué de s'atténuer en amont de la chaîne des prix et restent modérées dans l'ensemble. L'impact de l'appréciation du taux de change de l'euro se manifeste par le ralentissement de la hausse des prix des biens des produits manufacturés hors énergie importés – qui représentent environ 12 % de la consommation de biens finaux hors énergie – ainsi que par la baisse des taux d'inflation pour les biens intermédiaires. Toutefois, plus en aval de la chaîne des prix, la hausse annuelle des prix à la production des biens de consommation non alimentaires a atteint son niveau le plus élevé depuis février 2013, pour s'inscrire

à 0,5 % en février 2018 contre 0,4 % le mois précédent. Au niveau des prix à la consommation, la hausse des prix de la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH s'est également accélérée progressivement, passant de 0,4 % en novembre à 0,6 % en janvier et février, avant de revenir à 0,2 % en mars.

Cette évolution a reflété la forte volatilité des taux annuels d'inflation de la sous-composante habillement et chaussures, liée en partie aux profils d'évolution changeants des soldes saisonniers ces dernières années.

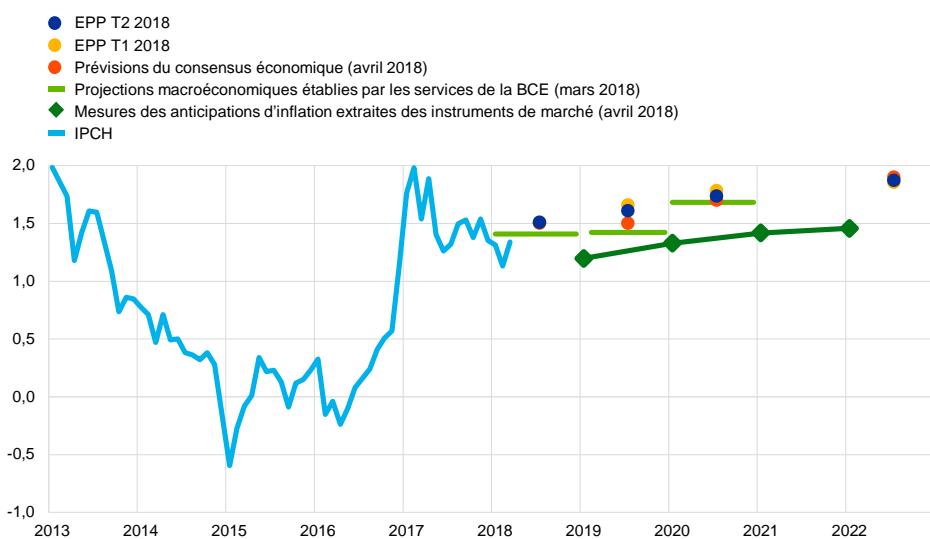
Les données récentes relatives à la hausse des salaires font état d'une poursuite du mouvement haussier à partir du creux enregistré au deuxième trimestre 2016. La croissance annuelle de la rémunération par tête s'est établie à 1,8 % au quatrième trimestre 2017, contre 1,6 % le trimestre précédent, mais est restée inférieure à sa moyenne de long terme qui ressort à 2,1 %. Plus récemment, la croissance annuelle des salaires négociés a également continué de s'accélérer, atteignant 1,7 % en janvier 2018, après 1,6 % en décembre. Même si les évolutions récentes de la croissance des salaires sont conformes à l'amélioration de la situation sur le marché du travail, elles pourraient continuer d'être freinées par des facteurs tels que le bas niveau de l'inflation durant la période antérieure, une faible croissance de la productivité et l'incidence que continuent d'exercer les réformes du marché du travail mises en œuvre dans certains pays durant la crise.

Les mesures des anticipations d'inflation à long terme extraites des instruments de marché et tirées d'enquêtes demeurent globalement inchangées (cf. graphique 8). Le 25 avril 2018, le taux des swaps indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans ressortait à 1,71 %. Le profil anticipé des mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché continue de faire état d'un retour progressif à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Ces mesures extraites des instruments de marché continuent d'indiquer que le risque de déflation reste bien maîtrisé. Selon l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le deuxième trimestre 2018, les anticipations d'inflation à plus long terme pour la zone euro sont demeurées stables à 1,9 %.

Graphique 8

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

(variations annuelles en pourcentage)



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

Notes : Les données observées relatives à l'IPCH vont jusqu'à mars 2018. Les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché sont établies à partir des swaps zéro coupon indexés sur l'inflation mesurée par l'IPCH par exclusion (IPCH hors tabac de la zone euro). Les dernières observations se rapportent au 25 avril 2018.

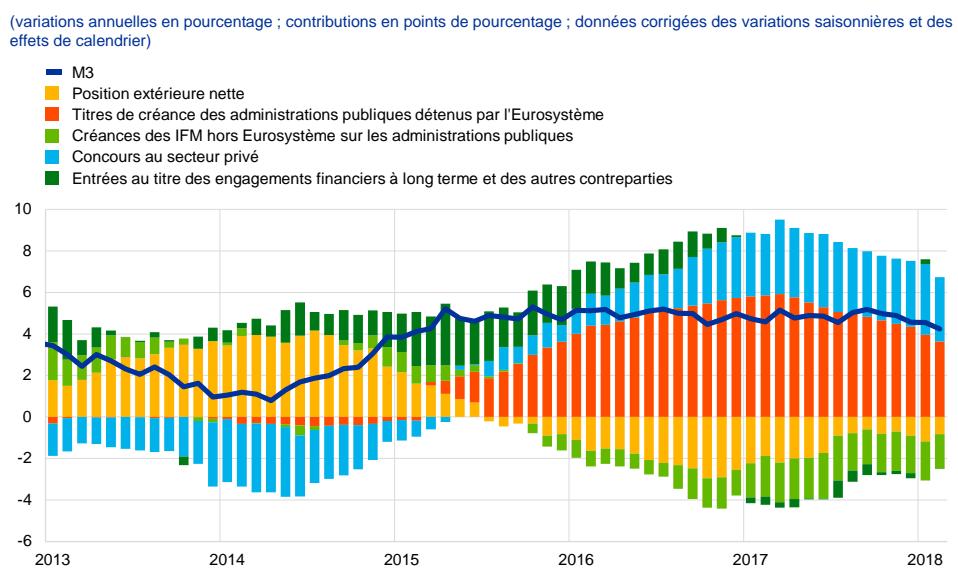
Au quatrième trimestre 2017, les prix de l'immobilier résidentiel ont enregistré une nouvelle accélération dans la zone euro. Selon l'indicateur des prix de l'immobilier résidentiel établi par la BCE, les prix des maisons et des appartements dans la zone euro ont augmenté de 4,6 %, en rythme annuel, au quatrième trimestre de l'année dernière, après 4,2 % au trimestre précédent, confirmant un nouveau renforcement et une généralisation du cycle des prix des logements.

5

Monnaie et crédit

La croissance de la monnaie au sens large s'est ralentie, mais est demeurée robuste. Le taux de croissance annuel de M3 est revenu à 4,2 % en février 2018, soit légèrement en deçà de la fourchette étroite observée depuis mi-2015 (cf. graphique 9). Les composantes les plus liquides ont continué d'apporter la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large : le taux de croissance annuel de M1 est resté soutenu, même s'il a baissé pour s'établir à 8,4 % en février (contre 8,8 % en janvier). À cet égard, le faible coût d'opportunité de la détention de dépôts liquides dans un environnement de très bas niveau des taux d'intérêt et l'impact des mesures de politique monétaire de la BCE ont continué de soutenir la croissance de M3.

Graphique 9
M3 et ses contreparties



Source : BCE.

Notes : Les concours au secteur privé recouvrent les prêts des institutions financières monétaires (IFM) au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres émis par le secteur privé non-IFM de la zone euro. Par conséquent, ils comprennent les titres de créance détenus par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). La dernière observation se rapporte à février 2018.

Les contreparties domestiques de M3 sont restées le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large (cf. graphique 9). Du point de vue des contreparties, le ralentissement de la croissance annuelle de M3 observé en février 2018 peut s'expliquer par une légère diminution de la contribution des concours au secteur privé, en raison essentiellement d'un recul du flux de prêts des IFM aux SNF. De plus, la contribution des achats réalisés dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) s'est inscrite en baisse, en raison de la réduction des achats nets de l'Eurosystème, revenus de 60 milliards d'euros par mois à 30 milliards depuis janvier 2018. Les achats d'emprunts publics par l'Eurosystème (cf. les parties en rouge des barres du graphique 9), effectués principalement dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP), ont continué de contribuer positivement à la croissance de M3. Le redressement en cours des financements accordés au secteur privé (cf. les parties en bleu des barres du

graphique 9) a également continué de soutenir la croissance de M3. Cela concerne à la fois 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 des non-IFM réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du CSPP. La contraction persistante des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) a de nouveau contribué positivement à la croissance de M3 (ces engagements figurent avec d'autres contreparties dans les parties en vert foncé des barres du graphique 9). Les cessions d'obligations d'État par les IFM de la zone euro (hors Eurosystème) ont contribué à la variation annuelle négative des créances des IFM (hors Eurosystème) sur les administrations publiques et ont donc atténué la croissance de M3 (cf. les parties en vert clair des barres du graphique 9). Enfin, la position extérieure nette des IFM a continué de peser sur la croissance annuelle de M3 (cf. les parties en jaune des barres du graphique 9).

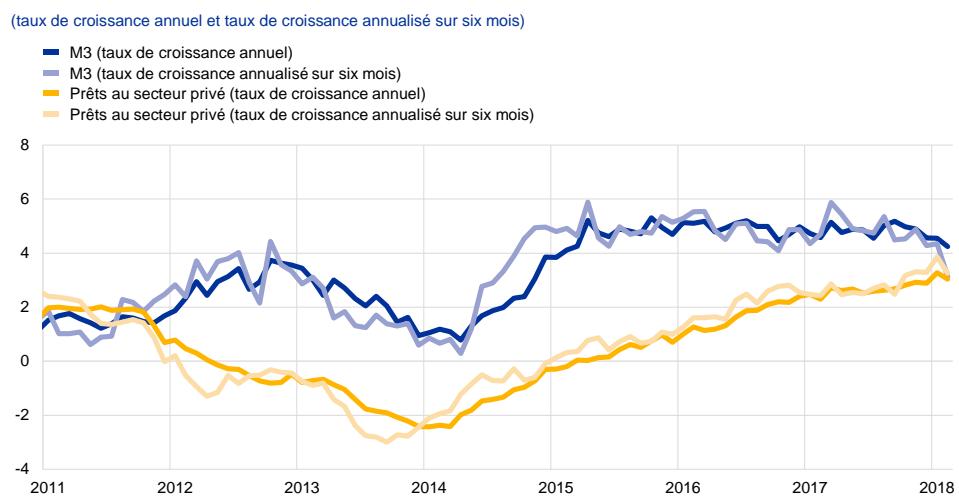
Le redressement graduel de la croissance des prêts progresse, malgré une certaine modération du taux de croissance des prêts aux SNF en février 2018.

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) a diminué, s'inscrivant à 3,0 % en février (cf. graphique 10). Dans les différents secteurs, le taux de croissance annuel des prêts aux SNF est revenu à 3,1 % en février (contre 3,4 % en janvier 2018 et 3,1 % en décembre 2017). Dans le même temps, la croissance annuelle des prêts aux ménages est demeurée inchangée, à 2,9 %. Ces évolutions ont été favorisées par la forte baisse des taux débiteurs des banques constatée dans la zone euro depuis mi-2014 (notamment en raison des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE) et par l'amélioration générale de l'offre et de la demande de prêts bancaires. De plus, les banques ont réalisé des progrès en matière d'assainissement de leurs bilans, même si le niveau des créances douteuses demeure élevé dans certains pays et pourrait peser sur l'intermédiation financière².

² Cf. également la section 3 de la revue de stabilité financière (*Financial Stability Review*) de la BCE publiée en novembre 2017.

Graphique 10

M3 et prêts au secteur privé



Source : BCE.

Notes : Les prêts sont corrigés des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dernière observation se rapporte à février 2018.

L'enquête d'avril 2018 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro suggère que la croissance des prêts continue d'être soutenue par l'augmentation de la demande de toutes les catégories de prêts et par l'assouplissement des critères d'octroi des prêts aux entreprises et aux ménages. Au premier trimestre 2018, les critères d'attribution des prêts aux entreprises se sont considérablement assouplis et ceux des prêts au logement consentis aux ménages ont continué de s'assouplir. Les pressions concurrentielles et la perception d'une réduction des risques liée aux perspectives économiques actuellement solides ont été d'importants facteurs à l'origine de ces évolutions. Les banques ont également déclaré que la demande nette était en hausse pour toutes les catégories de prêts. La croissance de la FBCF, l'activité de fusion-acquisition, la faiblesse générale des taux d'intérêt, la confiance des consommateurs et, dans une moindre mesure, les perspectives favorables sur le marché de l'immobilier résidentiel ont été des moteurs importants de la demande de prêts. L'APP étendu de la BCE a contribué à assouplir les modalités et conditions attachées aux prêts sur l'ensemble des catégories de prêts. L'effet d'assouplissement net de l'APP a été plus fort pour les modalités et conditions attachées aux prêts que pour les critères d'octroi. Les banques de la zone euro ont indiqué que l'APP a contribué à une amélioration de leur situation de liquidité et de leurs conditions de financement sur le marché, tandis qu'il a eu des effets négatifs sur leur rentabilité en raison d'une diminution des marges nettes d'intérêt. La liquidité obtenue dans le cadre de l'APP a été utilisée essentiellement pour accorder des prêts. En outre, concernant le taux négatif de la facilité de dépôt de la BCE, les banques ont fait état d'un effet positif sur les volumes de prêts, mais négatif sur leur produit net d'intérêts.

Les taux débiteurs bancaires appliqués aux prêts aux SNF et aux ménages se sont maintenus à des niveaux proches de leurs points bas historiques.

En février 2018, les taux d'intérêt composites sur les prêts bancaires aux SNF ont légèrement augmenté par rapport au point bas historique atteint en janvier 2018,

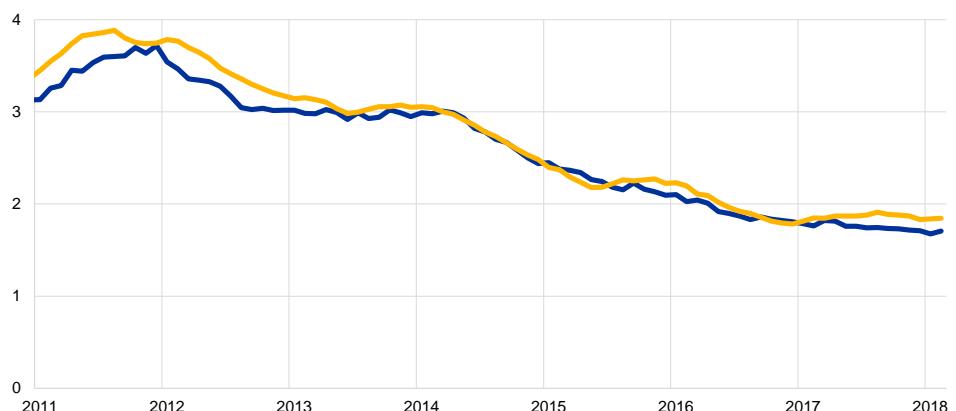
pour s'établir à 1,71 %. Le taux d'intérêt composite sur les prêts au logement est demeuré stable à 1,84 % en février, après le point bas historique de 1,78 % auquel il était tombé en décembre 2016 (cf. graphique 11). Les taux d'intérêt composites sur les prêts consentis aux SNF et aux ménages ont enregistré un recul plus marqué que les taux de référence du marché depuis l'annonce par la BCE des mesures d'assouplissement du crédit en juin 2014. Entre mai 2014 et février 2018, les taux débiteurs composites des prêts consentis aux SNF et aux ménages ont fléchi de 123 et 107 points de base, respectivement. La réduction des taux des prêts bancaires consentis aux SNF a été particulièrement forte dans les pays de la zone euro les plus exposés à la crise financière, ce qui dénote une transmission plus homogène de la politique monétaire à ces taux dans l'ensemble de la zone. Au cours de la même période, l'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de très faible montant (inférieur ou égal à 250 000 euros) et ceux appliqués aux prêts de montant élevé (supérieur à 1 million) dans la zone euro s'est nettement resserré. Cette évolution indique que les petites et moyennes entreprises ont généralement profité dans une plus large mesure que les grandes entreprises de la baisse des taux débiteurs bancaires.

Graphique 11

Taux débiteurs bancaires composites appliqués aux sociétés non financières et aux ménages

(en pourcentage annuel)

- Prêts accordés aux sociétés non financières
- Prêts au logement accordés aux ménages



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 février 2018.

Selon les estimations, les émissions nettes de titres de créance par les SNF de la zone euro ont augmenté au premier trimestre 2018. Les dernières données de la BCE montrent qu'en janvier et en février 2018, le flux total de titres de créance émis par les SNF, en termes nets, est ressorti en forte hausse par rapport au quatrième trimestre 2017. De plus, selon les données de marché, l'activité d'émission de titres de créance s'est encore accélérée en mars et en avril de cette année. Les émissions nettes d'actions cotées par les SNF sont demeurées positives et ont même augmenté début 2018 par rapport au quatrième trimestre 2017.

Les coûts de financement des SNF de la zone euro se sont inscrits en légère hausse au premier trimestre 2018, mais sont demeurés favorables. Selon les estimations, le coût nominal total du financement externe des SNF, qui comprend le crédit bancaire, l'émission de dette sur le marché et le financement par émission d'actions, s'est inscrit en légère hausse, ressortant à 4,6 % environ au premier trimestre 2018, soit 20 points de base au-dessus du niveau enregistré en décembre 2017. En avril, selon les estimations, le coût nominal total du financement s'est inscrit en légère baisse. Le coût du financement s'inscrit désormais à quelque 46 points de base au-dessus du point bas historique de juillet 2016, mais il reste sensiblement inférieur aux niveaux observés à l'été 2014 et conforme à l'orientation de politique monétaire de la BCE. Les évolutions récentes du coût nominal total du financement reflètent une hausse du coût des fonds propres et du coût de l'endettement, exprimé comme la moyenne pondérée du coût des crédits bancaires et du coût de l'endettement de marché. La hausse du coût des fonds propres reflète une augmentation des primes de risque sur actions, tandis que l'augmentation du coût de l'endettement est entièrement imputable au coût de l'endettement de marché. Le léger recul des estimations en avril 2018 reflète une certaine modération des primes de risque sur actions par rapport à leur niveau du premier trimestre 2018.

Encadrés

1 Implications pour l'économie mondiale des tensions croissantes sur les échanges commerciaux

Lucia Quaglietti

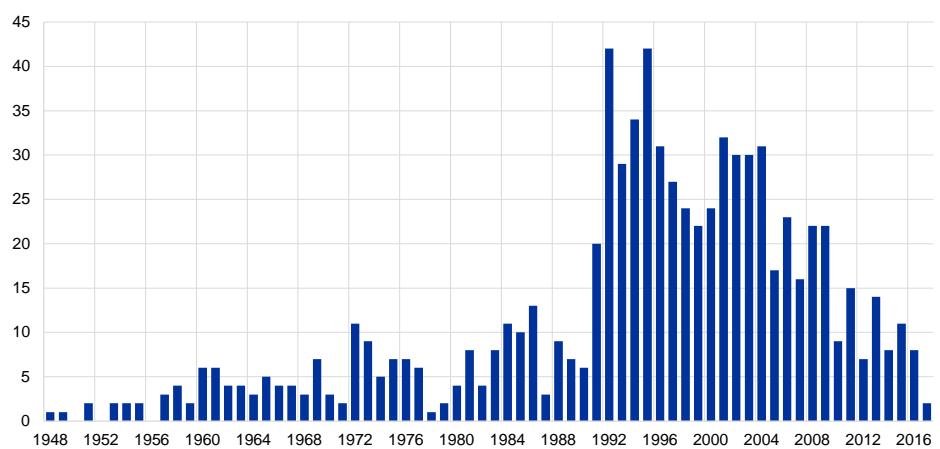
Le soutien public en faveur de la mondialisation a diminué au cours des dix dernières années et les réformes des échanges commerciaux se sont ralenties. De plus, ces dernières semaines, le risque d'une accentuation des tensions sur les échanges commerciaux a fortement augmenté, en lien avec les nouveaux droits de douane annoncés par l'Administration américaine. Cet encadré examine les possibles implications pour l'économie mondiale des tensions croissantes sur les échanges commerciaux.

La libéralisation des échanges s'est fortement accrue au cours de la période qui a précédé la crise financière. Entre 1990 et 2010, plus de 500 nouveaux accords préférentiels ont été signés au total (cf. graphique A), soit trois fois plus qu'au cours des vingt années précédentes. Cette prolifération des accords, en partie favorisée par l'impasse dans laquelle se trouve le cycle de Doha, les différents pays ayant eu recours à des formes alternatives de libéralisation du commerce international³, a conduit à une baisse prononcée et généralisée des droits de douane dans les économies tant avancées qu'émergentes (cf. graphique B).

Graphique A

Accords commerciaux préférentiels par année de signature

(nombre)

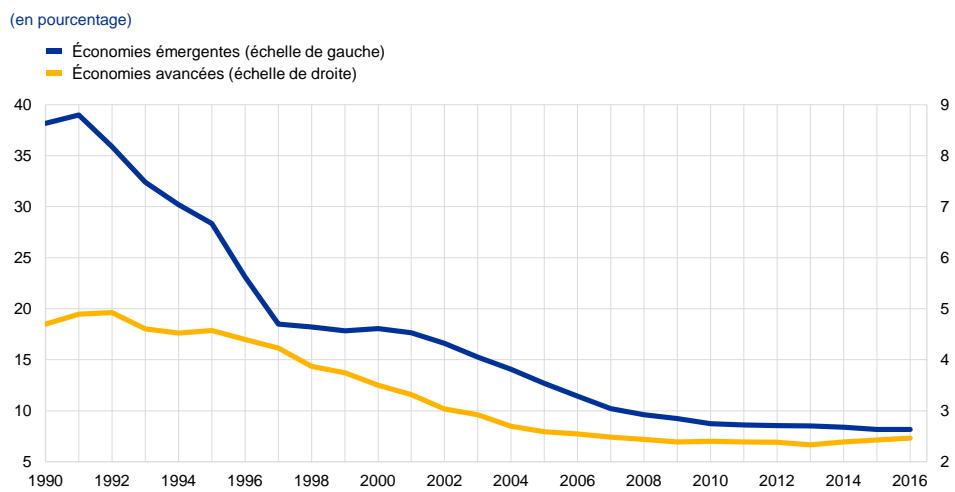


Source : Design of Trade Agreements Database.

³ Cf., par exemple, Bhagwati (J.) et Krueger (A.), « *The Dangerous Drift to Preferential Trade Agreements* », American Enterprise Institute, Washington, 1995.

Graphique B

Droits de douane moyens dans les économies avancées et les économies de marché émergentes



Source : Banque mondiale.

Notes : Le graphique présente la moyenne simple des taux de droits de douane pondérés. Pour chaque pays, cette moyenne est calculée comme la moyenne non pondérée des taux de droits de douane effectivement appliqués à tous les biens échangés soumis à des droits de douane. Les agrégats sont calculés sur la base des 14 principaux pays du monde (selon le poids du PIB en parité de pouvoir d'achat en 2010).

L'ouverture commerciale croissante a contribué à l'amélioration du niveau de vie au plan mondial. Des données comparatives entre les différents pays⁴ indiquent qu'une hausse d'un point de pourcentage de l'ouverture commerciale tend à accroître le revenu réel par habitant de 3 à 5 % à long terme, bien qu'un effet plus réduit ait été détecté au cours des années qui ont suivi la crise financière. De plus, l'intégration de nombreuses économies de marché émergentes dans le commerce mondial, notamment par le biais de la participation aux chaînes de valeur mondiales, a été identifiée comme étant un facteur important de réduction de la pauvreté⁵.

Le rythme global de libéralisation du commerce s'est ralenti ces dernières années, tandis que les mesures visant à restreindre les échanges ont augmenté. Le nombre d'accords de libre-échange nouvellement signés a fortement diminué au cours des dix dernières années (cf. graphique A), même si les accords récents ont une couverture plus étendue en termes de nombres de pays impliqués et de secteurs ciblés⁶. Dans le même temps, la baisse des taux de droits de douane observée au cours des années ayant précédé la crise a marqué le pas (cf. graphique B). De plus, d'après les données tirées de la base *Global Trade Alert*, qui inclut des mesures des échanges commerciaux traditionnelles et non traditionnelles, le nombre de nouvelles mesures discriminatoires annoncées par les

⁴ Cerdeiro (D.) et Komaromi (A.), « *Trade and Income in the Long Run: Are There Really Gains, and Are They Widely Shared?* », Working Paper 17/231, Fonds monétaire international, 2017. Cette analyse est fondée sur des estimations de forme réduite et couvre la période 1990-2015.

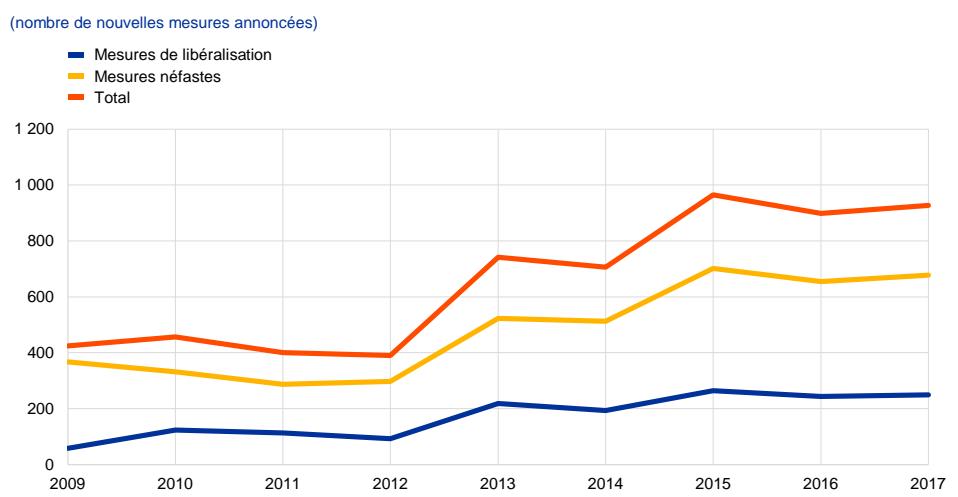
⁵ « *The role of trade in ending poverty* », Banque mondiale et Organisation mondiale du commerce, 2015.

⁶ *Perspectives de l'économie mondiale*, Fonds monétaire international, octobre 2016.

économies du G20 s'inscrit en hausse régulière depuis 2012 (cf. graphique C⁷). Parmi celles-ci, les deux principaux instruments utilisés ont été les mesures anti-dumping et les droits de douane sur les importations, qui représentent environ 30 % de l'ensemble des mesures appliquées en 2017. Dans le même temps, les mesures non tarifaires, tels que les prêts publics aux compagnies exportatrices, ont très fortement augmenté. De plus, les données suggèrent que sur la période 2012-2015, la croissance des importations dans les secteurs soumis à d'importantes mesures discriminatoires en termes d'échanges commerciaux a enregistré un ralentissement plus prononcé que celle des secteurs auxquels peu ou pas de mesures discriminatoires sont imposées⁸.

Graphique C

Nouvelles mesures relatives aux échanges commerciaux annoncées par les pays du G20



Source : Global Trade Alert Database.

Notes : Les données sont corrigées des délais de déclaration. Pour chaque année, la date d'arrêté est le 31 décembre.

Une précédente analyse de la BCE suggère que le ralentissement du rythme des réformes des échanges commerciaux pourrait avoir été l'un des facteurs ayant pesé sur la croissance des échanges ces dernières années⁹. Entre 2012 et 2016, les importations mondiales se sont accrues à un rythme moyen de 3 % par an, soit moins de la moitié de la moyenne des deux décennies précédentes. Cette faiblesse ne s'est pas reflétée dans l'activité économique qui, quoique modérée, ne s'est pas ralenti dans la même mesure. Après un rythme d'expansion égal à deux fois le taux de croissance du PIB mondial au cours des années ayant précédé la crise financière, à partir de 2012, l'élasticité des échanges commerciaux au revenu a diminué pour s'établir autour de 1.

⁷ L'auteur tient à remercier Simon Evenett et Piotr Lukaszuk pour avoir partagé les données présentées dans le graphique C.

⁸ Perspectives de l'économie mondiale, Fonds monétaire international, octobre 2016.

⁹ Cf., par exemple, « *Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?* », Occasional Paper Series, n° 178, BCE, septembre 2016.

Depuis un an et demi, toutefois, le commerce mondial enregistre un rebond conjoncturel. Les importations mondiales ont augmenté de plus de 5 % en 2017, soit 1,5 point de pourcentage au-dessus de la moyenne 2011-2016. En 2017, pour la première fois en trois ans, la croissance des importations mondiales a été plus rapide que celle de l'activité mondiale. Le redressement conjoncturel de l'activité, en particulier pour les investissements, a contribué au récent rebond du commerce mondial. L'investissement mondial, qui a atteint un point bas à partir de niveaux très faibles début 2016, s'est accru à un rythme proche de sa moyenne d'avant la crise au cours des derniers trimestres.

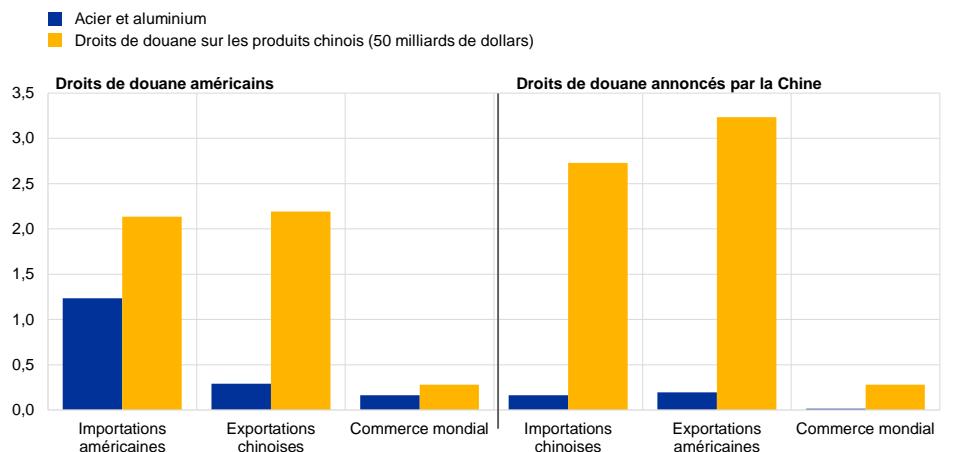
Ces dernières semaines, le risque d'une aggravation des tensions sur les échanges commerciaux s'est accentué en liaison avec les nouveaux droits de douane annoncés par l'Administration américaine. Fin mars, le président Trump a signé un décret imposant des droits de douane de 25 % sur les importations d'acier et de 10 % sur les importations d'aluminium, des exemptions ayant toutefois été accordées à plusieurs économies (incluant l'UE, mais sur une base temporaire). La Chine, en réaction, a promis une hausse des droits de douane sur 3 milliards de dollars d'importations américaines. L'Administration américaine ayant annoncé par ailleurs une nouvelle augmentation des tarifs douaniers concernant 50 milliards de dollars de produits chinois, la Chine a fait part de son intention d'accroître les droits de douane sur un montant similaire d'importations en provenance des États-Unis.

Les droits de douane annoncés n'affectent qu'une faible part du commerce américain ou des échanges mondiaux et leur effet sera probablement modeste. Les produits affectés par ces mesures ne représentent que 2 % des importations américaines et chinoises et moins de 0,5 % des échanges mondiaux (cf. graphique D). Considéré isolément, l'impact direct sera probablement peu important. Toutefois, les risques associés à une escalade des tensions commerciales et à une inversion plus large de la mondialisation se sont clairement inscrits en hausse. Cela pourrait affecter les décisions d'investissement au niveau mondial et mettre à rude épreuve la résistance de la dynamique du commerce mondial.

Graphique D

Droits de douane américains et représailles chinoises : parts des États-Unis, de la Chine et du monde dans les échanges de biens

(en pourcentage du total des échanges de biens pour les États-Unis, la Chine et le monde)



Sources : Recensement américain, Statistiques sur l'orientation des échanges du FMI et calculs des services de la BCE.

Une nette intensification des tensions sur les échanges commerciaux risque de mettre en péril la reprise actuelle du commerce mondial et de l'activité. Les simulations réalisées par les services de la BCE indiquent que l'effet sur le commerce et la production au niveau mondial d'une augmentation significative du protectionnisme pourrait être important. Dans un scénario dans lequel les États-Unis accroîtraient fortement les droits de douane sur les biens importés en provenance de tous leurs partenaires commerciaux, qui réagiraient de façon symétrique par des mesures de représailles, le résultat pour l'économie mondiale serait clairement négatif et le commerce mondial et l'activité économique pourraient s'inscrire en baisse par rapport au scénario de référence. Dans un tel scénario, les répercussions seraient particulièrement sévères aux États-Unis¹⁰. L'incidence précise sur les différents pays dépendrait principalement de leur taille, de leur ouverture et de l'intensité de leurs échanges avec le pays imposant les droits de douane. Au total, les pays entretenant la relation commerciale la plus étroite avec ce pays seraient les plus négativement affectés et la participation aux chaînes de valeur mondiales pourrait encore amplifier ces effets. Seules quelques économies ouvertes peu exposées au pays imposant les droits de douane pourraient bénéficier d'effets de réorientation des échanges, car elles gagneraient en compétitivité sur les marchés tiers.

L'impact d'une montée des tensions sur les échanges commerciaux pourrait se faire sentir via plusieurs canaux. Dans le cas d'une augmentation généralisée des droits de douane au plan mondial, une hausse des prix à l'importation pourrait accroître les coûts de production des entreprises et réduire le pouvoir d'achat des

¹⁰ Un certain nombre d'hypothèses sous-tendent les résultats. Par exemple, on suppose que les différends portant sur les échanges commerciaux ne durent que deux ans et que les recettes supplémentaires générées par les hausses des droits de douane sont utilisées pour réduire les déficits, plutôt que pour soutenir la demande. De plus, on suppose que les taux directeurs et les taux de change réagissent de façon endogène dans tous les pays.

ménages, en particulier si les biens domestiques et importés sont difficilement substituables. Cela pourrait affecter la consommation, l'investissement et l'emploi. De plus, une montée des tensions sur les échanges commerciaux alimenterait l'incertitude économique, conduisant les consommateurs à reporter leurs dépenses et les entreprises à différer leurs investissements¹¹. En réponse à l'accentuation de l'incertitude, les investisseurs financiers pourraient également réduire leur exposition aux actions et leur offre de crédit et exiger une compensation plus importante pour le risque. De plus, par le biais de relations financières étroites, une incertitude accrue pourrait se transmettre plus largement, accroissant la volatilité sur les marchés financiers mondiaux. À plus long terme, en pesant sur la croissance de la productivité, un passage à un régime plus protectionniste pourrait également affecter négativement la croissance potentielle.

¹¹ Cf., par exemple Bloom (N.), « *The impact of uncertainty shocks* », *Econometrica*, vol. 77, n° 3, 2009, p. 623-685.

2

Les facteurs à l'origine de l'amélioration récente de la position extérieure de la zone euro

Michael Fidora et Martin Schmitz

La position extérieure de la zone euro a continué de s'améliorer en 2017

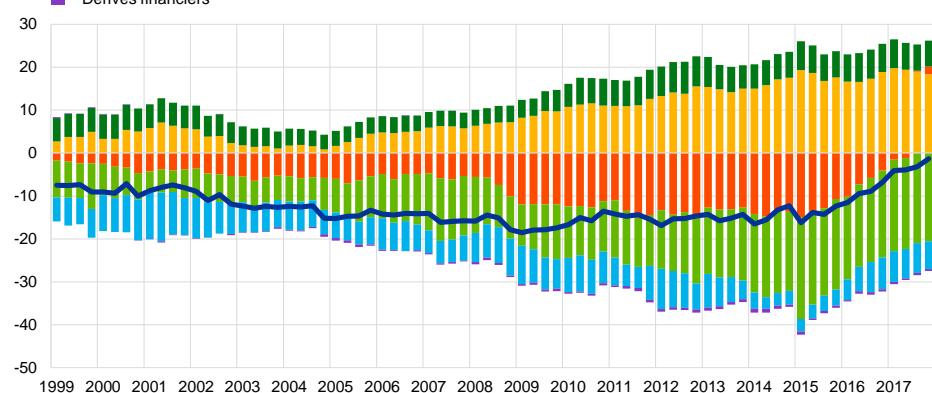
(cf. graphique A). À la fin de l'année, elle a enregistré des engagements nets de 1,3 % du PIB de la zone euro, soit leur plus bas niveau historique. Cela fait suite à une amélioration significative, de 15 points de pourcentage du PIB, intervenue depuis le premier trimestre 2015, et qui résulte largement d'une réduction des engagements nets au titre des investissements de portefeuille en titres de créance. Avant cela, depuis plus d'une décennie, la position extérieure nette de la zone euro oscillait autour de – 15 % du PIB. Depuis 1999, la position extérieure de la zone euro est créditrice nette au titre des investissements directs et des avoirs de réserve et débitrice nette au titre des investissements de portefeuille en actions, des autres investissements et des dérivés financiers. La zone euro a également enregistré une position débitrice nette pour les investissements de portefeuille en titres de créance jusqu'en 2015. Cette position débitrice nette (15 % du PIB au premier trimestre 2015) est devenue depuis créditrice nette, à hauteur de 2 % du PIB fin 2017.

Graphique A

Principales composantes de la position extérieure nette de la zone euro

(encours en fin de période en pourcentage des sommes mobiles sur quatre trimestres du PIB)

- Position extérieure nette
- Investissements directs
- Investissements de portefeuille – titres de créance
- Investissements de portefeuille – actions
- Autres investissements
- Avoirs de réserve
- Dérivés financiers



Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2017.

La récente amélioration de la position extérieure nette de la zone euro résulte principalement des transactions financières nettes, qui reflètent l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro, et de l'évolution des prix des actifs (cf. graphique B). Les variations de la position extérieure nette peuvent être décomposées en transactions financières nettes (qui reflètent largement les évolutions du solde des transactions courantes), effets de valorisation liés aux

variations des taux de change et des prix des autres actifs, et autres variations en volume¹². Depuis le premier trimestre 2015, l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro a contribué à hauteur d'environ 10 points de pourcentage du PIB à la réduction des engagements extérieurs nets. Du point de vue du compte financier, cela reflète dans une large mesure les sorties nettes enregistrées par les investissements de portefeuille en titres de créance, y compris ceux effectués dans le contexte du programme d'achats de titres du secteur public (*public sector purchase programme – PSPP*). Dans le même temps, la contribution des prix des actifs (hors effets de change) à la réduction des engagements extérieurs nets s'est établie autour de 9 points de pourcentage du PIB. Ce dernier chiffre reflète la performance des investissements de la zone euro à l'étranger par rapport à celle des investissements en actifs de la zone euro par des non-résidents. Depuis le premier trimestre 2015, deux tiers des plus-values nettes enregistrées au titre de la position extérieure de la zone euro sont imputables aux investissements de portefeuille en actions, les investissements de la zone euro sur les marchés boursiers mondiaux ayant affiché une meilleure performance que les investissements de portefeuille étrangers en actions de la zone euro. Le dernier tiers de ces plus-values nettes résulte d'investissements de portefeuille en titres de créance. Ces contributions positives aux évolutions de la position extérieure nette de la zone euro n'ont été que partiellement contrebalancées par des moins-values nettes résultant de l'évolution des taux de change (environ 4 points de pourcentage du PIB), l'euro s'étant apprécié de 9 % en termes effectifs nominaux sur la même période¹³.

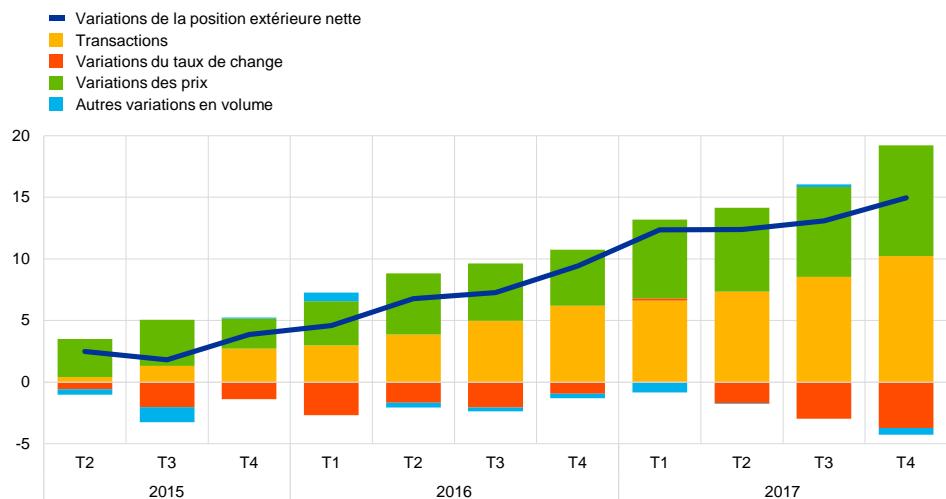
¹² Les « autres variations en volume » recouvrent par exemple les reclassements, les dépréciations, les « ruptures » résultant de modifications des sources et des méthodes, ainsi que les changements de pays de résidence des sociétés.

¹³ La position extérieure nette de la zone euro enregistre par nature des plus-values lorsque le taux de change de l'euro se déprécie (et des moins-values lorsqu'il s'apprécie). Cela tient au fait que les avoirs étrangers de la zone euro sont principalement libellés en devises, tandis que la part la plus importante des engagements de la zone euro envers l'étranger sont libellés en euro.

Graphique B

Ventilation des variations de la position extérieure nette de la zone euro depuis le premier trimestre 2015

(montants cumulés en pourcentage du PIB)



Sources : BCE et Eurostat.

Notes : Les « autres variations en volume » recouvrent par exemple les reclassements, les dépréciations, les « ruptures » résultant de modifications des sources et des méthodes et les changements des pays de résidence des sociétés. La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2017.

S'agissant des instruments financiers, l'amélioration de la position extérieure nette de la zone euro résulte principalement du passage d'une position débitrice nette à une position créditrice nette des investissements de portefeuille en titres de créance. Si la position nette des investissements de portefeuille en titres de créance a été débitrice, de 15 % du PIB, au premier trimestre 2015, elle est récemment devenue créditrice, de 2 % du PIB fin 2017. Sur la même période, les autres composantes de la position extérieure ont beaucoup moins fluctué, les engagements nets au titre des investissements de portefeuille en actions diminuant de 3 points de pourcentage du PIB et ceux au titre des autres investissements augmentant de 4 points de pourcentage du PIB¹⁴.

Le passage à une position créditrice nette des investissements de portefeuille en titres de créance résulte à la fois d'une réduction des engagements vis-à-vis des non-résidents de la zone euro et, quoique dans une moindre mesure, d'une hausse de la détention de titres de créance étrangers par les résidents de la zone euro (cf. graphique C). Plus précisément, l'encours de titres de créance de la zone euro détenus par des non-résidents a diminué, revenant de 55 % du PIB de la zone euro au premier trimestre 2015 à 42 % du PIB fin 2017. Dans le même temps, les résidents de la zone euro ont accru leur détention de titres de créance hors zone euro de 40 % à 44 % du PIB¹⁵. Du côté des avoirs comme

¹⁴ La position extérieure nette au titre des investissements directs, des dérivés financiers et des avoirs de réserve a évolué de 1 point de pourcentage du PIB, voire moins, sur la même période.

¹⁵ En termes de montants nominaux en milliards d'euros, les contributions relatives des avoirs et des engagements à la baisse des engagements extérieurs nets ont été plus proches. Toutefois, si ces contributions sont rapportées au PIB, les effets de la croissance du PIB ont atténué l'impact d'une augmentation des encours (comme observé dans le cas des créances) et amplifié une baisse des encours (comme dans le cas des engagements).

des engagements, ces évolutions résultent presque exclusivement des titres de créance à long terme, c'est-à-dire dont la durée initiale est supérieure à un an.

Les investisseurs non-résidents ont globalement réduit leurs détentions de titres de créance de la zone euro émis par l'ensemble des secteurs ; la réduction la plus importante a concerné les titres de créance émis par les administrations publiques de la zone euro. Cette réduction s'est élevée à près de 8 points de pourcentage du PIB de la zone euro depuis le premier trimestre 2015 et reflète largement les cessions nettes d'obligations souveraines de la zone euro par des non-résidents, y compris celles effectuées dans le contexte du PSPP de l'Eurosystème¹⁶. Dans le contexte du bas niveau des taux d'intérêt dans la zone euro par rapport aux autres économies avancées, les non-résidents ont également réduit leurs détentions de titres de créance émis par les institutions financières monétaires (IFM) de la zone euro de 3 points de pourcentage du PIB et leurs détentions de titres de créance émis par d'autres secteurs de plus de 2 points de pourcentage du PIB¹⁷. La hausse des détentions par les résidents de la zone euro de titres de créance émis hors zone euro et relevant des investissements de portefeuille résulte entièrement des « autres sociétés financières » résidentes de la zone euro, qui incluent les fonds d'investissement, les sociétés d'assurance et les fonds de pension. La part la plus importante (65 %) de l'augmentation de la détention par les résidents d'investissements de portefeuille en titres de créance émis hors zone euro correspond à des titres émis par les administrations publiques non-résidentes.

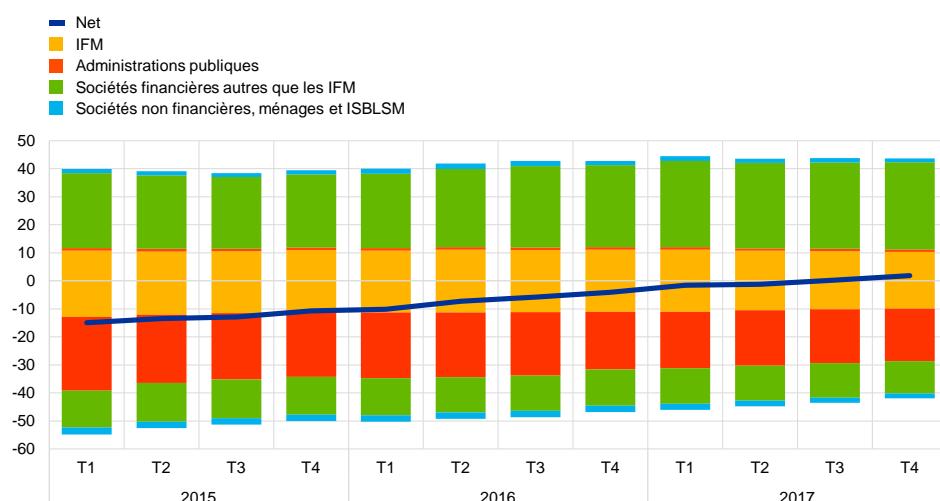
¹⁶ Cf. l'encadré intitulé « Quels sont les secteurs qui ont vendu les titres du secteur public acquis par l'Eurosystème ? », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2017.

¹⁷ Cf. l'encadré intitulé « L'analyse des sorties nettes au titre des investissements de portefeuille de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2017.

Graphique C

Ventilation de la position de la zone euro en titres de créance (investissements de portefeuille) par secteur résident

(encours en fin de période en pourcentage des sommes mobiles sur quatre trimestres du PIB)



Sources : BCE et Eurostat.

Notes : Les chiffres négatifs indiquent des engagements de la zone euro et les chiffres positifs, des avoirs. La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2017. ISBLSM signifie institutions sans but lucratif au service des ménages.

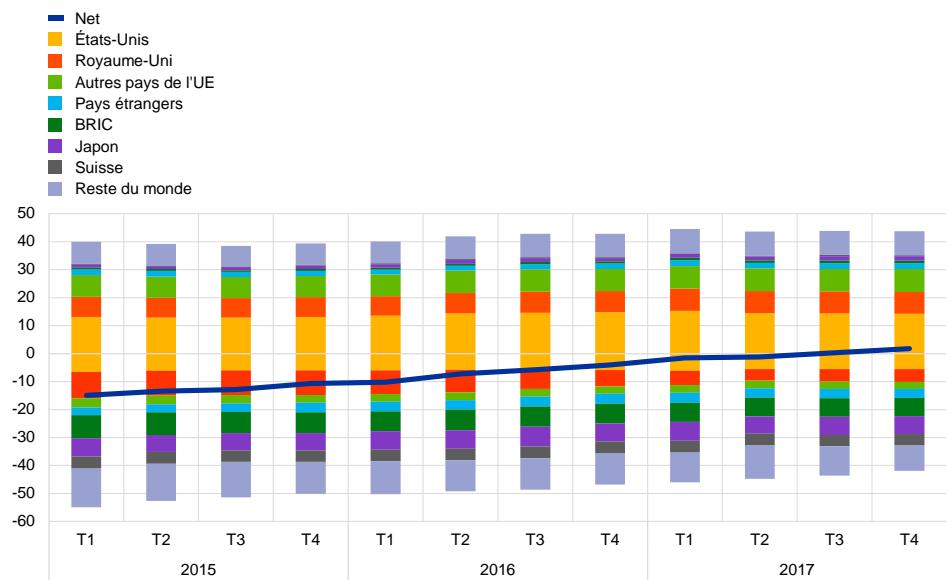
Depuis le premier trimestre 2015, les résidents japonais sont devenus les plus importants détenteurs étrangers de titres de créance de la zone euro, devant les résidents du Royaume-Uni et des États-Unis (cf. graphique D). Fin 2017, la détention japonaise de titres de créance de la zone euro s'est établie au même niveau qu'au premier trimestre 2015 (soit 6 % du PIB de la zone euro), tandis que durant cette période, les réductions les plus importantes en termes de détention de titres de créance de la zone euro ont été le fait d'investisseurs du Royaume-Uni (5 points de pourcentage du PIB), des BRIC (2 points de pourcentage du PIB) et des États-Unis (1 point de pourcentage du PIB)¹⁸.

¹⁸ Les BRIC comprennent le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine.

Graphique D

Ventilation de la position de la zone euro en titres de créance (investissements de portefeuille) par zone géographique des contreparties

(encours en fin de période en pourcentage des sommes mobiles sur quatre trimestres du PIB)



Sources : BCE et Eurostat.

Notes : Les chiffres négatifs indiquent des engagements de la zone euro et les chiffres positifs, des avoirs. Les BRIC sont le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine. Le reste du monde inclut tous les autres pays non identifiés par ailleurs, ainsi que les positions non affectées. Les données relatives aux engagements sont établies à partir d'estimations des services de la BCE. La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2017.

La hausse la plus prononcée en termes de détention de titres de créance étrangers par les investisseurs de la zone euro a concerné les titres émis par des entités résidant aux États-Unis d'abord, puis au Royaume-Uni et au Japon ensuite. Les États-Unis sont donc demeurés la destination la plus importante pour les investissements en titres de créance par les résidents de la zone euro (14 % du PIB de la zone euro), suivis par le Royaume-Uni (8 % du PIB de la zone). Fin 2017, les détentions agrégées par investisseur de la zone euro de titres émis par les résidents des autres pays de l'UE hors zone euro (hors Royaume-Uni) se sont élevées à 8 % du PIB.

3

Mesures de la sous-utilisation des capacités productives dans la zone euro

Béla Szörfi et Máté Tóth

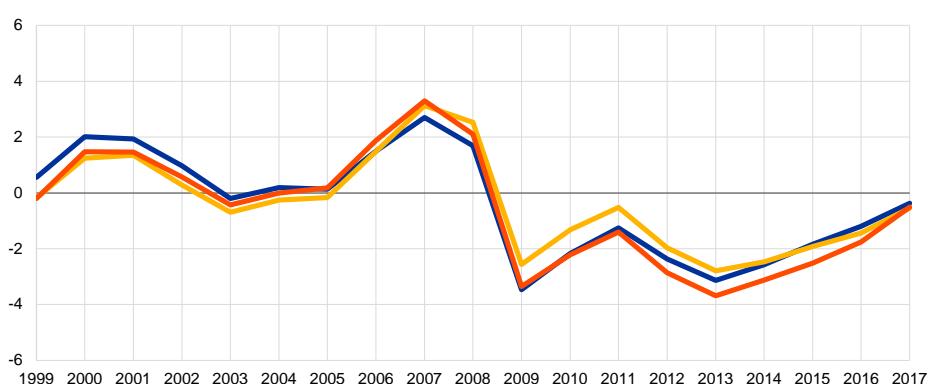
Cet encadré a pour objectif d'illustrer les difficultés de la mesure de la sous-utilisation des capacités productives dans l'économie de la zone euro et l'incertitude élevée entourant ces estimations. Même si des estimations récentes de la production potentielle suggèrent que les capacités inutilisées diminuent (cf. graphique A), plusieurs facteurs semblent indiquer que ces chiffres sous-estiment peut-être le niveau des capacités inutilisées subsistant dans l'économie. En effet, l'inflation et les tensions sur les salaires, par exemple, sont demeurées faibles. En outre, l'offre de main-d'œuvre, le taux d'activité et la productivité ont augmenté, ce qui peut favoriser une hausse de la production potentielle qui n'a pas encore été pleinement prise en compte. Enfin, les niveaux élevés de la mesure large de la sous-utilisation de la main-d'œuvre ont peut-être également suggéré un niveau plus important de sous-emploi sur le marché du travail que le taux de chômage total¹⁹. D'autre part, les indicateurs tirés d'enquêtes, qui montrent des niveaux historiquement élevés d'utilisation des capacités et de pénuries de main-d'œuvre, signalent l'apparition de tensions sur les marchés du travail de la zone euro.

Graphique A

Estimations de l'écart de production pour la zone euro selon les institutions internationales

(en pourcentage de la production potentielle)

- Commission européenne
- FMI
- OCDE



Sources : Prévisions économiques de l'automne 2017 de la Commission européenne, Perspectives de l'économie mondiale du FMI, avril 2018, et Perspectives économiques de l'OCDE, novembre 2017.

De façon plus spécifique, il est possible d'associer la sous-utilisation des capacités au concept d'écart de production. L'écart de production se définit comme la différence entre les niveaux du PIB en volume (observable) et de la

¹⁹ Cf. « Évaluation des capacités inutilisées sur le marché du travail », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2017, et « Trois indicateurs destinés à compléter la définition classique de l'emploi et du chômage », *Bulletin mensuel*, BCE, juin 2013.

production potentielle (non observable) en pourcentage de la production potentielle, qui est, elle-même, la tendance sous-jacente du PIB en volume (c'est-à-dire le niveau de production susceptible d'être atteint sans accroître les tensions inflationnistes). Il convient de noter que les évolutions de l'inflation sont également influencées par des facteurs autres que l'écart de production, tels que les chocs de coûts (les fluctuations des prix du pétrole, par exemple), la formation des anticipations d'inflation, les variations du pouvoir des entreprises en matière de fixation des prix, ou – sur le moyen à long terme – les évolutions monétaires. Si le PIB en volume se situe au-dessous de la production potentielle ainsi définie, l'écart de production est négatif. Cela signifie qu'il existe des capacités inutilisées dans l'économie et, toutes choses égales par ailleurs, les tensions inflationnistes sont davantage susceptibles d'être modérées. En revanche, si le niveau du PIB en volume dépasse la production potentielle, alors l'écart de production est positif et des tensions inflationnistes sont plus susceptibles d'apparaître. Même si les capacités inutilisées et l'écart de production peuvent être considérés comme globalement équivalents, il convient de noter que l'écart de production est souvent perçu comme un concept agrégé, tandis que les capacités inutilisées peuvent persister sur certains marchés (sur le marché du travail, par exemple), dans certains secteurs ou dans certaines régions alors même que l'écart de production s'est résorbé ou se trouve en territoire positif.

Comme la production potentielle et donc l'écart de production ne sont pas observables, ils ne peuvent être estimés que de façon incertaine. L'écart de production doit être extrait de données observables, sur la base de modèles statistiques ou économiques. Le choix d'un modèle spécifique implique toujours un jugement et introduit une incertitude. Les modèles étant des simplifications de la réalité, il n'est pas possible de traiter l'ensemble des informations qui peuvent être pertinentes pour estimer l'écart de production. De plus, en raison de la nature généralement stochastique de ces modèles, une part d'incertitude découle de façon inhérente des caractéristiques des chocs supposés entrant dans le modèle. L'incertitude est également liée aux paramètres de ces modèles, qui ne peuvent être estimés que de façon imprécise. Par ailleurs, les relations économiques (comme la pente de la courbe de Phillips ou la réaction de l'emploi à l'activité économique) peuvent évoluer au fil du temps. De plus, les données (tant historiques que projetées) utilisées dans les modèles font l'objet de révisions. Dans l'ensemble, étant donné ces différents types d'incertitude potentiellement interdépendants, toute estimation ponctuelle de l'écart de production doit être analysée avec une grande prudence.

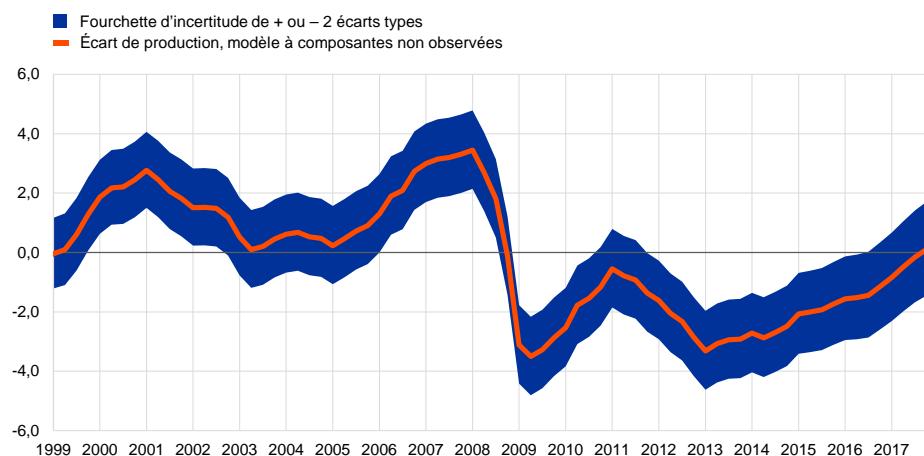
Une estimation basée sur un modèle illustre ce point en suggérant un écart de production proche de zéro, bien que ce résultat soit entouré d'un degré d'incertitude élevé (cf. graphique B). À des fins d'illustration, un modèle à composantes non observées (UCM) est utilisé pour estimer la production potentielle et ses composantes pour la zone euro. Ce modèle utilise un filtre multivarié basé sur une fonction de production Cobb-Douglas et inclut quelques relations économiques théoriques, comme les courbes de Phillips des salaires et des prix et la loi d'Okun. Selon ce modèle, il semble que l'écart de production de la zone euro se soit déjà

résorbé vers la fin de l'année 2017. Or, une fourchette plausible couvre un écart de production qui se situe environ entre – 1,5 % et + 1,5 %.

Graphique B

Estimation de l'écart de production pour la zone euro selon un modèle à composantes non observées

(en pourcentage de la production potentielle)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Les chocs récents sur l'offre de main-d'œuvre devraient soutenir la croissance de la production potentielle comme de la production réelle. Le taux d'activité de la main-d'œuvre a augmenté ces dernières années dans la zone euro, en raison de la participation croissante des femmes et des personnes plus âgées. Cette augmentation est liée essentiellement à la progression du niveau d'instruction de la population en âge de travailler ainsi qu'à des réformes récentes du marché du travail dans de nombreux pays de la zone euro, et elle semble donc largement indépendante du cycle d'activité²⁰. Ce résultat est confirmé par l'estimation de la population active tendancielle du modèle UCM : la variation conjoncturelle du taux d'activité est relativement limitée, et la plus grande partie de la hausse observée par le passé est imputable à la tendance. Point important, ce résultat signifie que la hausse du taux d'activité indique des augmentations à la fois de la production potentielle et de la production réelle, ce qui n'affecte donc guère l'écart de production (cf. graphique C). Toutefois, si l'incidence des réformes récentes des marchés du travail et des biens et services n'est pas totalement prise en compte par les estimations basées sur le modèle, la production potentielle pourrait être plus élevée et la sous-utilisation des capacités plus importante que ne le montre le graphique B.

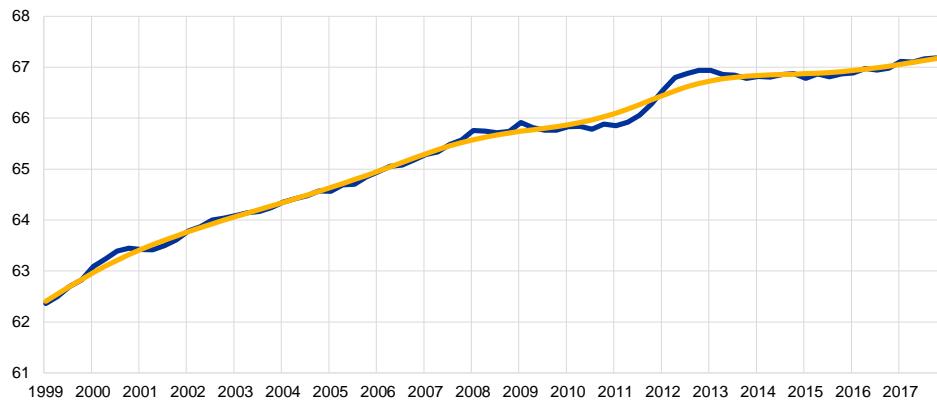
²⁰ Cf. l'article intitulé « [Offre de main-d'œuvre et croissance de l'emploi](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2018.

Graphique C

Taux d'activité dans la zone euro

(en pourcentage de la population en âge de travailler)

- Taux d'activité observé
- Taux d'activité tendanciel



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

La mesure large de la sous-utilisation de la main-d'œuvre suggère que la sous-utilisation des capacités était plus importante lors de la crise financière et au cours de la phase de reprise que ne l'indique le taux de chômage total.

La mesure large de la sous-utilisation de la main-d'œuvre recouvre les travailleurs à temps partiel en situation de sous-emploi, ceux qui recherchent un emploi mais ne sont pas disponibles et ceux qui sont disponibles mais ne recherchent pas d'emploi (ce dernier groupe inclut les travailleurs découragés). Cependant, il s'agissait peut-être d'un phénomène temporaire qui semble s'estomper. Afin d'examiner si les mesures larges du sous-emploi indiquent un degré plus important de sous-utilisation des capacités, le taux de chômage total est remplacé par la mesure large de la sous-utilisation de la main-d'œuvre du modèle UCM²¹. Ce choix est cohérent avec l'hypothèse selon laquelle le niveau de la mesure large de la sous-utilisation de la main-d'œuvre ne peut pas être considéré comme une mesure rigoureuse de la sous-utilisation des capacités, et doit être évalué par rapport à sa composante structurelle ou tendancielle, comme c'est le cas pour le taux de chômage.

Entre 2011 et 2016, le niveau des capacités inutilisées sur le marché du travail de la zone euro semble avoir été plus important si l'on observe la mesure large de la sous-utilisation de la main-d'œuvre. Cependant, la différence a commencé à s'estomper en 2015, en raison des fortes diminutions du nombre de travailleurs découragés et du nombre des travailleurs à temps partiel en situation de sous-emploi (cf. graphique D).

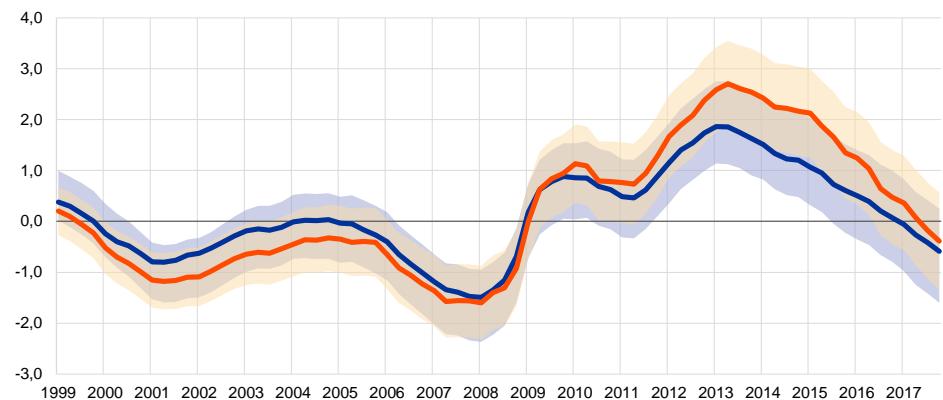
²¹ Les données sous-jacentes permettant de calculer la mesure large de la sous-utilisation de la main-d'œuvre sont publiées seulement à partir du premier trimestre 2008. Pour la période antérieure à 2008, cette mesure était rétropolée par les services de la BCE, en utilisant des données annuelles basées sur un concept similaire et un modèle à facteur dynamique comprenant plus de 50 variables du marché du travail.

Graphique D

La sous-utilisation sur le marché du travail selon différentes mesures

(en pourcentage de la population active ; mesure large de la sous-utilisation de la main-d'œuvre en pourcentage de la population active supplémentaire potentielle)

- Taux de chômage
- Mesure large du sous-emploi de la main-d'œuvre



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les zones ombrées indiquent des fourchettes d'incertitude de + ou – 2 écarts types. La zone bleue se rapporte au taux de chômage et la zone de couleur crème se rapporte à la mesure large.

Articles

1

La convergence réelle en Europe centrale, orientale et du Sud-Est

Piotr Żuk, Eva Katalin Polgar, Li Savelin, Juan Luis Diaz del Hoyo et Paul König

Cet article présente des faits stylisés relatifs à la convergence et analyse les sources de la croissance économique dans les économies d'Europe centrale, orientale et du Sud-Est (ECOSE), tant au sein qu'en dehors de l'Union européenne (UE) ²².

Il compare également les performances des différents pays et identifie les problèmes auxquels ces économies sont confrontées dans la réalisation de nouvelles avancées en matière de convergence. Toutes les économies de la région ECOSE ont convergé vers les économies les plus avancées de l'UE depuis 2000, mais les progrès ont été hétérogènes. Si plusieurs pays ont enregistré une forte croissance économique et réalisé un rattrapage rapide, ce processus a été assez lent dans d'autres pays. La convergence économique a été beaucoup plus rapide dans les pays de la région ECOSE qui sont devenus membres de l'UE (y compris ceux qui ont ensuite rejoint la zone euro) que dans les pays des Balkans occidentaux actuellement candidats ou candidats potentiels à une adhésion à l'UE.

La convergence a été particulièrement rapide avant la crise financière mondiale, mais s'est ralentie par la suite.

L'article identifie plusieurs facteurs communs aux pays de la région qui réussissent le mieux en termes de rythme de convergence depuis 2000. Il s'agit, notamment, des améliorations de la qualité institutionnelle, de la compétitivité externe et de l'innovation, d'une ouverture accrue aux échanges, de niveaux de capital humain élevés ou en cours d'amélioration, et de taux d'investissement relativement élevés. À plus long terme, l'accélération et le maintien de la convergence dans la région nécessiteront des efforts supplémentaires pour améliorer la qualité institutionnelle et l'innovation, redynamiser l'investissement et faire face à l'impact défavorable du vieillissement démographique. Pour les candidats et les candidats potentiels à une adhésion à l'UE, les perspectives d'appartenance à l'UE pourraient constituer un ancrage pour la dynamique de réforme – en particulier, mais pas exclusivement, dans le domaine clé de l'amélioration de la qualité institutionnelle – et soutenir ainsi les perspectives de croissance et de convergence réelle à long terme de ces pays.

²² Cet article met l'accent sur les pays de la région ECOSE qui sont membres de l'UE (les « nouveaux États membres de l'UE » (NEM) qui comprennent la Bulgarie, la République tchèque, l'Estonie, la Croatie, la Lettonie, la Lituanie, la Hongrie, la Pologne, la Roumanie, la Slovénie et la Slovaquie) ou qui sont candidats ou candidats potentiels à une adhésion à l'UE (les « Balkans occidentaux » qui comprennent l'Albanie, l'ancienne République yougoslave de Macédoine, la Bosnie-Herzégovine, le Monténégro et la Serbie). Le Kosovo est également inclus dans l'analyse lorsque les données sont disponibles (sans préjudice des positions relatives à son statut, conformément à la résolution 1244 du Conseil de sécurité des Nations unies et à l'avis rendu par la Cour internationale de justice au sujet de la déclaration d'indépendance du Kosovo). Bien que la Turquie soit candidate à une adhésion à l'UE, elle n'est pas incluse dans l'analyse, dans la mesure où elle ne se situe pas dans le contexte de transition économique d'une économie dirigée vers une économie de marché.

1 Introduction

Les économies de la région ECOSE se sont engagées dans une transition économique majeure d'économies dirigées vers des économies de marché dans les années 1990. Cette transition économique a largement déterminé les évolutions économiques dans ces pays depuis 1990. Malgré des coûts de transition élevés et des résultats économiques globalement mitigés dans les années 1990, la plupart des économies de la région ECOSE ont enregistré une forte croissance économique depuis 2000, qui a contribué à un rattrapage vis-à-vis des économies les plus avancées de l'UE.

Le présent article analyse la convergence des revenus des économies de la région ECOSE vers les économies les plus avancées de l'UE depuis 2000²³.

L'analyse recouvre : (a) les onze économies qui ont adhéré à l'UE durant cette période, dont cinq ont également adopté l'euro depuis lors ; et (b) les six économies des Balkans occidentaux qui sont candidates ou candidates potentielles à une adhésion à l'UE. La convergence réelle – entendue comme un processus dans lequel la croissance économique des pays les pauvres est plus rapide que celle des plus riches, de sorte que les différences de revenus réels entre pays diminuent au fil du temps – a des implications considérables pour la prospérité de l'économie et le bien-être. En outre, la réalisation d'une convergence durable reste importante pour l'intégration économique et monétaire à l'UE, et en son sein. Cela découle du fait que la réalisation d'une convergence durable réduit les disparités de revenus réels, soutient la cohésion sociale et facilite ainsi le fonctionnement de l'Union économique et monétaire.

De plus, il existe un lien étroit entre la convergence des revenus réels et la convergence des prix (convergence nominale). Les économies à croissance rapide (en phase de convergence) enregistrent généralement une appréciation du taux de change réel, qui se manifeste souvent par des taux d'inflation plus élevés. Toutefois, après avoir rejoint l'Union monétaire, une inflation plus forte peut conduire à des taux d'intérêt réels plus faibles que dans les autres pays membres de l'Union monétaire. Avec les taux d'intérêt naturels généralement plus élevés, la probabilité que les économies à croissance rapide connaissent des alternances de phases d'expansion et de récession s'accroît, à moins que des instruments de politique budgétaire ou macroprudentielle ne soient convenablement utilisés dans ces économies afin de préserver la stabilité financière. De même, la convergence des revenus réels facilite le respect des critères de convergence de Maastricht pour l'appartenance à l'Union monétaire (comprenant les critères d'inflation et de taux

²³ La convergence doit être analysée sur un horizon à long terme. Cependant, en raison de la transition économique vécue par ces pays de la région ECOSE dans les années 1990 et de l'insuffisance des données relatives à certains pays, l'an 2000 apparaît comme le point de départ naturel pour mener une telle analyse de ce groupe de pays.

d'intérêt à long terme), qui restent pertinents pour les États membres de l'UE qui n'utilisent pas encore l'euro²⁴.

L'absence de convergence des revenus va souvent de pair avec un faible degré de qualité institutionnelle, c'est-à-dire des normes institutionnelles et de gouvernance qui favorisent la croissance économique d'un pays et le rendent plus résistant aux chocs. Cela peut compliquer l'intégration et le bon fonctionnement futurs de l'UE et de la zone euro²⁵.

Dans ce contexte, la section 2 examine des faits stylisés relatifs à la convergence dans les pays de la région ECOSE, la section 3 analyse les moteurs de la convergence économique dans ce groupe de pays et la section 4 apporte une conclusion.

Encadré 1

Informations générales sur les pays de la région ECOSE

Piotr Żuk, Eva Katalin Polgar, Li Savelin, Juan Luis Diaz del Hoyo et Paul König

Les économies de la région ECOSE ont plusieurs caractéristiques communes. Premièrement, elles partagent un héritage commun, celui d'être des économies dirigées qui se sont engagées dans un processus de transition vers des économies de marché dans les années 1990. Deuxièmement, ce sont toutes de petites économies ouvertes très proches géographiquement d'économies plus importantes de l'UE avec lesquelles elles ont des liens économiques forts. Troisièmement, toutes ces économies ont soit déjà adhéré à l'UE, soit sont candidates ou candidates potentielles à une adhésion, ayant la perspective de rejoindre un jour l'UE. Le tableau présente des informations de base par pays pour l'ensemble des économies analysées dans cet article. Globalement, l'échantillon est constitué de dix-sept pays de la région ECOSE, dont onze nouveaux États membres de l'UE (NEM) – six États membres de l'UE hors zone euro (dénommés NEM hors zone euro dans les graphiques) et cinq NEM de la zone euro – et de six pays candidats ou candidats potentiels à une adhésion à l'UE, auxquels le présent article fait collectivement référence sous le nom de Balkans occidentaux.

²⁴ Une analyse plus détaillée de la relation entre convergence réelle et convergence nominale (qui, avec la convergence budgétaire, sont souvent désignées par l'expression « convergence de Maastricht ») est fournie par Diaz del Hoyo (J.L.), Dorrucci (E.), Ferdinand Heinz (F.) et Muzikarova (S.), dans « *Real convergence in the euro area: a long-term perspective* », *Occasional Paper Series*, n° 203, BCE, décembre 2017.

²⁵ Cf. également Cœuré (B.), « *Convergence matters for monetary policy* », discours prononcé lors de la conférence « *Innovation, firm size, productivity and imbalances in the age of de-globalization* », Bruxelles, 30 juin 2017.

Tableau A

Statut d'appartenance à l'UE, population et niveaux de revenus

Pays	Statut officiel	Population (2016, millions)	PIB en volume par habitant (2016, PPA, dollar international)	PIB en volume par habitant (2016, en pourcentage de la moyenne de l'UE 28)
NEM de la zone euro				
Slovénie	Membre depuis 2004 ; utilisation de l'euro depuis 2007	2,1	29 933	82,4
Slovaquie	Membre depuis 2004 ; utilisation de l'euro depuis 2009	5,4	29 224	80,4
Estonie	Membre depuis 2004 ; utilisation de l'euro depuis 2011	1,3	28 095	77,3
Lettonie	Membre depuis 2004 ; utilisation de l'euro depuis 2014	2,0	23 718	65,3
Lituanie	Membre depuis 2004 ; utilisation de l'euro depuis 2015	2,9	27 904	76,8
NEM hors zone euro				
République tchèque	Membre depuis 2004	10,6	31 353	86,3
Hongrie	Membre depuis 2004	9,8	25 654	70,6
Pologne	Membre depuis 2004	38,4	26 051	71,7
Bulgarie	Membre depuis 2007	7,1	17 794	49,0
Roumanie	Membre depuis 2007	19,7	21 608	59,5
Croatie	Membre depuis 2013	4,2	21 547	59,3
Balkans occidentaux				
Albanie	Candidat depuis juin 2014 (les négociations d'adhésion ne sont pas encore ouvertes)	2,9	11 359	31,3
ÉRY Macédoine	Candidat depuis décembre 2005 (les négociations d'adhésion ne sont pas encore ouvertes)	2,1	13 055	35,9
Monténégro	Candidat depuis décembre 2010 (négociations ouvertes en juin 2012)	0,6	15 725	43,3
Serbie	Candidat depuis mars 2012 (négociations ouvertes en janvier 2014)	7,1	13 723	37,8
Bosnie-Herzégovine	Candidat potentiel (demande d'adhésion à l'UE formulée en février 2016)	3,5	11 327	31,2
Kosovo	Candidat potentiel (n'a pas formulé de demande d'adhésion à l'UE)	1,8	9 332	25,7

Sources : Commission européenne, Haver Analytics, Banque mondiale et calculs de la BCE.

2 Convergence dans les pays de la région ECOSE : faits stylisés

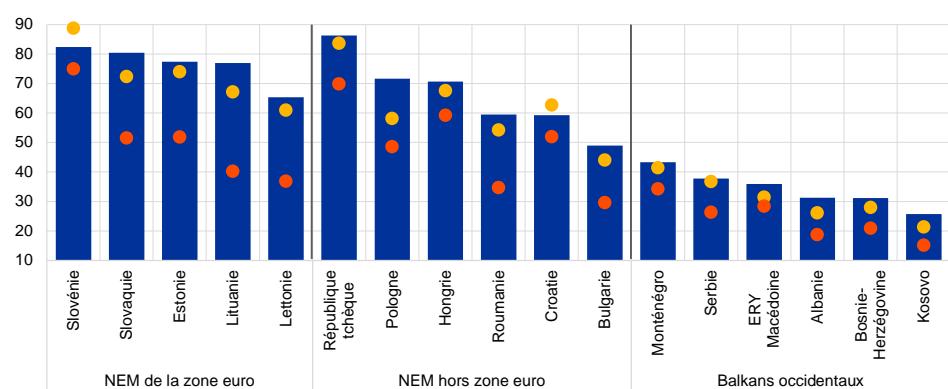
Dans l'ensemble des économies de la région ECOSE, le PIB en volume par habitant en PPA²⁶ mesuré en part de la moyenne de l'UE 28 a augmenté depuis 2000 (cf. graphique 1). La croissance du PIB par habitant a été particulièrement forte durant la période qui a précédé la crise financière mondiale de 2008-2009, approchant, voire dépassant, 5 % dans certains nouveaux États membres de l'UE et dans les économies les plus pauvres des Balkans occidentaux. L'expansion économique vigoureuse a contribué à un rattrapage plus rapide vis-à-vis des économies de l'UE à revenu plus élevé. Toutefois, depuis 2009, la croissance économique a fléchi dans tous les pays de la région. En conséquence, la convergence vers la moyenne de l'UE 28 a ralenti, même si certains pays, comme les États baltes et la Pologne, ont réussi à reprendre le rattrapage à un rythme relativement rapide après 2010.

Graphique 1

PIB en volume par habitant en PPA en 2000, 2008 et 2016

(en pourcentage de la moyenne de l'UE 28)

- 2016
- 2008
- 2000



Sources : Banque mondiale (indicateurs du développement dans le monde – WDI) et calculs de la BCE.

Le processus de rattrapage dans les pays de la région ECOSE qui sont membres de l'UE a généralement été plus rapide que dans les Balkans occidentaux. Cela résulte en partie de l'impact destructeur des guerres de Yougoslavie dans les années 1990, qui a retardé de près de dix ans le processus de transition économique dans de nombreux pays des Balkans occidentaux. Les évolutions ont également été hétérogènes dans les pays de la région ECOSE qui sont membres de l'UE. Plusieurs d'entre eux – notamment les États baltes et la Slovaquie, qui ont rejoint la zone euro, ainsi que la Bulgarie, la Pologne et la Roumanie – ont enregistré une convergence particulièrement rapide. Dans le même temps, d'autres États de la région ECOSE membres de l'UE ont éprouvé des difficultés à converger vers la moyenne de l'UE au-delà des niveaux déjà atteints

²⁶ L'utilisation des parités de pouvoir d'achat (PPA) élimine l'incidence des différences de niveaux de prix entre pays et permet donc d'effectuer une mesure plus précise du bien-être, comparable entre pays.

en 2008. En fait, le PIB par habitant en Croatie et en Slovénie s'est écarté de la moyenne de l'UE après 2008, même si cette orientation négative s'est inversée dernièrement.

Certains nouveaux États membres de l'UE, comme la République tchèque, la Slovénie et la Slovaquie, ont atteint aujourd'hui des niveaux de PIB par habitant légèrement supérieurs à 80 % de la moyenne de l'UE (sur la base des données de 2016). En revanche, plusieurs autres nouveaux États membres de l'UE sont encore très au-dessous de la moyenne de l'UE. C'est notamment le cas de la Bulgarie (dont le PIB par habitant est le plus faible de ces pays, à quelque 50 %), de la Roumanie et de la Croatie (toutes deux autour de 60 %).

S'agissant des économies des Balkans occidentaux, les niveaux de revenus étaient, en 2016, inférieurs à 50 % de la moyenne de l'UE 28. Le PIB par habitant le plus faible en termes de PPA a été mesuré au Kosovo (26 %), et le plus élevé au Monténégro (43 %). Dans l'ensemble, la plupart des économies des Balkans occidentaux sont encore loin d'atteindre le niveau de convergence des revenus vers la moyenne de l'UE généralement observé au moment de l'adhésion à l'UE pour d'autres pays de la région ECOSE (qui était dans la plupart des cas d'environ 50 % à 60 % du PIB moyen par habitant de l'UE) ²⁷.

Dans l'hypothèse d'une poursuite des tendances de la croissance du PIB observées ces dernières années, de nombreux nouveaux États membres de l'UE convergeront relativement rapidement (certains dès la prochaine décennie) vers la moyenne de l'UE 28 en termes de PIB par habitant. Dans le même temps, pour de nombreux nouveaux États membres, la convergence vers la moyenne de l'UE 28 avant 2030 semble hors d'atteinte sans une accélération marquée de la croissance du PIB pour la période à venir ²⁸. Ainsi que le montre également le graphique 2, qui présente les résultats d'un calcul mécanique similaire portant sur les Balkans occidentaux, l'ensemble de ces économies (à l'exception du Monténégro) devraient enregistrer des taux de croissance du PIB nettement supérieurs à ceux de ces dernières années pour atteindre, d'ici 2030, 50 % de la moyenne du PIB par habitant de l'UE 28.

²⁷ Parmi les pays de la région ECOSE qui ont rejoint l'UE depuis 2004, le PIB par habitant le plus faible (en pourcentage de la moyenne de l'UE 28) au moment de l'adhésion a été observé en Bulgarie (42,3 %) en 2007. En outre, plusieurs autres pays étaient proches de 50 %, comme la Lettonie (48,3 %) et la Pologne (51,2 %) en 2004, et la Roumanie (49,4 %) en 2007.

²⁸ Ces calculs mécaniques ont pour hypothèse que la croissance du PIB dans l'UE et les pays de la région ECOSE est restée au niveau moyen de 2010 à 2016. Ces calculs ne tiennent pas compte de l'incidence de la sortie de l'UE du Royaume-Uni, qui réduira en termes statistiques le niveau moyen des revenus de l'UE.

Graphique 2

Croissance nécessaire du PIB par habitant dans les Balkans occidentaux pour atteindre 50 % de la moyenne de l'UE 28 en 2025, 2030 et 2035

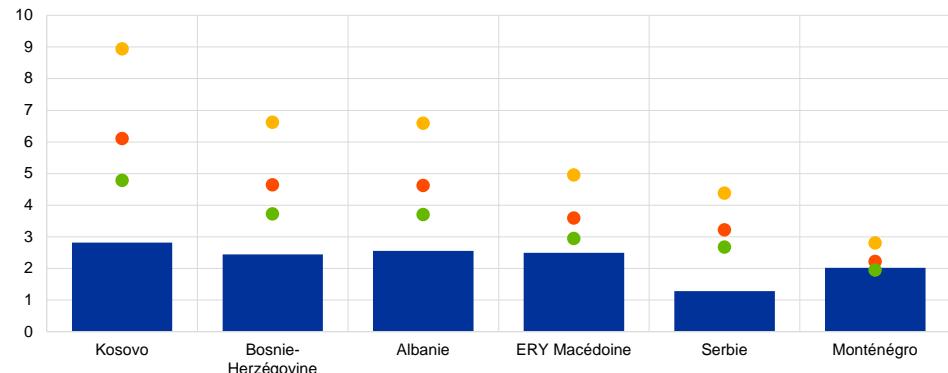
(en pourcentages)

■ Moyenne 2010-2016

● 2025

● 2030

● 2035



Sources : Banque mondiale (WDI) et calculs de la BCE.

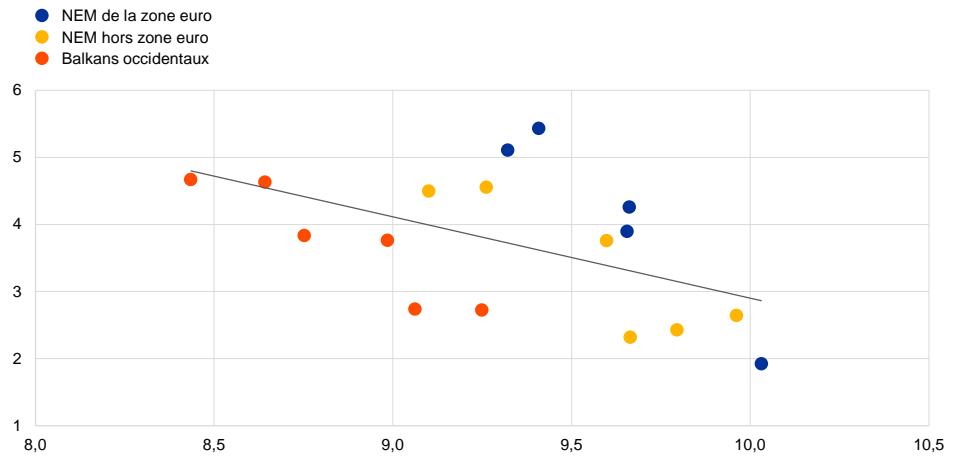
Note : En prenant pour hypothèse une croissance annuelle de 1,2 % du PIB (par habitant, en PPA) dans l'UE 28, soit le taux observé sur la période 2010-2016.

Globalement, on a observé une corrélation négative entre les niveaux de revenus en 2000 et la croissance du PIB en volume au cours des années suivantes (cf. graphique 3). Cela indique que les pays les plus pauvres de la région ECOSE ont généralement eu tendance à enregistrer une croissance économique plus forte depuis 2000. Dans ce contexte, deux observations sont particulièrement frappantes. Premièrement, le processus de convergence semble avoir été plus robuste dans les nouveaux États membres de l'UE qui ont adhéré à la zone euro que dans les deux autres groupes de pays. Deuxièmement, un examen des pays des Balkans occidentaux et des nouveaux États membres de l'UE hors zone euro ayant des niveaux de revenus comparables en 2000 montre que ces derniers ont enregistré un taux de croissance annuel moyen nettement supérieur. Ces deux observations vont dans le sens d'un rôle positif joué par l'adhésion à l'UE dans la convergence de ces économies de la région ECOSE.

Graphique 3

Niveaux de revenus initiaux et croissance moyenne du PIB de 2000 à 2016

(axe des abscisses : log du PIB en volume par habitant en PPA, 2000 ; axe des ordonnées : croissance moyenne du PIB en volume par habitant en PPA, 2000-2016 (pourcentages))



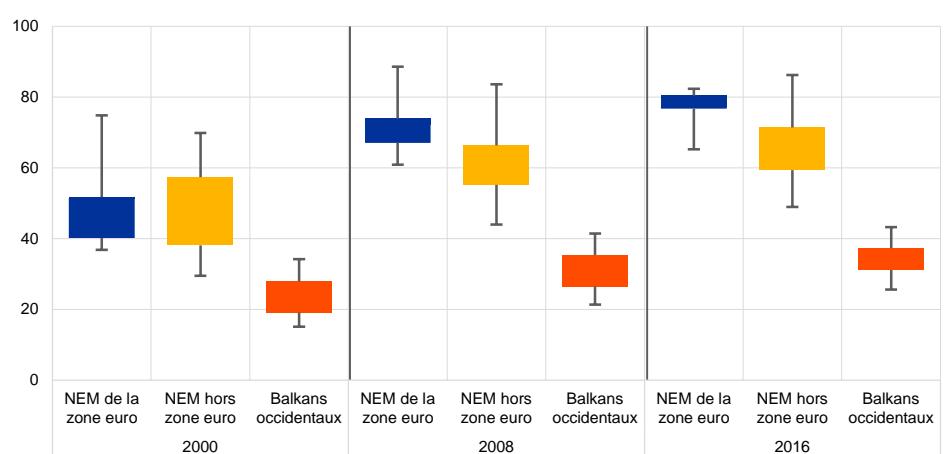
Sources : Banque mondiale (WDI) et calculs de la BCE.

La dispersion des revenus entre le groupe des nouveaux États membres de l'UE et le groupe des économies des Balkans occidentaux s'est réduite depuis 2000²⁹. Dans le même temps, les revenus réels de ces deux groupes de pays ont divergé (cf. graphique 4). Ces évolutions confortent l'hypothèse d'une « convergence de club » et indiquent que les nouveaux États membres de l'UE et les futurs États membres de l'UE pourraient avoir convergé vers des états stationnaires différents.

Graphique 4

Dispersion des revenus par rapport à l'UE 28 sur la période 2000-2016

(PIB en volume par habitant en PPA en part de la moyenne de l'UE 28)



Sources : Banque mondiale (WDI) et calculs de la BCE.

Notes : La barre qui ferme le segment supérieur de chaque « boîte à moustaches » indique la valeur maximum de l'échantillon, et la barre du segment inférieur la valeur minimum. Les boîtes représentent la dispersion entre le premier et le troisième quartiles.

²⁹ Mesuré par l'écart type du PIB en volume par habitant en PPA en part de la moyenne de l'UE.

Encadré 2

Théories de la convergence et de la croissance économique

Piotr Żuk, Eva Katalin Polgar, Li Savelin, Juan Luis Diaz del Hoyo et Paul König

Plusieurs concepts différents de convergence économique ont été élaborés dans la littérature, mais les plus fréquemment utilisés sont la « β -convergence » et la « σ -convergence ». La β -convergence signifie que les pays à revenu plus faible ont tendance à avoir une croissance plus rapide que les pays à revenu plus élevé, et elle est une condition nécessaire, mais non suffisante, de la σ -convergence, qui se définit comme une réduction de la dispersion des revenus réels entre pays au fil du temps. Ainsi, s'il existe une β -convergence, les pays plus pauvres enregistrent une croissance plus rapide que les pays riches, mais des taux de croissance plus élevés peuvent ne pas suffire à égaliser les niveaux de revenus entre pays au fil du temps en raison des différences initiales entre ces revenus, auquel cas la σ -convergence ne s'ensuit pas nécessairement. Le concept de β -convergence est tiré du cadre de croissance néoclassique et repose sur l'hypothèse des rendements décroissants du capital³⁰. Dans ce cadre, les économies où les capitaux sont rares (à faible revenu) dégagent de ce facteur de production des rendements supérieurs à ceux des économies où les capitaux sont abondants (à revenu élevé), ce qui favorise une accumulation du capital et une croissance économique plus rapide dans le premier groupe d'économies.

Le concept de conditionnalité de la convergence est également souvent analysé dans la littérature. La convergence conditionnelle tient compte des éventuelles différences entre pays en termes de cadre institutionnel et de politiques suivies. Ainsi, les économies peuvent converger vers des états stationnaires différents et la croissance économique des économies plus pauvres n'est pas automatiquement supérieure à celle des plus riches ; tandis qu'une convergence inconditionnelle (absolue) donne à penser que les pays plus pauvres ont une croissance plus rapide que les plus riches, indépendamment des cadres institutionnels ou des politiques suivies³¹. Cependant, les données empiriques n'attestent pas de l'existence d'une convergence inconditionnelle pour de grands ensembles de pays. Comme l'a énoncé Rodrik³², « Toute convergence que l'on identifie est conditionnelle : elle dépend des politiques, des institutions et d'autres circonstances spécifiques à chaque pays » comme le taux d'épargne, la démographie ou l'aide extérieure. Une implication de la convergence conditionnelle est que les économies présentant des caractéristiques semblables (comme les économies de l'OCDE ou de la région ECOSE) sont susceptibles de converger à long terme vers le même état stationnaire, qui est différent de l'état stationnaire d'autres groupes de pays partageant des caractéristiques différentes. Ce concept est souvent décrit comme la « convergence de club ».

Si, comme l'implique le concept de convergence conditionnelle, la convergence n'est pas un processus quasi-automatique, la détermination des moteurs de la croissance économique et des conditions propices à la croissance serait cruciale du point de vue de la politique économique. Tandis que les modèles de croissance de Solow et Swan mettaient l'accent sur l'accumulation de capital en tant que moteur principal de la croissance (et traitaient le progrès technologique de façon

³⁰ Solow (R.), « *A contribution to the theory of economic growth* », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 70(1), 1956, p. 65-94, et Swan (T.W.), « *Economic Growth and Capital Accumulation* », *Economic Record*, vol. 32(2), 1956, p. 334-361.

³¹ Barro (R.J.) et Sala-i-Martin (X.I.), *Economic Growth*, 2nd Edition, MIT Press, Cambridge (Mass.), 2004.

³² Rodrik (D.), « *Unconditional convergence* », National Bureau of Economic Research (NBER), *Working Paper* n° 17546, 2011.

exogène), le nouveau courant de littérature théorique s'est efforcé de faire du changement technologique un facteur endogène en utilisant des modèles qui intègrent l'accumulation de capital humain, l'innovation, l'investissement et la recherche et développement ou l'apprentissage par la pratique³³. Cependant, les modèles de croissance endogènes ont aussi été critiqués car ils n'expliquent pas les déterminants fondamentaux de la croissance. Par exemple, les différences entre pays en termes d'innovation ou d'accumulation de capital humain peuvent expliquer des différences de niveaux de revenus, mais elles ne répondent pas à la question de savoir pourquoi les pays suivent des politiques différentes dans ces domaines.

Par conséquent, dans les années 1990, la littérature a commencé à considérer les institutions comme l'explication fondamentale de la croissance, des différences de revenus entre pays, et de la convergence. Les institutions sont comprises comme « les règles du jeu d'une société », qui déterminent les incitations adressées aux acteurs économiques en termes d'investissement en capital physique et humain ou en développement de nouvelles technologies³⁴. Le terme « institutions » peut recouvrir une grande variété de « règles du jeu », tant formelles qu'informelles, comme les droits de propriété, l'exécution des contrats, l'efficacité du système judiciaire, la lutte contre la corruption, et la qualité de la réglementation et de la gouvernance, la gestion des conflits ou la stabilité politique³⁵.

Le nouveau concept de convergence économique durable, développé plus récemment, est lié à l'importance accordée au rôle joué par des institutions solides. Il s'agit du processus par lequel les niveaux de revenus par habitant des économies à revenu plus faible rattrapent, de manière durable, ceux des économies à revenu plus élevé. Pour que la convergence réelle soit durable, l'augmentation de la demande agrégée doit être compatible avec la croissance potentielle à long terme. Une croissance plus élevée découlant, par exemple, d'un boom financier, peut s'avérer non durable si elle ne s'accompagne pas d'une hausse du potentiel de croissance. Pour être durable, la convergence réelle doit être soutenue par des politiques et des institutions solides. À cet égard, il a été montré récemment que la qualité institutionnelle est une variable explicative importante des différentiels de croissance entre pays dans l'UE et de la croissance à long terme dans les économies européennes³⁶.

Un autre concept important dans la littérature met l'accent sur les avantages géographiques et les effets d'agglomération. D'après ces concepts, la situation géographique peut créer des conditions avantageuses pour la croissance et la productivité en raison de complémentarités et de répercussions possibles entre les entreprises appartenant à des groupements, ce qui pourrait donner lieu à des économies d'échelle dans la production et attirer de nouvelles entreprises.

³³ Cf. par exemple : Romer (P.M.), « *Increasing Returns and Long-Run Growth* », *Journal of Political Economy*, vol. 94(5), 1986, p. 1002-1037 ; Romer (P.M.), « *Growth Based on Increasing Returns Due to Specialization* », *American Economic Review*, vol. 77(2), 1987, p. 56-62 ; Romer (P.M.), « *Endogenous Technological Change* », *Journal of Political Economy*, vol. 98(5), 1990, p. 71-102 ; Aghion (P.) et Howitt (P.), « *A Model of Growth Through Creative Destruction* », *Econometrica*, vol. 60(2), 1992, p. 323-351 ; et Lucas (R.E.), « *On the Mechanics of Economic Development* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 22(1), 1988, p. 3-42.

³⁴ North (D.), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, 1990 ; Acemoglu (D.), Johnson (S.) et Robinson (J.), « *Institutions as a Fundamental Cause of Long-Run Growth* », in Aghion (P.) et Durlauf (S.) (eds.), *Handbook of Economic Growth*, North Holland, Amsterdam, 2005, p. 385-472.

³⁵ Rodrik (D.), « *Institutions for High-Quality Growth: What They are and How to Acquire Them* », NBER Working Paper n° 7540, 2000.

³⁶ Cf., par exemple, Masuch (K.), Moshammer (E.) et Pierluigi (B.), « *Institutions and growth in Europe* », CEPS Working Document n° 421, 2016.

Dans le même temps, la situation géographique influence les coûts de transport, tandis que le climat peut affecter la productivité directement (par exemple dans l'agriculture) ou indirectement via la santé ou le capital humain de la population. Une conséquence importante est que les effets d'agglomération sont susceptibles de s'autoalimenter, ce qui pourrait expliquer la persistance de la dispersion des niveaux de revenus entre régions³⁷. Les effets d'agglomération contribuent également à expliquer pourquoi certaines zones géographiques ont affiché une meilleure réussite économique que d'autres, en dépit de caractéristiques similaires en termes de qualité institutionnelle, par exemple.

3 Les moteurs de la convergence économique dans les pays de la région ECOSE

Cette section est structurée comme suit : la section 3.1 présente les résultats d'un exercice de comptabilité de la croissance pour les économies de la région ECOSE ; les sections 3.2 et 3.3 analysent l'accumulation, respectivement, de capital et de travail en tant que moteurs de la croissance économique ; et la section 3.4 examine les facteurs qui ont pu avoir une incidence particulière sur la hausse de la productivité globale des facteurs (PGF) dans les pays de la région ECOSE.

3.1 Comptabilité de la croissance

La comptabilité de la croissance permet de quantifier les contributions de l'accumulation du capital et du travail, et de la hausse de la PGF, à la croissance économique totale. Dans cette approche, on prend comme hypothèse que la production est fonction des facteurs entrant dans le processus de production (capital et travail) et de la PGF³⁸. En principe, le stock de capital et l'offre de travail (ainsi que leurs parts respectives dans le PIB) peuvent être mesurés, tout comme leurs contributions à la croissance du PIB. Toutefois, on suppose généralement que la PGF et sa contribution à la croissance sont égales à la part de la croissance économique qui ne peut s'expliquer par l'accumulation de ces deux facteurs de production.

Selon cette approche, la croissance économique observée depuis 2000 dans les pays de la région ECOSE résulte essentiellement d'une hausse de la PGF (cf. graphique 5). Cette évolution peut être largement attribuée aux réformes qui ont favorisé le passage d'une économie dirigée à une économie de marché, contribuant

³⁷ Cf., entre autres : Krugman (P.), « *Increasing returns and economic geography* », *Journal of Political Economy*, vol. 99, 1991, p. 483-499 ; Fujita (M.), Krugman (P.) et Venables (A.J.), *The Spatial Economy: Cities, Regions, and International Trade*, MIT Press, 1999 ; Gallup (J.L.), Sachs (J.D.) et Mellinger (A.D.), « *Geography and economic development* », *International Regional Science Review*, vol. 22, 1999, p. 179-232.

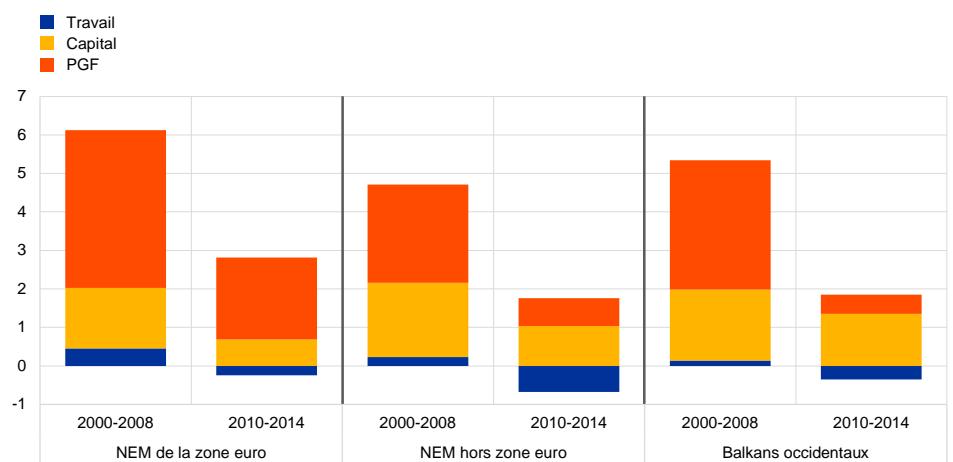
³⁸ De façon plus générale, la productivité globale des facteurs correspond à la part de la production qui n'est pas due à la quantité de facteurs entrant dans la production. Par conséquent, elle est calculée comme un résidu et son niveau est déterminé par l'efficacité et l'intensité de l'utilisation des intrants dans le processus de production.

à une utilisation plus efficace des facteurs de production. L'accumulation du capital a également contribué positivement à la croissance. En revanche, ces pays ont connu des évolutions démographiques contrastées ; par conséquent, la contribution du facteur travail à la croissance a été, en moyenne, proche de zéro. Ce profil de croissance diffère légèrement de celui observé dans de nombreuses autres économies de marché émergentes en phase de convergence et souvent analysées dans la littérature, où la croissance résulte essentiellement de l'accumulation de capital et de travail³⁹.

Graphique 5

Contributions à la croissance économique du travail, du capital et de la PGF au cours des périodes 2000-2008 et 2010-2014

(en points de pourcentage)



Sources : Penn World Table version 9.0 et calculs de la BCE.

Notes : On suppose que la part du travail en Albanie et au Monténégro est égale à la moyenne de l'ERY Macédoine, de la Bosnie-Herzégovine, de la Serbie et de la Croatie. On suppose que le nombre moyen d'heures travaillées dans les pays des Balkans occidentaux est égal au nombre moyen d'heures travaillées dans les nouveaux États membres. Les calculs reposent sur une fonction de production Cobb-Douglas standard. Les données sont disponibles uniquement jusqu'en 2014.

Néanmoins, la vigueur relative des déterminants de la croissance économique dans la région ECOSE a été hétérogène à la fois entre les différents pays et entre différentes périodes. Avant la crise (entre 2000 et 2008), la vigueur relative des principaux déterminants de la croissance a été globalement la même dans l'ensemble de la région, avec une contribution particulièrement forte de la croissance de la PGF et de l'accumulation du capital. Si l'accumulation du travail a également soutenu, en moyenne, la croissance économique, sa contribution est cependant demeurée faible dans l'ensemble des groupes d'économies.

Le ralentissement économique observé après la crise a été lié pour l'essentiel à une hausse moins rapide de la PGF. En conséquence, la croissance économique de la région est devenue plus dépendante de l'accumulation du capital. Cela a été particulièrement visible dans les Balkans occidentaux, où l'accumulation du capital est devenue, en pratique, l'unique déterminant de la croissance économique. Dans les nouveaux États membres de l'UE ne faisant pas partie de

³⁹ Cf., par exemple, *Rapport de transition 2017-2018*, Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD), 2017.

l'UE, la contribution de l'accumulation du capital est également devenue le principal déterminant de la croissance ; toutefois, la hausse de la PGF explique également une part significative de la croissance économique totale. En revanche, dans les pays de la région faisant partie de la zone euro, la hausse de la PGF est restée le principal déterminant de la croissance économique. Dans le même temps, les conditions défavorables liées à la diminution de la population active ont fini par peser sur la croissance dans les trois groupes de pays.

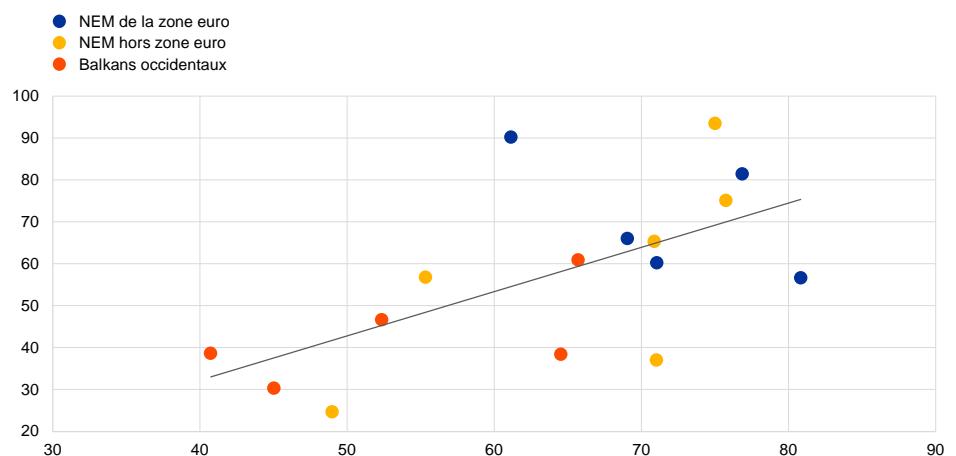
3.2 Le stock de capital et son accumulation

Le stock de capital par personne employée demeure très inférieur à la moyenne de l'UE 28 dans presque toutes les économies de la région ECOSE (cf. graphique 6). Les écarts par rapport aux économies de l'UE plus avancées sont particulièrement importants en Europe du Sud-Est, où le stock de capital de certains pays ne représente qu'un tiers environ de la moyenne de l'UE 28. La faiblesse du stock de capital se reflète également dans la qualité médiocre des infrastructures, en particulier dans les pays candidats à l'adhésion à l'UE⁴⁰.

Graphique 6

Stock de capital par personne employée et productivité du travail dans les pays de la région ECOSE en 2014

(axe des abscisses : PIB par personne employée (indice : UE 28 = 100) ; axe des ordonnées : stock de capital par personne employée (indice : UE 28 = 100))



Sources : Penn World Table version 9.0 et FMI (Perspectives de l'économie mondiale).

Notes : Les points bleus représentent les nouveaux États membres ayant adopté l'euro, les points jaunes les nouveaux États membres ne faisant pas partie de la zone euro et les points rouges, les économies des Balkans occidentaux. Les données sont disponibles uniquement jusqu'en 2014.

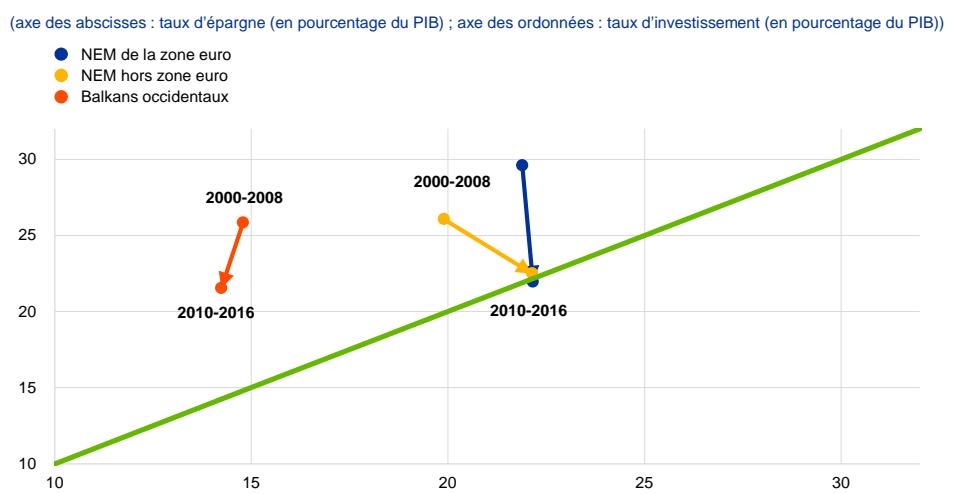
Dans ce contexte, des niveaux élevés de taux d'investissement apparaissent comme essentiels pour la convergence vers les économies de l'UE à revenu plus élevé. Si l'investissement était en plein essor dans la plupart des économies de la région ECOSE avant 2008, les taux d'épargne nationaux n'étaient cependant pas suffisants pour financer les dépenses d'investissement. Par conséquent, les écarts importants entre taux d'épargne et taux d'investissement nationaux rapportés au PIB

⁴⁰ Cf., par exemple, l'indice de performance de la logistique de la Banque mondiale.

ont constitué une caractéristique commune des pays de la région ECOSE. Ces écarts étaient particulièrement élevés en Europe du Sud-Est, y compris dans les économies qui sont actuellement candidates et candidates potentielles à l'adhésion à l'UE, et dans les pays baltes, où ces écarts dépassaient 10 points de pourcentage dans certains cas (cf. graphique 7).

Graphique 7

Taux d'épargne et taux d'investissement moyens au cours des périodes 2000-2008 et 2010-2016



Sources : FMI (Perspectives de l'économie mondiale) et calculs de la BCE.
Note : La ligne verte correspond à la ligne à 45 degrés.

Dans un contexte d'épargne nationale limitée, l'essor de l'investissement observé avant la crise a été financé dans une large mesure par des entrées de capitaux. Ces entrées de capitaux recouvreront, en particulier, des prêts bancaires et des investissements directs étrangers (IDE) (cf. graphique 8)⁴¹. Les taux d'investissement élevés ont contribué à l'accumulation rapide du capital et les IDE ont également permis un transfert de technologie et de savoir-faire, soutenant ainsi la hausse de la PGF. Souvent, l'essor de l'investissement reflétait également une forte activité dans le secteur de la construction, soutenue par le boom de l'immobilier résidentiel dans de nombreux pays de la région ECOSE avant la crise ; toutefois, ce mouvement a eu un impact plus limité sur la productivité du travail et sur les perspectives de croissance à long terme (cf. graphique 9)⁴².

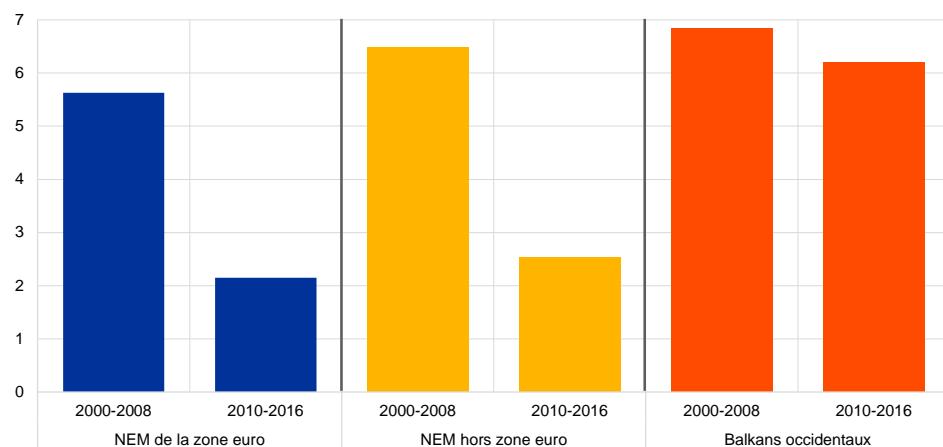
⁴¹ Bakker (B.) et Gulde (A.-M.), « *The Credit Boom in the EU New Member States: Bad Luck or Bad Policies?* », Fonds monétaire international (FMI), Working Paper n° 10/130, 2010.

⁴² Cf., par exemple, Sala-i Martin (X.), « *I Just Ran Four Million Regressions* », *American Economic Review*, vol. 87(2), 1997, p. 178-183. L'auteur constate que l'investissement hors équipement n'a pas d'impact sur la croissance du PIB, si on prend en compte le niveau d'investissement total. Dans le même temps, l'article confirme l'existence d'un lien étroit entre investissement en équipements et croissance.

Graphique 8

Entrées moyennes au titre des investissements directs étrangers (IDE) au cours des périodes 2000-2008 et 2010-2016

(en pourcentage du PIB)



Sources : Institut de Vienne d'études économiques internationales (WIIW) (base de données des IDE) et calculs de la BCE.
Note : Données brutes.

Après la crise, les taux d'investissement ont nettement diminué. Cette évolution est intervenue dans un contexte de ralentissement de la croissance du PIB, de diminution des entrées de capitaux, de ralentissement de l'activité dans la construction et de croissance du crédit moins élevée en raison du processus de désendettement du secteur privé après l'accumulation de dette avant la crise. En conséquence, seul un petit nombre d'économies de la région ECOSE ont réussi à conserver des taux d'investissement supérieurs à 25 % du PIB, en dépit d'entrées plus importantes au titre des fonds structurels et de cohésion de l'UE ; ces entrées ont atteint quelque 1,0 %-1,5 % du PIB dans les nouveaux États membres de l'UE depuis 2008 environ⁴³.

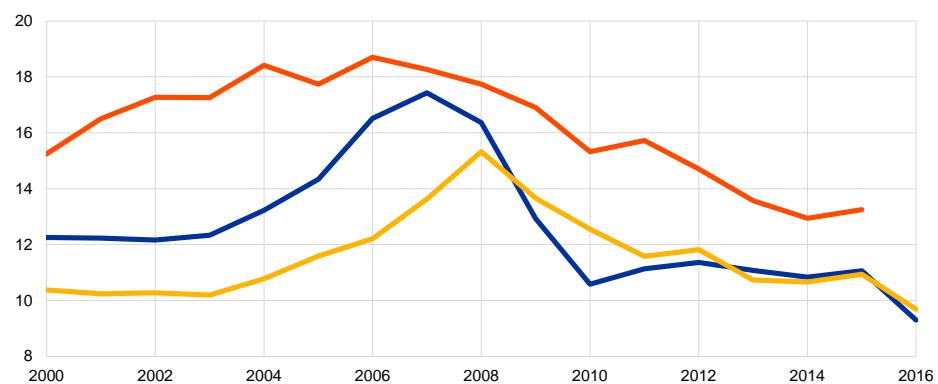
⁴³ Pour une analyse plus détaillée du rôle des fonds de l'UE, cf. le rapport du Fonds européen d'investissement intitulé « *Wind of change : Investment in Central, Eastern and South Eastern Europe* », septembre 2017.

Graphique 9

Valeur ajoutée totale moyenne dans la construction au cours de la période 2000-2016

(en pourcentage du PIB)

- NEM de la zone euro
- NEM hors zone euro
- Balkans occidentaux



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

Notes : Moyennes calculées à partir des pays pour lesquels des données sont disponibles. Dans le cas des Balkans occidentaux, il s'agit de l'Albanie, de l'ÉRY Macédoine et de la Serbie. Pour les États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, seule la Croatie a été exclue en raison de problèmes de disponibilité des données.

En général, plus les écarts entre taux d'épargne et taux d'investissement sont grands avant la crise, plus les ajustements à la baisse des taux d'investissement sont importants par la suite. Au fur et à mesure qu'ils baissaient, les taux d'investissement se sont alignés plus étroitement sur les taux d'épargne nationaux. En revanche, des écarts considérables ont persisté dans les pays des Balkans occidentaux. Si les entrées de capitaux à destination des économies en phase de convergence et en proie à une pénurie de capitaux sont essentielles pour favoriser la croissance et la convergence de l'économie, elles risquent néanmoins aussi d'accentuer la volatilité dans ces économies, en particulier si les investissements de portefeuille ou les flux vers le système bancaire prédominent par rapport à d'autres sources plus stables de financement telles que les IDE. Ainsi, la création d'un environnement favorable à l'activité des entreprises afin d'attirer les IDE est primordiale pour apporter une source durable de financement de l'investissement à plus long terme.

3.3 L'accumulation du facteur travail

Depuis 2000, seuls quelques pays de la région ECOSE ont été en mesure de récolter un dividende démographique. Si la part de la population en âge de travailler dans la population totale a enregistré la plus forte augmentation dans les Balkans occidentaux et dans certains nouveaux États membres de l'UE (comme la Lituanie, la Pologne et la Slovaquie), stimulant ainsi leur potentiel de croissance économique, elle a en revanche diminué dans les pays baltes, en République tchèque et en Slovénie. Dans ce contexte, la contribution du travail à la croissance économique au cours de la période 2000-2014 a été faible, en moyenne, dans les

économies de la région ECOSE, par rapport à d'autres économies de marché émergentes à croissance rapide.

Si les tendances démographiques sous-jacentes ont été globalement hétérogènes, les pays de la région ECOSE ont néanmoins tous enregistré d'importants flux d'émigration. Dans les nouveaux États membres de l'UE, l'émigration s'est accélérée après l'adhésion de ces pays à l'UE. L'ampleur des flux sortants de population active a été particulièrement élevée en Europe du Sud-Est – dans les pays ayant adhéré à l'UE comme dans ceux n'ayant pas adhéré – alors qu'elle a été plus faible, mais tout de même considérable, dans les pays d'Europe centrale et orientale ainsi que dans les pays baltes. L'émigration a concerné essentiellement les jeunes et la main-d'œuvre qualifiée, ce qui a eu une incidence négative sur la productivité et sur la convergence du revenu⁴⁴.

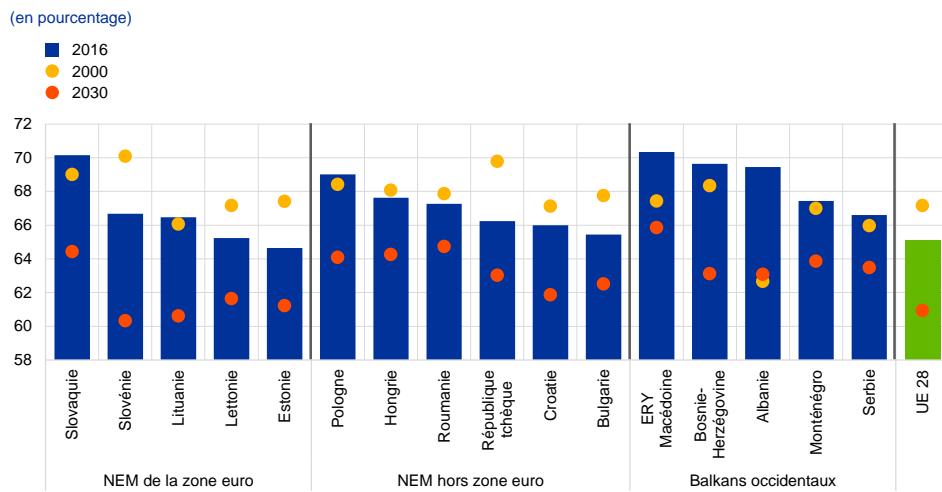
Pour l'avenir, les défis liés à la diminution de la part de la population en âge de travailler devraient augmenter en raison de l'accélération du vieillissement de la population (cf. graphique 10). Selon les projections actuelles de la Banque mondiale jusqu'en 2030, la part de la population en âge de travailler dans la population totale devrait diminuer dans l'ensemble des pays de la région ECOSE. Ces évolutions pourraient avoir d'importantes conséquences pour la croissance économique. Plus important, elles sont susceptibles d'avoir un impact négatif direct sur le potentiel économique à travers une diminution du facteur travail utilisé dans la production⁴⁵.

⁴⁴ Entre 2000 et 2012, l'émigration a atteint plus de 10 % de la population de 1990 dans les pays d'Europe du Sud-Est, et moitié moins dans les pays d'Europe centrale et orientale ainsi que dans les pays baltes ; cf. Atoyan (R.), Christiansen (L.), Dizioli (A.), Ebeke (C.), Ilahi (N.), Ilyina (A.), Mehrez (G.), Qu (H.), Raei (F.), Rhee (A.) et Zakhrova (D.), « *Emigration and Its Economic Impact on Eastern Europe* », *IMF Staff Discussion Note SDN/16/07*, 2016. Cet article conclut que l'émigration en provenance des pays de la région ECOSE a contribué à la fuite de la main-d'œuvre qualifiée, ce qui a pesé sur la croissance de la productivité et ralenti la convergence économique vers le niveau de l'UE.

⁴⁵ Dans le même temps, le vieillissement de la population est également susceptible d'avoir des effets indirects sur la croissance économique, par le biais de son impact sur la productivité agrégée, sur l'épargne ou sur le niveau et la structure des dépenses publiques, bien qu'il n'y ait toujours pas de consensus dans la littérature au sujet du mécanisme exact par lequel le vieillissement de la population peut influer sur ces variables. Il convient également de garder à l'esprit que le vieillissement de la population induira probablement des réponses de politique économique et des réactions comportementales (notamment la structure des systèmes de retraite, la mise en œuvre de politiques relatives au marché du travail, les profils d'épargne ou l'investissement dans le capital humain ou physique) qui pourraient avoir un impact globalement incertain sur l'activité économique.

Graphique 10

Part de la population âgée de 15 à 64 ans dans la population totale en 2000, 2016 et 2030



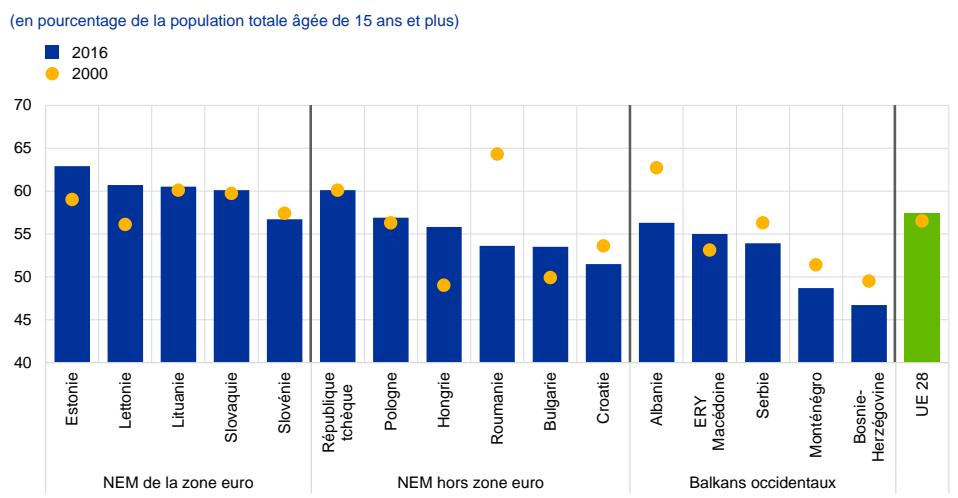
Source : Banque mondiale (WDI).

Note : Les données pour la Serbie incluent le Kosovo.

L'accroissement du taux d'activité pourrait atténuer les conséquences potentiellement négatives du vieillissement de la population et de l'émigration sur le marché du travail. Bien que le taux d'activité soit déjà relativement élevé dans les pays baltes et dans certains pays d'Europe centrale et orientale, il reste une marge de progression significative en Europe du Sud-Est, en particulier dans les pays ne faisant pas partie de l'UE⁴⁶. Dans ces pays, le taux d'activité est inférieur de 10 points de pourcentage, en moyenne, à celui de l'UE 28 et, dans de nombreux cas, il a diminué depuis 2000 (cf. graphique 11).

⁴⁶ La marge de progression de la participation au marché du travail est clairement visible lorsqu'on analyse les groupes les plus vulnérables, tels que les femmes, les jeunes et les cohortes plus âgées.

Graphique 11
Taux d'activité en 2000 et 2016



Sources : Données de la Banque mondiale (WDI) calculées par l'Organisation internationale du travail.
Note : Rupture statistique en Roumanie en 2002.

L'immigration est une autre piste possible pour atténuer l'impact négatif de la diminution de la part de la population en âge de travailler sur le marché du travail. En dépit d'une forte hétérogénéité entre les pays analysés, dans la plupart d'entre eux le nombre d'immigrants par rapport à la population demeure faible⁴⁷. Bien qu'elle ait augmenté dans certaines économies de la région ECOSE au cours de la période analysée, l'immigration a résulté essentiellement des flux en provenance d'autres pays moins développés de la région, qui seront eux-mêmes confrontés à des défis démographiques dans le futur⁴⁸. En outre, pour attirer les immigrants, il faut que le marché du travail leur offre des opportunités économiques ; or, celles-ci tendent à être limitées dans les pays qui souffrent encore d'un chômage relativement élevé, notamment les Balkans occidentaux.

3.4 Les déterminants de la productivité globale des facteurs

Cette sous-section traite plus particulièrement des facteurs susceptibles d'avoir eu un impact tangible sur la PGF dans les pays de la région ECOSE. La PGF mesure l'efficacité de l'utilisation du travail et du capital dans le processus de production et elle est un facteur clé d'une convergence durable. Plusieurs facteurs peuvent influer sur cette efficacité dans le processus de production, et la présente sous-section s'attache plus particulièrement à l'impact de la structure économique, au rôle du capital humain, de l'ouverture commerciale et de la compétitivité extérieure, ainsi qu'à l'innovation. Elle examine également le rôle fondamental de la

⁴⁷ Le ratio est de 3,3 % en moyenne, contre 10,6 % dans l'UE 28 (les moyennes des pays sont pondérées de la population, à l'aide des données des Nations Unies pour 2015).

⁴⁸ Par exemple, l'augmentation du nombre d'immigrants en Slovénie depuis 2000 a résulté dans une large mesure des entrées de citoyens en provenance de Bosnie-Herzégovine et de l'ex-République yougoslave de Macédoine, tandis qu'en Hongrie, elle a résulté des entrées de citoyens de Roumanie et de Serbie. Au cours des dernières années, la Pologne a enregistré un afflux sans précédent de citoyens ukrainiens.

qualité institutionnelle qui, comme indiqué précédemment, occupe désormais une plus grande place dans la littérature sur la convergence.

3.4.1 La structure économique

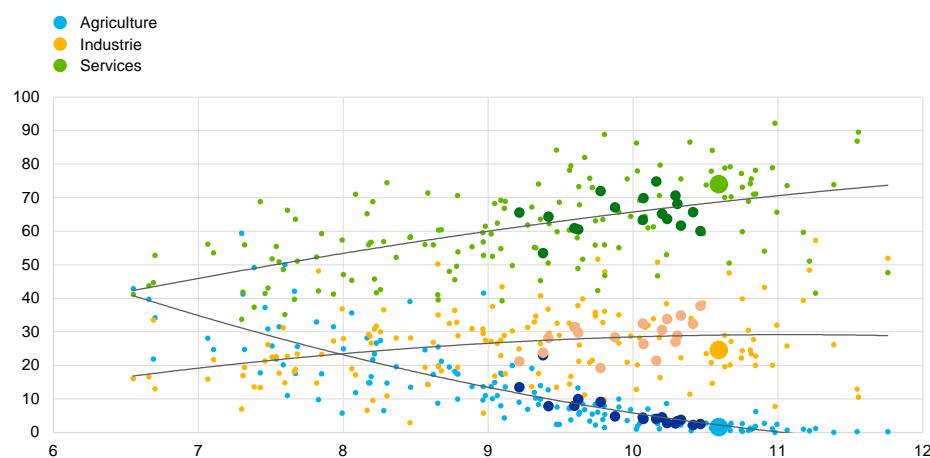
En raison de différences de niveaux de productivité entre les secteurs économiques, la structure d'une économie a un impact direct sur sa productivité agrégée et sur la croissance économique. Dans l'ensemble des pays de la région ECOSE, le rôle des services et/ou de l'industrie dans l'économie a augmenté depuis 2000, alors que celui de l'agriculture a progressivement diminué. Cette évolution s'est accompagnée d'une réallocation de la main-d'œuvre, de l'agriculture vers les autres secteurs économiques. Cette restructuration, qui est typique des économies en processus de ratrappage, a soutenu la croissance, étant donné que la productivité dans l'agriculture est habituellement plus faible que dans les autres secteurs. Dans certains pays, la restructuration a été particulièrement importante. En Albanie, par exemple, la part dans l'emploi total de l'emploi dans l'agriculture est revenue de 54 % environ en 2000, à 42 % en 2016 ; en Roumanie, elle est revenue de quelque 45 % à 26 % et, en Lituanie, de 19 % environ à 9 %.

On constate que les économies de la région ECOSE dont le PIB par habitant est le plus élevé sont plus industrialisées que les autres économies se situant à un stade de développement comparable (cf. graphique 12). Dans ces économies plus industrialisées, la vigueur relative du secteur industriel peut s'expliquer par le redéploiement de la production des pays occidentaux, sous l'effet d'entrées importantes au titre des IDE, de la participation croissante aux chaînes de valeur mondiales, de coûts de main-d'œuvre plus faibles et de la proximité d'économies plus avancées de l'UE. Dans le même temps, certains pays de la région ECOSE sont moins industrialisés que leurs niveaux de PIB par habitant ne le laisseraient supposer. C'est particulièrement vrai dans le cas des pays des Balkans occidentaux, où l'agriculture joue encore un rôle important.

Graphique 12

Part de l'agriculture, de l'industrie et des services dans la valeur ajoutée totale de 170 économies en 2016

(axe des abscisses : log du PIB par habitant en PPA ; axe des ordonnées : part en pourcentage dans la valeur ajoutée totale)



Sources : Banque mondiale (WDI) et Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE).

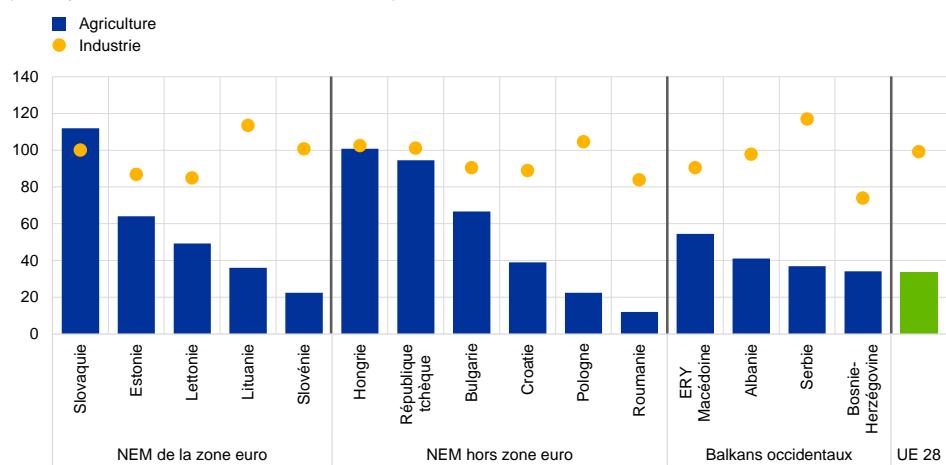
Notes : Les couleurs plus foncées correspondent aux pays de la région ECOSE et les points les plus gros, à la moyenne de l'UE 28. Les données se rapportent à 2015 pour 16 pays.

En dépit des tendances positives, il subsiste encore une importante marge pour de nouvelles réallocations du facteur travail vers les services et l'industrie dans de nombreux pays de la région ECOSE. Si dans certains pays, la part de l'emploi dans l'agriculture a déjà atteint les bas niveaux typiques des économies avancées (tout particulièrement en République tchèque, en Estonie et en Slovaquie), dans d'autres, elle demeure élevée (notamment en Albanie et en Roumanie), ce qui pèse sur la productivité globale (cf. graphique 13).

Graphique 13

Productivité du travail dans l'industrie et dans l'agriculture en 2016

(indice : productivité du travail dans les services = 100)



Sources : FMI (Perspectives de l'économie mondiale), Banque mondiale (WDI) et calculs de la BCE.

Note : Le Kosovo et le Monténégro ont été exclus en raison d'un problème de disponibilité des données.

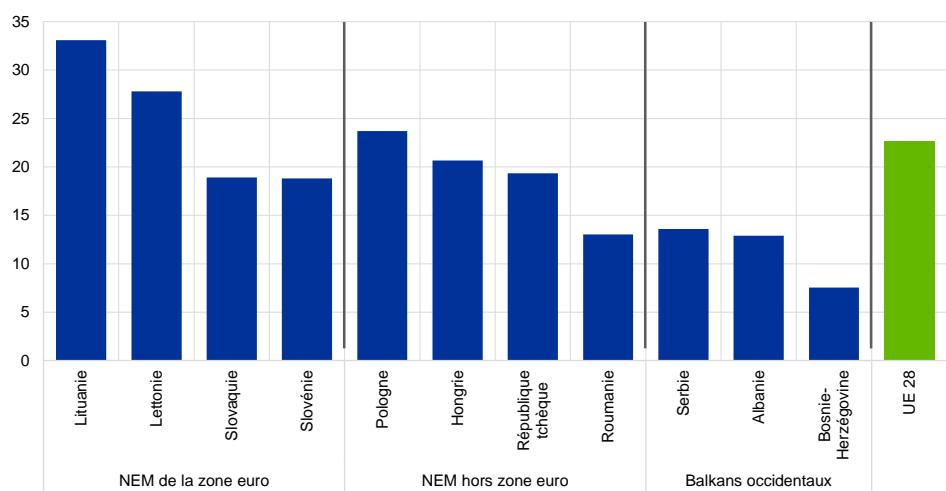
3.4.2 Le capital humain

Les niveaux de capital humain dans les pays de la région ECOSE sont relativement élevés dans l'ensemble. Bien que le capital humain ne soit pas directement observable, il peut être évalué par approximation à l'aide de variables telles que le pourcentage de la population active dont le niveau d'éducation est plus élevé ou les taux d'inscription dans l'enseignement supérieur. Il ressort de ces chiffres que la plupart des pays de la région ECOSE se classent relativement bien par rapport à la moyenne de l'UE. En particulier, la part de la population titulaire au minimum d'une licence en Lituanie, en Lettonie et en Pologne demeure plus élevée que la moyenne de l'UE (cf. graphique 14). Dans le même temps, d'importants écarts persistent dans les Balkans occidentaux et dans certains États membres de l'UE (par exemple en Roumanie), où la part de la population titulaire au minimum d'une licence est encore très faible. Les inscriptions dans l'enseignement supérieur ont augmenté dans l'ensemble des pays de la région ECOSE depuis 2000, indiquant une augmentation du capital humain parmi les jeunes générations, ce qui est susceptible de stimuler la productivité et la croissance économique à plus long terme.

Graphique 14

Part de la population titulaire au minimum d'une licence (ou équivalent) en 2015

(en pourcentage de la population âgée de 25 ans et plus)



Sources : Banque mondiale (WDI) et calculs de la BCE.

Notes : Les données ne sont pas disponibles pour l'ensemble des pays de la région ECOSE. Les données se rapportent à 2014 pour la Pologne et pour la Roumanie, et à 2012 pour l'Albanie. La moyenne de l'UE est calculée à partir des pays pour lesquels des données sont disponibles.

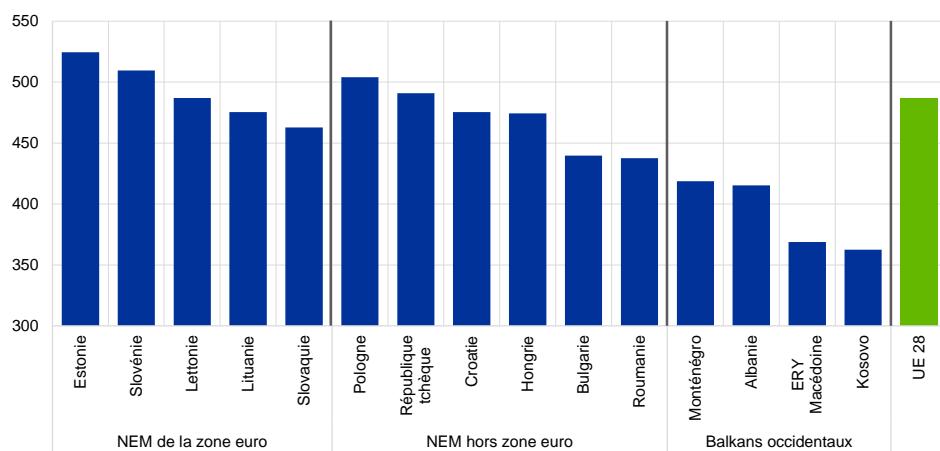
De nombreuses économies de la région ECOSE sont encore confrontées à des défis liés à la qualité de l'enseignement et à l'alignement des compétences sur les besoins du marché du travail. Dans ce contexte, les scores obtenus dans le cadre du programme PISA (Programme international pour le suivi des acquis des élèves), qui évalue les acquis des élèves de quinze ans en mathématiques, en lecture et en sciences, vont dans le sens d'une moindre qualité de l'enseignement dans les Balkans occidentaux et dans les pays d'Europe du Sud-Est qui ont déjà adhéré à l'UE (cf. graphique 15). À l'inverse, les élèves des pays baltes et de certains pays d'Europe centrale et orientale se classent relativement bien, signe

d'une meilleure qualité de l'enseignement. Dans le même temps, l'alignement des compétences sur les besoins du marché du travail reste faible dans la plupart des économies de la région ECOSE ; cela contribue à une inadéquation sur le marché du travail et à un chômage plus élevé, en particulier dans les Balkans occidentaux⁴⁹.

Graphique 15

Programme PISA : score moyen en mathématiques, en lecture et en sciences (élèves de 15 ans)

(un résultat plus élevé indique une meilleure performance)



Sources : OCDE et calculs de la BCE.

3.4.3 Ouverture commerciale et compétitivité externe

L'ouverture commerciale progresse dans presque tous les pays de la région ECOSE depuis l'année 2000, créant des conditions favorables à la convergence des revenus dans ces économies⁵⁰. Les économies de la région ECOSE les plus développées ou connaissant la convergence la plus rapide (République tchèque, Estonie, Lituanie, Slovénie et Slovaquie) affichent également un degré élevé d'ouverture commerciale. Cependant, cette ouverture ne suffit pas toujours à mener à bien un processus de convergence durable, notamment si elle ne s'accompagne pas d'une meilleure compétitivité.

⁴⁹ Cf. également « *Central, Eastern, and Southeastern Europe: How to Get Back on the Fast Track* », *Regional Economic Issues*, FMI, mai 2016.

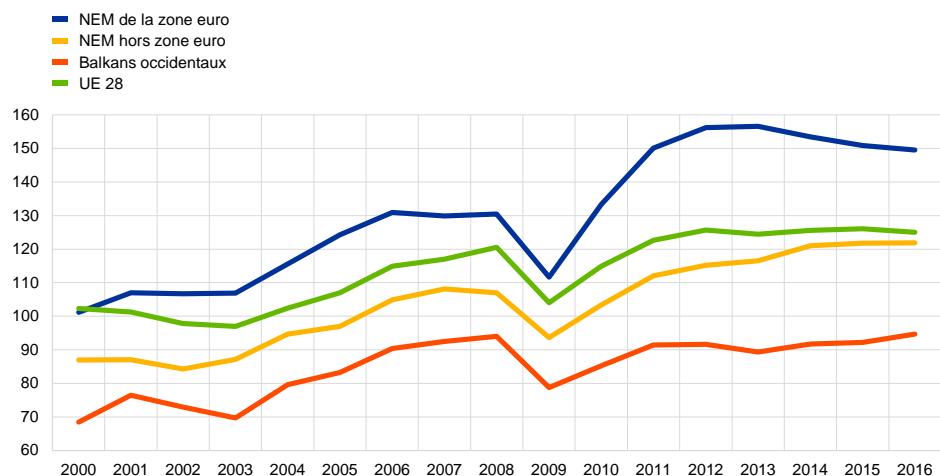
⁵⁰ L'ouverture commerciale permet une réorientation des ressources vers des secteurs plus productifs. Elle encourage également l'innovation et crée des opportunités permettant aux petites économies d'avoir accès à de nouveaux marchés. Une ouverture commerciale accrue peut également poser des difficultés liées, par exemple, à la réallocation du travail provenant des secteurs exposés : les pays risquent alors de se trouver piégés dans la production de biens et de services pour lesquels ils possèdent des avantages comparatifs, par exemple des produits nécessitant une forte intensité de main-d'œuvre peu qualifiée. Pour une analyse plus détaillée des difficultés liées à l'ouverture commerciale, cf. par exemple, Rodriguez (F.) et Rodrik (D.), « *Trade Policy and Economic Growth: A Skeptic's Guide to the Cross-National Evidence* », *NBER Macroeconomics Annual 2000*, vol. 15, 2001, p. 261-338.

Les pays de la région ECOSE ayant rejoint la zone euro enregistrent la croissance la plus rapide en termes d'ouverture commerciale depuis l'année 2000 (cf. graphique 16). Dans le même temps, l'augmentation de l'ouverture commerciale des pays membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro a été plus progressive, ce qui peut toutefois également refléter la taille plus importante de ces économies. En revanche, l'ouverture commerciale des pays des Balkans occidentaux n'a que modérément progressé et reste bien inférieure à la moyenne de l'UE. Tous les pays de cette région se caractérisent par une croissance beaucoup plus rapide des exportations que des importations. Dans ce contexte, la quasi-totalité des nouveaux États membres de l'UE ont réussi, entre 2000 et 2016, à transformer leurs déficits commerciaux en excédents commerciaux. Cependant, même si leurs exportations augmentent généralement plus vite que leurs importations depuis l'année 2000, les pays des Balkans occidentaux enregistrent encore d'importants déficits du commerce extérieur. Ces déficits élevés sont certes typiques des économies en rattrapage (qui attirent aussi habituellement des entrées de capitaux), mais les importants déséquilibres des échanges affichés par certains pays des Balkans occidentaux peuvent également indiquer une base de production étroite et la compétitivité généralement faible des pays de cette région.

Graphique 16

Ouverture commerciale au cours de la période 2000-2016

(somme des exportations et des importations de biens et de services en pourcentage du PIB)



Sources : FMI (Perspectives de l'économie mondiale) et calculs de la BCE.

Note : Les données relatives au Monténégro ne sont disponibles que depuis 2001.

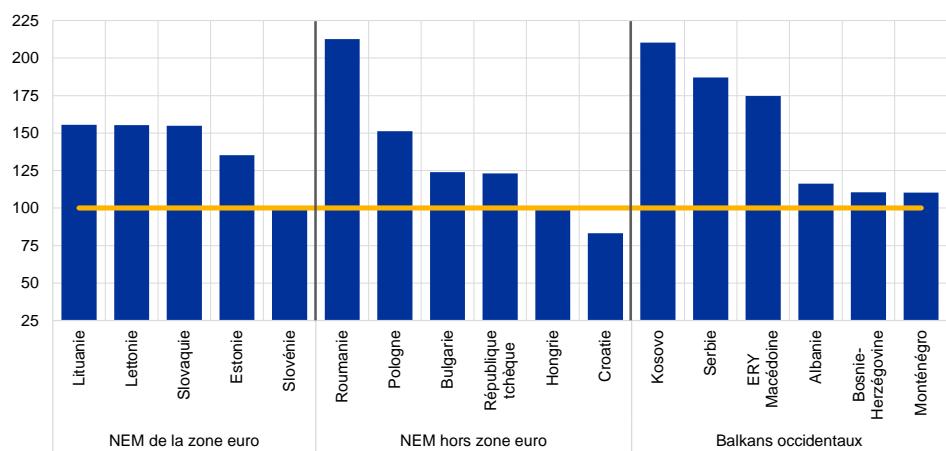
Les variations des parts de marché dans les exportations mondiales (qui constituent une indication de la capacité à affronter la concurrence sur les marchés mondiaux) demeurent hétérogènes dans les pays de la région ECOSE (cf. graphique 17). La Roumanie, la Serbie et l'ancienne République yougoslave de Macédoine ont réussi à augmenter sensiblement leur part des exportations mondiales de marchandises, bien que plusieurs de ces pays aient démarré à partir d'une situation d'économie relativement fermée ayant de faibles niveaux d'exportations. Par ailleurs, les pays baltes ont enregistré une progression impressionnante de leurs exportations au cours des années antérieures à la crise financière mondiale de 2008-2009, même si cette augmentation s'est ralentie par la

suite. Enfin, la Hongrie, qui affiche un des ratios les plus élevés d'ouverture commerciale, n'a pas réussi à accroître sa part des exportations mondiales, ce qui semble indiquer de faibles progrès de sa compétitivité. Le principal marché à l'exportation des économies de la région ECOSE est traditionnellement l'UE, qui représente en moyenne 70 % des exportations de marchandises. Cependant, les destinations des exportations se sont diversifiées au cours de la décennie écoulée et le commerce intra-régional s'est accru.

Graphique 17

Variation des parts de marché dans les exportations mondiales de 2004 à 2016

(indice : 2004 = 100)



Sources : FMI (Perspectives de l'économie mondiale) et calculs de la BCE.

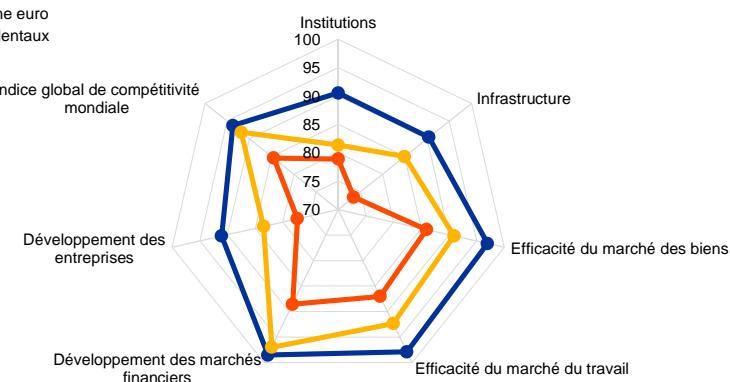
Note : L'année de référence est 2004 en raison de l'absence de données pour certains pays de l'échantillon.

Les indicateurs de la compétitivité externe suggèrent que la plupart des économies de la région ECOSE enregistrent de moins bons résultats que la moyenne de l'UE pour de nombreuses mesures, malgré les améliorations constatées au cours de la décennie écoulée (cf. graphique 18). Même si les pays demeurent très hétérogènes, il semble que la région ECOSE présente dans l'ensemble des faiblesses particulières en matière de qualité des infrastructures, de développement des entreprises et sur le plan des institutions. Les performances des économies des Balkans occidentaux sont particulièrement faibles en regard de tous ces indicateurs, ce qui reste un sujet de préoccupation pour ces pays, notamment là où le taux de change nominal ne parvient pas à refléter correctement les évolutions domestiques ou à contribuer à restaurer la compétitivité-prix.

Graphique 18
Indice de compétitivité mondiale 2017-2018

(indice : moyenne de l'UE 28 = 100).

- NEM de la zone euro
- NEM hors zone euro
- Balkans occidentaux



Sources : Forum économique mondial (indice de compétitivité mondiale) et calculs de la BCE.

Notes : L'indice de compétitivité mondiale est calculé sur la base de douze sous-indicateurs, dont six sont décrits. Un résultat plus élevé indique une meilleure performance relative.

3.4.4 Innovation

L'innovation constitue un facteur fondamental pour affronter la concurrence sur les marchés mondiaux avec des produits à plus forte valeur ajoutée et donc pour réussir à converger vers les économies plus avancées. Même si les pays à faible revenu peuvent converger rapidement, essentiellement en accumulant du capital et du travail et en important des technologies et du savoir-faire (*via* des importations de biens d'équipement ou des IDE), la réalisation d'une convergence durable peut être entravée par l'incapacité à passer d'une production à forte intensité en main-d'œuvre à une production plus innovante et plus avancée sur le plan technologique. Sans ce changement structurel, les pays risquent de se retrouver coincés dans la « trappe à revenu intermédiaire » (cf. l'encadré 3). Dans le contexte des pays de la région ECOSE (à la fois ceux qui ont adhéré à l'UE et les candidats actuels et potentiels à une adhésion à l'UE), l'amélioration de l'innovation (et de la productivité) apparaît également fondamentale dans le contexte de l'intégration européenne et de la capacité à affronter la concurrence sur le Marché unique.

Au cours des dernières années, certains pays de la région ECOSE ont réussi à combler progressivement leur retard en termes d'innovation par rapport à l'UE, mais d'autres ont marqué le pas ou ont même légèrement régressé. Si l'on prend le nombre de demandes de brevets par million d'habitants comme approximation de l'innovation, cet indicateur a sensiblement augmenté dans les pays baltes, en Pologne et en Slovénie depuis l'année 2000⁵¹. L'hétérogénéité du développement de l'innovation dans les pays de la région ECOSE suggère que les

⁵¹ Selon les données de l'Organisation mondiale de la propriété intellectuelle.

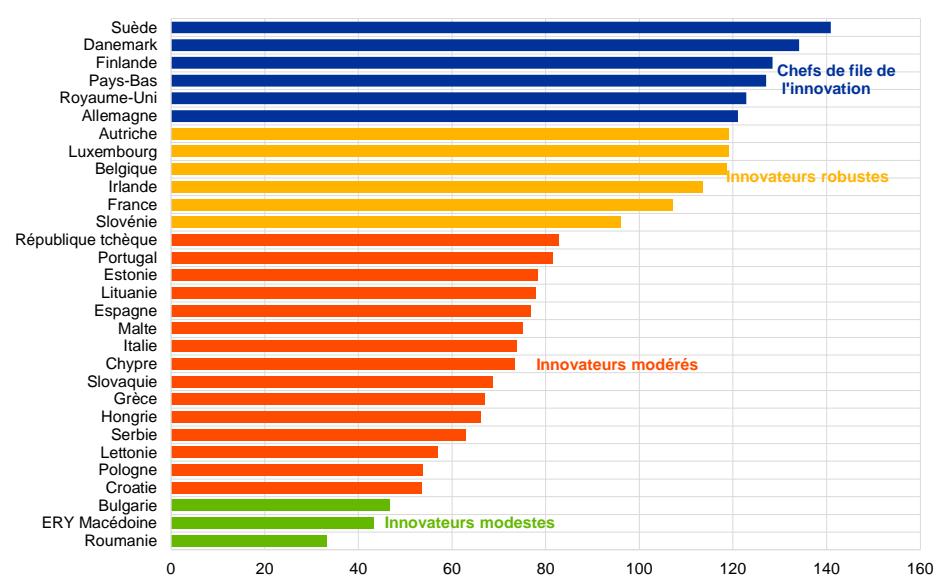
gains en matière d'innovation ne sont pas automatiques et peuvent exiger la poursuite de politiques en faveur de l'innovation.

Des progrès substantiels sont encore nécessaires pour améliorer l'innovation dans la plupart des pays de la région ECOSE, notamment dans l'Europe du Sud-Est. Selon le tableau de bord européen de l'innovation (qui classe les économies en fonction de leurs performances en matière d'innovation sur la base de plusieurs indicateurs), seule la Slovénie figure comme un innovateur robuste, tandis que la plupart des économies de la région ECOSE se classent comme des innovateurs modérés et certains (généralement ceux de l'Europe du Sud-Est) seulement comme des innovateurs modestes (cf. graphique 19). Les points forts des économies de la région ECOSE comprennent les ressources humaines et un environnement globalement propice à l'innovation (notamment en Europe centrale et orientale et dans les pays baltes). Cependant, ces économies accusent un retard en termes de qualité de la recherche, d'innovation des petites et moyennes entreprises (PME) (en ce qui concerne les produits, les process, le marketing et l'organisation), de relations entre les PME innovantes et la recherche, de liens entre le secteur privé et le secteur public et de niveau des actifs intellectuels (mesurés, par exemple, par les demandes de brevets).

Graphique 19

Tableau de bord européen de l'innovation en 2016 pour la région ECOSE et les autres économies européennes

(en pourcentage de la moyenne de l'UE 28)



Source : Commission européenne (tableau de bord européen de l'innovation).

Note : Les données ne sont disponibles que pour certaines économies de la région ECOSE.

Encadré 3

La trappe à revenu moyen ou intermédiaire

Piotr Żuk, Eva Katalin Polgar, Li Savelin, Juan Luis Diaz del Hoyo et Paul König

Depuis les années 1960, seules quelques économies (Hong-Kong, Irlande, Japon, Corée du Sud, Singapour et Taïwan) ont réussi à réaliser une convergence durable du PIB en volume par habitant et sont passées d'un revenu faible/moyen à un revenu élevé. De nombreux pays à revenu faible ont réussi à atteindre un statut de pays à revenu intermédiaire, mais ont ensuite échoué dans la poursuite de la convergence vers un statut de pays à revenu élevé, inspirant ainsi un débat sur ce que l'on appelle la « trappe à revenu intermédiaire ». Selon cette hypothèse, après avoir atteint le stade de revenu intermédiaire, les économies suivent une trajectoire de croissance plus faible, qui les empêche d'atteindre des niveaux de revenus plus élevés. Ce ralentissement de la croissance économique est souvent associé, notamment, avec une démographie défavorable et une chute des taux d'investissement à partir de niveaux précédemment élevés, ce dernier facteur suggérant une dépendance excessive de la croissance du PIB à l'égard de l'accumulation du capital au cours de l'étape initiale du rattrapage. Les économies à revenu intermédiaire ayant des niveaux plus élevés de capital humain et où les produits de haute technologie représentent une part relativement importante des exportations risquent moins de subir cette décélération⁵².

La trappe à revenu intermédiaire se profile habituellement comme suit : les avantages initiaux d'une économie en processus de rattrapage peuvent disparaître lorsqu'un certain niveau de développement est atteint. En particulier, à un stade précoce d'évolution, les pays à revenu faible peuvent atteindre une croissance élevée du PIB relativement facilement en raison de la faiblesse des coûts de main-d'œuvre (en étant donc fortement concurrentiels sur les marchés mondiaux pour la production de biens à forte intensité en main-d'œuvre), de la réallocation du travail des secteurs à plus faible productivité vers les secteurs à plus forte productivité (par exemple, de l'agriculture vers l'industrie manufacturière) et de l'importation de technologies avancées. Cependant, lorsque les salaires augmentent et rejoignent les niveaux internationaux (freinant ainsi la compétitivité externe) et lorsque la réallocation sectorielle du travail est pratiquement achevée, l'obtention de nouveaux gains de productivité et de croissance économique nécessite le passage d'une production à forte intensité en main-d'œuvre vers une production plus innovante et plus avancée sur le plan technologique. Ce passage demeurant difficile lorsqu'un pays atteint des niveaux de revenus moyens, de nombreux pays ne parviennent pas à poursuivre la convergence⁵³.

L'analyse d'un vaste ensemble de pays dans une perspective temporelle plus longue montre que les éléments en faveur de l'hypothèse de la trappe à revenu intermédiaire sont cependant mitigés (cf. le graphique). Bien que seul un petit nombre de pays à revenu moyen aient réussi à rejoindre le groupe des pays à revenu élevé depuis 1960, un grand nombre d'entre eux sont toutefois parvenus à réduire leur écart par rapport aux économies les plus développées.

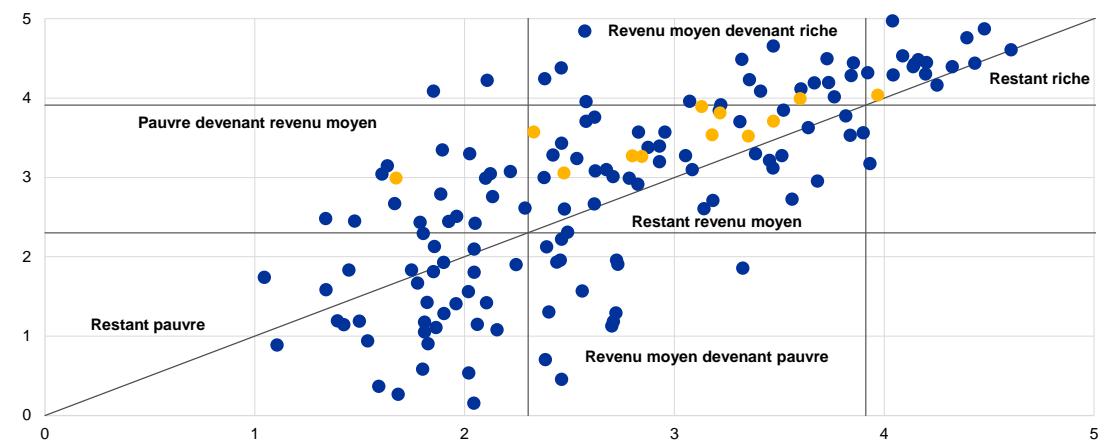
⁵² Ce ralentissement se produit généralement lorsque les pays ont atteint entre 10 000-11 000 dollars et 15 000-16 000 dollars de PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat en dollars de 2005. Cf. Eichengreen (B.), Park (D.) et Shin (K.), « *When Fast Growing Economies Slow Down: International Evidence and Implications for China* », NBER Working Paper n° 16919, 2011, et Eichengreen (B.), Park (D.) et Shin (K.), « *Growth Slowdowns Redux: New Evidence on the Middle-Income Trap* », NBER Working Paper n° 18673, 2013.

⁵³ Cf. par exemple Agénor (P.R.), Canuto (O.) et Jelenic (M.), « *Avoiding Middle-Income Growth Traps* », Economic Premise Number 98, Banque mondiale, 2012.

Graphique A

PIB par habitant en 1960 et en 2016 dans 147 économies

(axe des ordonnées : log du PIB par habitant par rapport aux États-Unis en 1960 ; axe des abscisses : log du PIB par habitant par rapport aux États-Unis en 2016)



Sources : Maddison Project Database (version 2018) et Bolt (J.), Inklaar (R.), de Jong (H.) et van Zanden (J.L.), « *Rebasing 'Maddison': new income comparisons and the shape of long-run economic development* », Groningen Growth and Development Centre Research Memorandum, vol. GD-174, 2018.
Notes : Le « revenu moyen » est défini de façon arbitraire comme le revenu se situant entre 10 % et 50 % du PIB par habitant observé aux États-Unis. Les points jaunes représentent les économies de la région ECOSE pour lesquelles des données sont disponibles. On peut trouver un graphique semblable dans l'étude de Agénor (P.R.), Canuto (O.) et Jelenic (M.), « *Avoiding Middle-Income Growth Traps* », Economic Premise Number 98, Banque mondiale, 2012.

Depuis l'année 2000, certains des pays de la région ECOSE (Lituanie, Pologne et Roumanie, par exemple) enregistrent une convergence particulièrement rapide, sans qu'il existe de signes apparents d'un ralentissement du rythme du processus de rattrapage. Dans le même temps, d'autres États membres de l'UE de la région ECOSE éprouvent des difficultés à converger vers la moyenne de l'UE 28 au-delà des niveaux déjà atteints en 2008. Étant donné l'hétérogénéité de ces évolutions, il semble que si, pour certains pays de la région ECOSE, l'hypothèse de la trappe à revenu intermédiaire puisse être écartée (au moins au vu de leur expérience jusqu'à ce jour), pour d'autres, les signes d'un ralentissement de la convergence après l'obtention d'un certain niveau de revenu sont effectivement visibles⁵⁴.

3.4.5 Qualité des institutions

La qualité des institutions est considérée comme une explication fondamentale de la croissance économique et des différences de développement économique entre pays sur le long terme⁵⁵. Par conséquent, parmi les pays de la région ECOSE, il existe également une forte corrélation entre la qualité des institutions et le niveau du PIB par habitant. Bien que les institutions

⁵⁴ Il convient de souligner qu'un ralentissement peut se produire à différents niveaux du développement. C'est ainsi que certains pays de la région ECOSE dont la convergence s'est ralentie sont déjà classés comme des pays à revenu élevé (selon le classement de la Banque mondiale). Cependant, les facteurs susceptibles d'empêcher une plus grande convergence sont peut-être semblables à ceux qui affectent les pays à revenu moyen, et les seuils fixés pour classer les revenus sont, dans une certaine mesure, arbitraires.

⁵⁵ Sur le rôle des institutions dans la convergence et la croissance économique, cf. l'encadré de cet article intitulé « Théories de la convergence et de la croissance économique ».

soient endogènes, c'est-à-dire qu'elles sont déterminées par une société et peuvent être une fonction de ses revenus, leur amélioration ne se produit pas nécessairement de façon automatique à mesure que le développement économique progresse.

Les modifications de la qualité des institutions dans la région ECOSE au cours des décennies écoulées doivent être analysées dans le contexte de la transition de ces pays d'économies dirigées vers des économies de marché. Tandis que la transition au sein des nouveaux États membres de l'UE a été assez rapide et s'est produite pour l'essentiel au début des années 1990, le rythme de la transition dans les Balkans occidentaux a été beaucoup plus lent. Cela s'explique en grande partie par la « décennie perdue » après les guerres de Yougoslavie, qui ont entraîné des retards dans la mise en œuvre des réformes. Ainsi, c'est seulement au début ou au milieu des années 2000 que la plupart des économies des Balkans occidentaux ont atteint un degré relativement avancé de transition dans les domaines de la privatisation et de la libéralisation des prix, selon les indicateurs de transition de la BERD. Cependant, de nouvelles réformes des marchés sont encore nécessaires dans plusieurs domaines (notamment en ce qui concerne la politique de la concurrence et la gouvernance des entreprises).

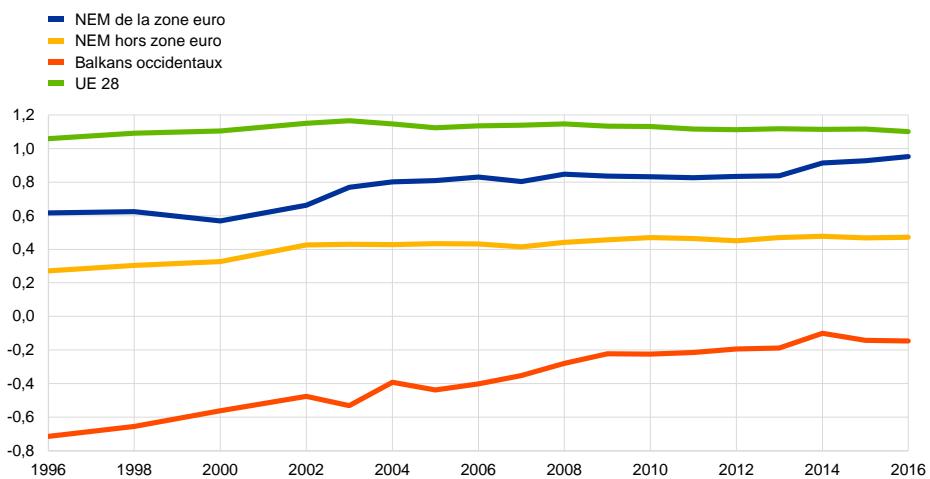
Parallèlement à la transition vers une économie de marché, les institutions des pays de la région ECOSE sont devenues plus favorables à la croissance. Au cours des dernières décennies, la plupart des économies de la région ECOSE ont réalisé des améliorations considérables dans des domaines tels que la maîtrise de la corruption, l'État de droit, l'efficacité des pouvoirs publics et la qualité de la réglementation. Les améliorations les plus rapides se sont produites dans certaines économies des Balkans occidentaux, à partir de niveaux très faibles toutefois, ainsi que dans les pays ayant déjà rejoint la zone euro.

Cependant, dans la plupart des pays de la région ECOSE, des différences considérables subsistent en matière de qualité des institutions par rapport au niveau moyen observé dans l'UE. Cette situation concerne en particulier les Balkans occidentaux, dont la qualité des institutions demeure particulièrement faible en raison (notamment) d'une corruption plus élevée, d'un État de droit plus faible et d'une moindre qualité de la réglementation, tandis que l'environnement des affaires est entravé dans une large mesure par les faiblesses en matière d'exécution des contrats, de résolution de l'insolvabilité et d'enregistrement de la propriété. En outre, il convient également de noter que les améliorations des indicateurs de gouvernance observées depuis le milieu des années 1990 dans les nouveaux États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro semblent avoir marqué le pas ces dernières années, en contraste frappant avec la situation des pays de la région ECOSE qui ont rejoint la zone euro (cf. graphique 20).

Graphique 20

Indicateurs de gouvernance mondiale (indice livré)

(indicateur synthétique sur la base des résultats moyens de quatre sous-indicateurs)



Sources : Banque mondiale (indicateurs de gouvernance mondiale) et calculs de la BCE.

Notes : L'indice livré est une moyenne simple des sous-indicateurs suivants : qualité de la réglementation, efficacité des pouvoirs publics, lutte contre la corruption et État de droit. Un indice plus élevé implique une meilleure performance relative en termes de qualité des institutions.

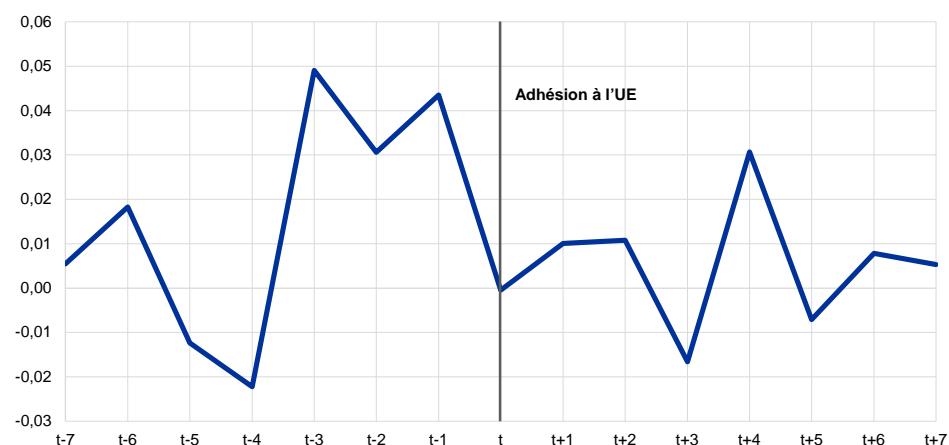
L'adhésion à l'UE constitue un ancrage important pour les réformes institutionnelles.

Comme le montre le graphique 21, dans les nouveaux États membres de l'UE, les efforts les plus importants pour améliorer la qualité des institutions ont été réalisés au cours des années précédant l'adhésion à l'UE, tandis que les progrès obtenus depuis lors ont été limités pour nombre d'entre eux, notamment dans les pays qui sont restés en dehors de la zone euro. En ce qui concerne ce dernier groupe de pays, les efforts visant à renforcer la qualité des institutions seraient propices non seulement à l'accélération de la convergence réelle, mais également au respect des critères économiques en vue de l'appartenance à l'Union monétaire définis dans le Traité. Ces critères incluent la stabilité des prix et une politique budgétaire saine, qui favorisent la croissance et la stabilité macroéconomique sur le long terme et améliorent la résistance aux chocs économiques.

Graphique 21

Variation annuelle moyenne des indicateurs de gouvernance mondiale (indice livré) dans les nouveaux États membres de l'UE par rapport à l'année d'adhésion à l'UE

(un résultat plus élevé indique une meilleure performance)



Sources : Banque mondiale (indicateurs de gouvernance mondiale) et calculs de la BCE.

Notes : L'indice livré est une moyenne simple des sous-indicateurs suivants : qualité de la réglementation, efficacité des pouvoirs publics, lutte contre la corruption et État de droit.

En moyenne, les pays de la région ECOSE ayant rejoint la zone euro ont également maintenu la dynamique positive des réformes au cours des dernières années. Par conséquent, la qualité des institutions de ces pays s'est fortement rapprochée de la moyenne de l'UE. Il s'agit d'une évolution positive, étant donné les perspectives de croissance plus favorables associées à une meilleure qualité des institutions et le fait que des institutions robustes demeurent essentielles pour garantir le caractère durable de la convergence.

De même, la qualité des institutions reste également un facteur fondamental pour le processus d'adhésion des Balkans occidentaux à l'UE. La poursuite du renforcement de la qualité des institutions dans ces pays demeure essentielle non seulement pour créer des conditions favorables à la croissance économique, mais également pour respecter les critères de Copenhague en vue de l'adhésion à l'UE. Ces critères comprennent la stabilité des institutions garantissant la démocratie et l'État de droit, l'existence d'une économie de marché viable et la capacité de faire face à la pression concurrentielle et aux forces du marché dans l'UE. Les perspectives d'adhésion à l'UE pourraient, pour leur part, créer un ancrage pour la dynamique des réformes dans ces pays, qui serait favorable au renforcement de la qualité des institutions, comme cela s'est produit pour les pays de la région ayant déjà adhéré à l'UE.

4 Conclusions

Depuis l'année 2000, période analysée dans le présent article, les économies de la région ECOSE ont réussi à réduire les écarts de PIB par habitant par rapport à la moyenne de l'UE. Cette évolution est évidemment favorable au bien-être dans ces pays et constitue une évolution positive dans le contexte de

l'intégration économique et monétaire à l'UE et en son sein. Cependant, le rythme de la convergence a été hétérogène d'un pays à l'autre.

La plupart des pays de la région ECOSE qui ont adhéré à l'UE ont connu une convergence relativement rapide et certains d'entre eux ont déjà atteint des niveaux de PIB par habitant proches de la moyenne de l'UE 28. À cet égard, l'adhésion à l'UE a constitué un ancrage important dans le processus de convergence, notamment au cours des années précédant l'adhésion. Le rythme de convergence le plus rapide a été observé dans certains des pays ayant rejoint la zone euro (en particulier les pays baltes et la Slovaquie), ainsi que dans certains États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, comme la Pologne. Le rythme de convergence des économies des Balkans occidentaux ayant vocation à adhérer à l'UE a été, en moyenne, plus lent et l'écart de leurs niveaux de revenus par rapport aux économies de l'UE reste substantiel. Dans la plupart des pays de la région ECOSE, le rattrapage a été plus dynamique avant la crise financière mondiale de 2008-2009 ; après la crise, la convergence vers le niveau de l'UE s'est ralentie dans la plupart des pays en raison d'un affaiblissement de la croissance de la PGF et de l'accumulation du capital.

Les économies de la région ECOSE dont le rythme de convergence est le plus rapide partagent certaines caractéristiques communes. Tout d'abord, la plupart d'entre elles ont considérablement amélioré la qualité de leurs institutions. Ensuite, elles ont renforcé leur compétitivité externe dans un contexte de progression de l'ouverture commerciale et de l'innovation. Enfin, la plupart d'entre elles ont enregistré des évolutions démographiques relativement favorables ou ont sensiblement accru leurs taux de participation au marché du travail. Les économies caractérisées par la convergence la plus rapide ont également affiché des améliorations très sensibles des niveaux de capital humain ; parfois, ces niveaux figuraient déjà parmi les plus élevés de la région. Leurs taux d'investissement étaient également en général plus élevés que ceux de leurs homologues.

Pour l'avenir, les pays de la région ECOSE sont confrontés à plusieurs défis s'agissant du processus de convergence. Ils doivent poursuivre l'amélioration de la qualité des institutions, réorienter leurs économies vers une production plus innovante, relancer l'investissement en garantissant son caractère durable et répondre à la problématique du vieillissement de la population. Même si certaines de ces difficultés sont plus compliquées que d'autres à régler par des politiques spécifiques, les autorités nationales doivent en tenir compte dans leurs efforts en vue de poursuivre, et si possible d'accélérer, le processus de rattrapage vis-à-vis de l'UE.

2

L'impact du programme d'achats de titres du secteur des entreprises sur les marchés des obligations d'entreprises et sur le financement des sociétés non financières de la zone euro

Roberto A. De Santis, André Geis, Aiste Juskaite et Lia Vaz Cruz

Le présent article analyse l'impact du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (corporate sector purchase programme - CSPP) de la BCE sur les marchés des obligations d'entreprises et sur le financement des sociétés non financières (SNF) de la zone euro. Il conclut que le CSPP a entraîné un assouplissement significatif des conditions de financement pour les SNF de la zone euro, y compris un resserrement des écarts de rendement des obligations d'entreprises, une amélioration des conditions de l'offre sur le marché primaire des obligations d'entreprises et une augmentation des prêts bancaires aux SNF qui n'ont pas accès au financement via les obligations. La configuration opérationnelle du CSPP, en particulier sa flexibilité et son adaptabilité, limite autant que possible tout impact pouvant être préjudiciable au fonctionnement du marché des obligations d'entreprises.

1 Introduction

Le CSPP fait partie du programme d'achats d'actifs (APP) de la BCE. Il a pour objectif d'assouplir les conditions de financement dans l'économie réelle.

Dans les grandes lignes, le CSPP est un programme d'achats par l'Eurosystème d'obligations bien notées (*investment grade*) libellées en euros émises par des sociétés non bancaires (les SNF et les sociétés d'assurance) établies dans la zone euro. Le CSPP aide les entreprises de la zone euro à obtenir un meilleur accès au crédit, à accroître l'investissement, à créer des emplois et soutient ainsi la croissance économique globale. Il s'agit là d'une condition préalable pour un retour et une stabilisation des taux d'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Le CSPP a été annoncé le 10 mars 2016 et les achats ont démarré

le 8 juin 2016. Au moment de l'annonce du programme, l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH dans la zone euro était légèrement négative et la croissance du PIB en volume était relativement faible, les risques qui pesaient sur les perspectives étant orientés à la baisse. En mars 2016, le Conseil des gouverneurs a adopté dans le cadre de la poursuite de son objectif de stabilité des prix une série de mesures incluant : (a) une nouvelle réduction des taux d'intérêt directeurs de la BCE (le taux de la facilité de dépôt a été abaissé de 10 points de base, de – 0,3 % à – 0,4 %) ; (b) une nouvelle série de quatre opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO), toutes d'une durée de quatre ans, à compter de juin 2016 ; (c) une augmentation des achats mensuels nets d'actifs dans le cadre de l'APP pour les porter de 60 milliards d'euros à 80 milliards ; et (d) le CSPP. Ce vaste ensemble de mesures visait à exploiter les synergies entre les différents instruments. Il était

calibré pour permettre d'assouplir davantage les conditions de financement, stimuler l'offre de nouveaux crédits, renforçant ainsi la reprise économique et accélérant le retour de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %.

Lors de sa réunion du 26 octobre 2017, où les mesures ayant trait à l'APP ont été recalibrées, le Conseil des gouverneurs a confirmé que les achats au titre de l'APP se poursuivraient jusque fin septembre 2018, ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation compatible avec un retour à la stabilité des prix. En outre, le Conseil des gouverneurs a annoncé que l'Eurosystème prévoyait le maintien de volumes d'achats assez importants dans le cadre des trois programmes d'achats de titres du secteur privé (l'ABSPP, le CBPP et le CSPP). Actuellement, la valeur comptable du portefeuille détenu par l'Eurosystème dans le cadre du CSPP ressort à 150 milliards d'euros environ, ce qui représente quelque 6 % de l'ensemble de l'APP.

Une large gamme d'obligations d'entreprises sont éligibles à des achats dans le cadre du CSPP, y compris des émissions de taille relativement peu importante. L'Eurosystème fait l'acquisition de titres émis par des sociétés non bancaires, aussi bien sur le marché primaire que sur le marché secondaire. Pour être éligibles à l'achat, les titres doivent au moins être éligibles en garantie des opérations de refinancement de l'Eurosystème. Cela signifie qu'ils doivent être conformes à l'exigence minimale d'une notation de crédit correspondant à l'échelon 3 de qualité de crédit sur l'échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème (ce qui équivaut à une notation au moins égale à BBB– dans la catégorie des meilleures notations à long terme d'un organisme externe d'évaluation du crédit (ECAI), c'est-à-dire *investment grade*). Outre l'obligation d'être éligible en garantie des opérations de la BCE, les titres éligibles à des achats dans le cadre du CSPP doivent également être libellés en euros⁵⁶, avoir une durée résiduelle comprise entre six mois au minimum et 31 ans au maximum au moment de l'achat, et ces titres doivent être émis par une société non bancaire établie dans la zone euro. Les titres émis par des établissements de crédit ne sont pas éligibles. L'absence de volume d'émission minimum pour les instruments de dette éligibles dans le cadre du CSPP garantit que même des obligations émises par de petites entreprises, qui émettent souvent de faibles volumes de titres de dette, peuvent faire l'objet d'une acquisition. Les achats d'instruments de dette éligibles présentant un rendement actuel négatif sont également autorisés tant que ce rendement est supérieur au taux de la facilité de dépôt au moment de l'achat. L'Eurosystème fixe la limite des parts assignées aux émissions à 70 % par titre⁵⁷.

Le présent article évalue l'impact du CSPP sur les conditions de financement des SNF de la zone euro et ses implications sur le fonctionnement et la

⁵⁶ Les instruments de dette libellés en devises sont également éligibles à titre temporaire.

⁵⁷ Des limites plus faibles des parts assignées aux émissions s'appliquent dans des cas spécifiques, par exemple pour les titres émis par des entreprises publiques, qui font l'objet d'un traitement conforme à celui qui leur est appliqué dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP). En ce qui concerne les entreprises publiques, l'Eurosystème est dans l'obligation de respecter l'interdiction du financement monétaire, énoncée à l'article 123 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE).

liquidité des marchés des obligations d'entreprises. La section 2 étudie l'impact du CSPP sur la finance d'entreprise dans la zone euro en analysant les effets du CSPP sur (a) les écarts de rendement des obligations d'entreprises, (b) les émissions sur le marché obligataire primaire, (c) la structure du capital des SNF de la zone euro et (d) plus généralement les conditions de financement des SNF. La section 3 étudie les implications du CSPP pour le fonctionnement du marché des obligations d'entreprises de la zone euro. La section 4 présente des éléments de conclusion.

2 Impact sur le financement des entreprises

2.1 Impact sur le coût de financement des SNF de la zone euro

L'évolution des écarts entre les rendements des obligations d'entreprises et les taux sans risque fournit des informations utiles sur l'impact du CSPP.

L'analyse des écarts de rendement des obligations d'entreprises nous permet d'évaluer séparément les effets du CSPP sur les coûts de financement des SNF via le marché obligataire, alors que les autres mesures non conventionnelles de politique monétaire annoncées par la BCE en mars 2016 ont probablement contribué à une baisse des rendements des obligations d'entreprises en réduisant le niveau des taux sans risque.

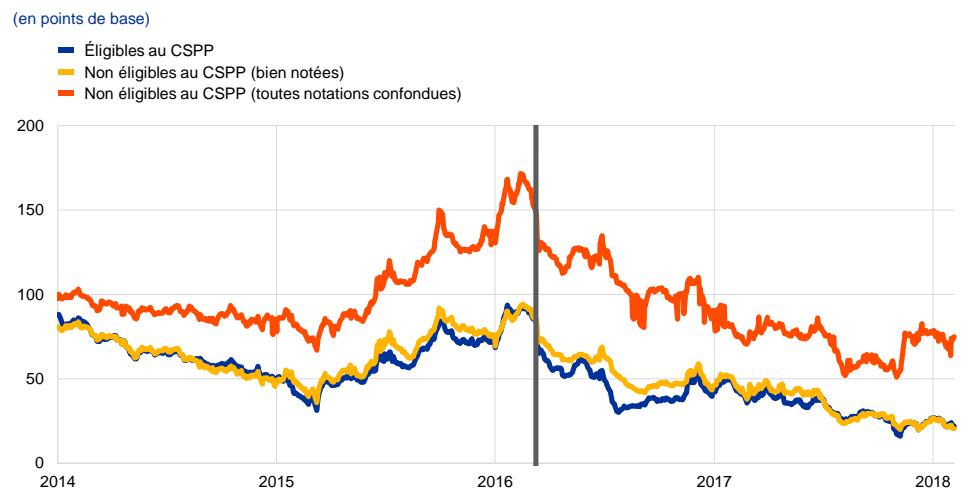
Les écarts de rendement des obligations d'entreprises se sont régulièrement resserrés depuis l'annonce du CSPP en mars 2016 (cf. graphique 1)⁵⁸. Au cours de l'année qui a précédé l'annonce, les écarts de rendement s'étaient nettement creusés. Le resserrement qui a suivi constitue une première indication que les conditions de financement se sont améliorées pour les SNF sous l'effet des mesures de politique monétaire de mars 2016. En outre, les écarts de rendement se sont resserrés non seulement pour les obligations éligibles au CSPP, mais aussi pour les obligations d'entreprises qui ne sont pas éligibles aux achats dans le cadre du CSPP (comme les obligations émises par des banques, les obligations à haut rendement (*high yield*) et les obligations rendues inéligibles par la structure de leur coupon⁵⁹) en raison d'effets de contagion du CSPP et, plus généralement, de l'APP et d'autres mesures de politique monétaire. Les rendements et les écarts de rendement des obligations achetées par l'Eurosystème se réduisant, les investisseurs sont incités à rééquilibrer leurs portefeuilles en faveur d'actifs présentant des caractéristiques de risque similaires mais susceptibles d'offrir de meilleurs rendements.

⁵⁸ L'écart de rendement des obligations d'entreprises est mesuré par le *z-spread*, qui représente l'écart par rapport à la courbe du taux interbancaire offert en euros (Euribor) nécessaire pour actualiser des cash-flows déterminés à l'avance. Les *z-spreads* sont déterminés essentiellement par la qualité de crédit de l'émetteur et sont économiquement comparables aux écarts de rendement actuariels de l'obligation.

⁵⁹ Les obligations dont la structure de coupon dépend du pouvoir discrétionnaire de l'émetteur ne sont pas éligibles. Les achats dans le cadre du CSPP ne peuvent être effectués que pour des structures de coupon qui ne sont pas soumises au pouvoir discrétionnaire de l'émetteur sur la durée de vie de l'actif, selon une approche tant prospective que rétrospective.

Graphique 1

Écarts de rendement d'obligations d'entreprises – éligibles vs non éligibles



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : Dans les indices figure seulement la tranche supérieure (*senior*) des obligations non sécurisées. La ligne verticale marque l'annonce du CSPP le 10 mars 2016. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises sont mesurés par le z-spread. Les dernières observations se rapportent au 5 février 2018.

L'analyse économétrique attribue au CSPP une part importante de la diminution des écarts de rendement depuis mars 2016. Si l'on neutralise les autres déterminants des écarts de rendement des obligations d'entreprises, en particulier le risque de crédit spécifique aux obligations, les données empiriques laissent penser que, par rapport à la période antérieure au CSPP entre le 1^{er} avril 2015 et le 9 mars 2016⁶⁰, et au cours de la période qui a suivi entre le 10 mars 2016 et fin décembre 2017, le CSPP peut expliquer, en moyenne, une diminution des écarts de rendement des obligations d'entreprises de 25 points de base pour les obligations éligibles, de 10 points de base pour les obligations non éligibles bien notées (*investment grade*) et de 20 points de base pour l'ensemble des obligations non éligibles. S'agissant des obligations éligibles, le CSPP peut être crédité de la quasi-totalité de la diminution des écarts de rendement depuis l'annonce du programme (cf. graphique 2)⁶¹. Une étude comparative⁶² qui a porté principalement sur les deux semaines qui ont suivi l'annonce du CSPP vient étayer ces conclusions. Elle laisse penser que l'annonce du CSPP explique pour une part importante la diminution des écarts de rendement des obligations d'entreprises sur cette période. Par ailleurs, le resserrement des écarts de rendement a été plus important pour les obligations des SNF éligibles que pour les obligations bancaires non éligibles. De même, les obligations à haut rendement non éligibles, malgré une

⁶⁰ Avant le 1^{er} avril 2015, l'effet le plus important sur les prix des actifs était dû au PSPP. Par conséquent, l'analyse économétrique porte essentiellement sur la période postérieure à cette date.

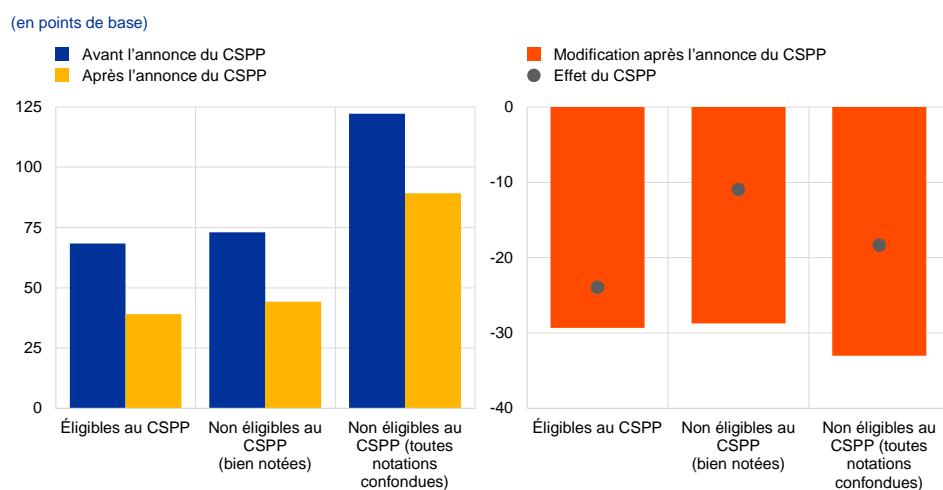
⁶¹ Ces résultats s'appuient sur une analyse des données de panel, dans laquelle les écarts de rendement des différentes obligations d'entreprises en euros émises dans l'Union européenne (en logarithme) sont décomposés suivant les facteurs déterminant quotidiennement leur évolution entre avril 2015 et décembre 2017. Le risque de crédit et autres primes de terme spécifiques aux obligations sont estimés à partir de notations de crédit variant dans le temps spécifiques aux obligations, de taux de coupon, de l'encours et des caractéristiques de l'entreprise, comme la distance par rapport au défaut. Les facteurs de demande globale sont neutralisés en utilisant des effets fixes pays-période et pays-secteur.

⁶² Cf. l'encadré intitulé « Le marché des obligations d'entreprises et le programme d'achats de titres du secteur des entreprises de la BCE », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2016.

forte réduction de leurs écarts de rendement en termes absolus⁶³, ont affiché une diminution relative des écarts de rendement plus faible que celle des obligations des SNF éligibles par rapport aux niveaux atteints avant l'annonce du programme. D'autres études se concentrant sur le marché obligataire primaire⁶⁴ et le marché des swaps de défaut (CDS)⁶⁵ aboutissent à des conclusions analogues.

Graphique 2

Les écarts de rendement des obligations d'entreprises avant et après l'annonce du CSPP



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : Dans les indices figure seulement la tranche supérieure (*senior*) des obligations non sécurisées. Dans la partie gauche, les barres en bleu représentent les écarts moyens entre le 1^{er} avril 2015 et le 9 mars 2016 et les barres en jaune les écarts moyens entre le 10 mars 2016 et le 31 décembre 2017. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises sont mesurés par le *z-spread*.

En raison du resserrement des écarts de rendement des obligations d'entreprises depuis mars 2016, les primes de risque de crédit dans le secteur financier et sur le compartiment des SNF à haut rendement ont diminué.

En revanche, s'agissant du compartiment des SNF bien notées (*investment grade*), qui est couvert par le CSPP, la prime excédentaire sur les obligations (définie comme l'écart, calculé d'après un modèle, des écarts de rendement des entreprises par rapport aux régularités historiques, en tenant compte de leurs caractéristiques⁶⁶ de risque), bien qu'inférieure à sa moyenne historique, est nettement supérieure à son point bas historique enregistré avant la crise financière mondiale (cf. graphique 3).

⁶³ Cf. Abidi (N.) et Miquel-Flores (I.), « *Who benefits from the corporate QE? A regression discontinuity design approach* », Working Paper Series, n° 2145, BCE, avril 2018.

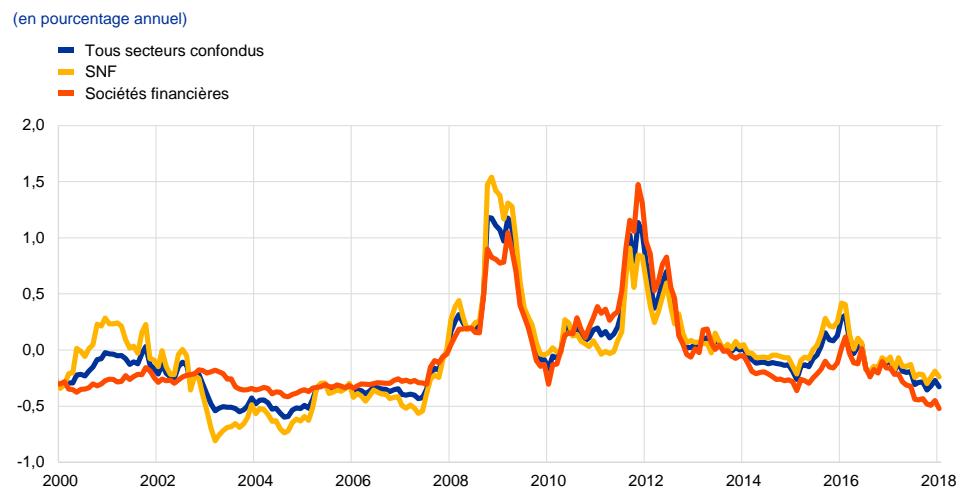
⁶⁴ Cf. Zaghini (A.), « *The CSPP at work: yield heterogeneity and the portfolio rebalancing channel* », Working Papers, n° 1157, Banca d'Italia, décembre 2017.

⁶⁵ Cf. Cecchetti (S.), « *A quantitative analysis of risk premia in the corporate bond market* », Working Papers, n° 1141, Banca d'Italia, octobre 2017.

⁶⁶ Cf. De Santis (R.), « *Credit spreads, economic activity and fragmentation* », Working Paper Series, n° 1930, BCE, juillet 2016.

Graphique 3

Primes excédentaires sur les obligations de la zone euro par secteur



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

Notes : La prime excédentaire sur les obligations représente l'écart des spreads des obligations d'entreprises par rapport au risque de crédit de l'émetteur. Les dernières observations se rapportent au 26 janvier 2018.

Au-delà de l'effet souhaité sur les écarts de rendement des obligations d'entreprises, le CSPP semble également avoir eu des effets plus larges sur les conditions de financement des SNF (cf. graphique 4).

La baisse estimée des écarts de rendement des obligations d'entreprises pouvant être associée directement au CSPP n'entraîne qu'une diminution de quelques points de base du coût moyen pondéré du financement des SNF, le marché des instruments de dette ne représentant que 19,2 % de l'encours de dette des SNF et 10,6 % de leur volume de financement externe. Toutefois, il convient de prendre en compte non seulement l'effet direct du CSPP qui représente le resserrement des écarts de rendement des obligations d'entreprises, mais aussi ses effets indirects sur d'autres éléments du coût de financement des SNF. Les indices de conditions financières (ICF), dont l'objectif est de synthétiser les informations relatives à l'état futur de l'économie figurant dans les variables financières actuelles, donnent une mesure indirecte du coût de financement des sociétés. L'analyse empirique laisse penser que les ICF sont fortement influencés par les évolutions des écarts de rendement des obligations d'entreprises, même dans les cas où les écarts de rendement des obligations d'entreprises ne font pas partie de l'ICF (cf. graphique 5) ⁶⁷.

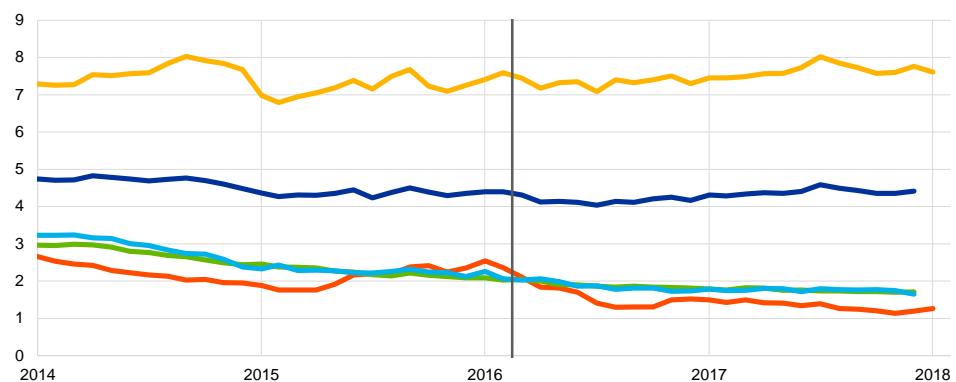
⁶⁷ Deux ICF sont envisagés ici. Celui de Goldman Sachs et un ICF construit comme la moyenne pondérée du taux des swaps au jour le jour (OIS) à un an, du taux des OIS à dix ans, du taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro vis-à-vis de 38 partenaires commerciaux et de l'indice boursier large Dow Jones EuroStoxx. Les pondérations fondées sur un modèle vectoriel autorégressif (VAR) sont établies à partir de la réponse impulsionnelle cumulée de l'IPCH à un choc affectant chacune des quatre variables financières à un horizon de 12 mois issues de modèles VAR, qui intègrent un indicateur à la fois et plusieurs variables de contrôle macroéconomiques.

Graphique 4

Coût nominal du financement externe des SNF

(en pourcentage annuel)

- Coût global de financement
- Coût des actions
- Coût de l'endettement de marché
- Taux débiteurs à court terme des IFM
- Taux débiteurs à long terme des IFM



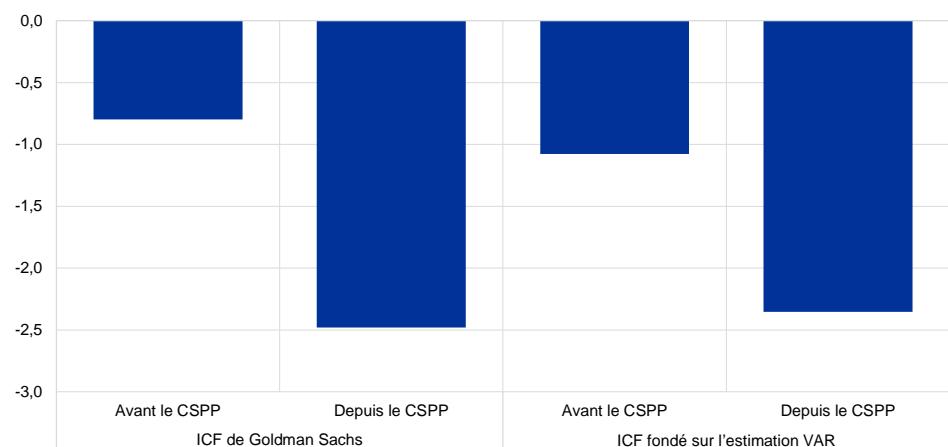
Sources : Thomson Reuters, Merrill Lynch et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale marque l'annonce du CSPP le 10 mars 2016. Les dernières observations se rapportent à novembre 2017 pour les taux débiteurs des IFM et à décembre 2017 pour le coût des actions et le coût de l'endettement de marché.

Graphique 5

Corrélation entre une diminution de 50 points de base des écarts de rendement des obligations d'entreprises bien notées et des indices de conditions financières standardisés

(fonctions de réponses impulsionnelles généralisées, écarts types)



Sources : Bloomberg, iBoxx, Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : Les fonctions de réponses impulsionnelles généralisées sont obtenues à l'aide d'un modèle VAR bivarié journalier avec des écarts de rendement des entreprises et deux indices de conditions financières (ICF) différents. La fonction montre le choc à l'impact généré par les écarts de rendement des obligations d'entreprises. Les ICF sont standardisés sur les périodes correspondant aux sous-échantillons. « Avant le CSPP » couvre la période allant du 1^{er} juin 2014 au 9 mars 2016. « Depuis le CSPP » couvre la période allant du 10 mars 2016 au 7 février 2018.

2.2 Impact du CSPP sur les émissions d'obligations d'entreprises

Le CSPP semble avoir contribué à améliorer les conditions d'offre sur les marchés primaires des obligations d'entreprises, notamment s'agissant des

Bulletin économique de la BCE, numéro 3 / 2018

Articles – L'impact du programme d'achats de titres du secteur des entreprises sur les marchés des obligations d'entreprises et sur le financement des sociétés non financières de la zone euro

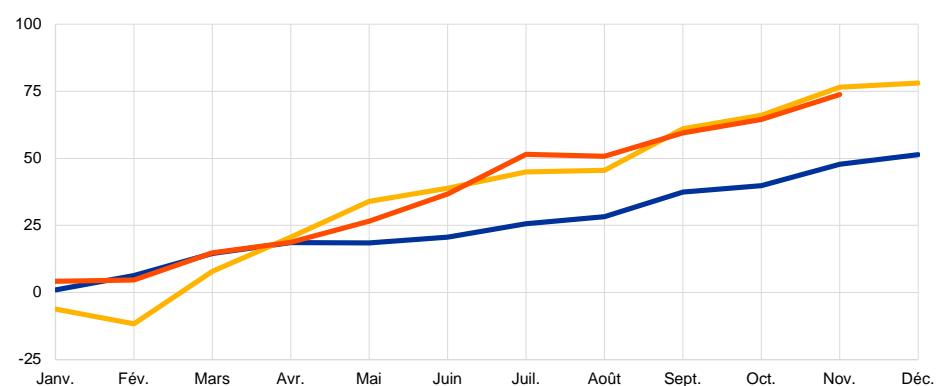
émetteurs éligibles. Les émissions nettes des SNF ont augmenté immédiatement après l'annonce du CSPP en mars 2016. Depuis, elles sont restées plus dynamiques que les années précédentes (cf. graphique 6). Cette tendance est particulièrement évidente pour les SNF basées en France, aux Pays-Bas et, dans une moindre mesure, en Italie (cf. graphique 7). En termes bruts, les émissions sont également restées concentrées sur un nombre relativement faible de pays. En particulier, une augmentation des émissions réalisées par les SNF basées en Allemagne, en Espagne, en France, en Italie et aux Pays-Bas a été observée depuis l'annonce du CSPP⁶⁸. En revanche, les banques, dont les obligations ne sont pas éligibles à des achats dans le cadre du CSPP et qui, à la différence des SNF, ont accès aux TLTRO, ont réduit leur activité de financement par émissions d'obligations.

Graphique 6

Émissions nettes de titres de créance à long terme en euros par les SNF de la zone euro

(en milliards d'euros ; flux mensuels cumulés)

- Moyenne 2013–2015
- 2016
- 2017



Source : BCE.

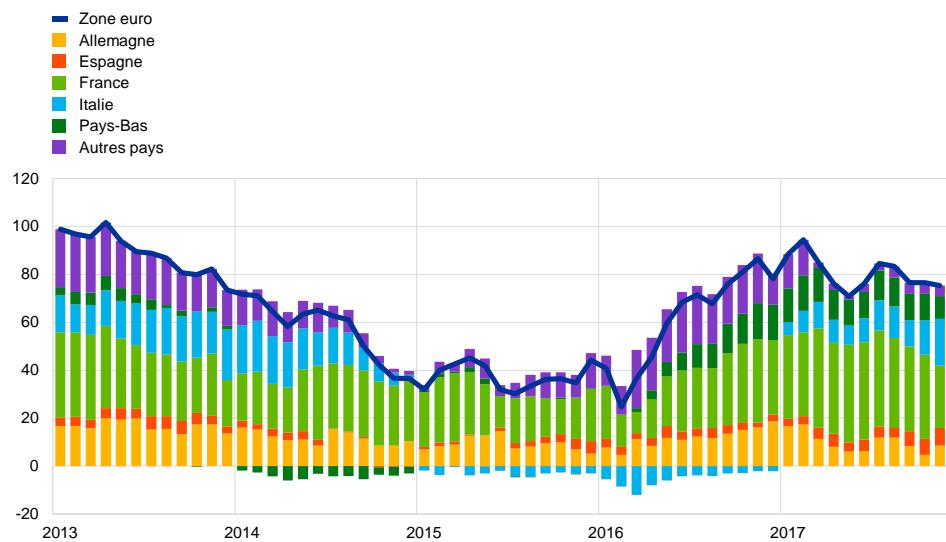
Note : Les dernières observations se rapportent à novembre 2017.

⁶⁸ L'évaluation de la ventilation des émissions par pays peut s'avérer délicate car les entreprises sont susceptibles de recourir à des filiales dans un autre pays de la zone euro pour émettre leur dette.

Graphique 7

Émissions nettes de titres de créance à long terme en euros par les SNF d'une sélection de pays de la zone euro

(en milliards d'euros ; flux annuels)



Source : BCE.

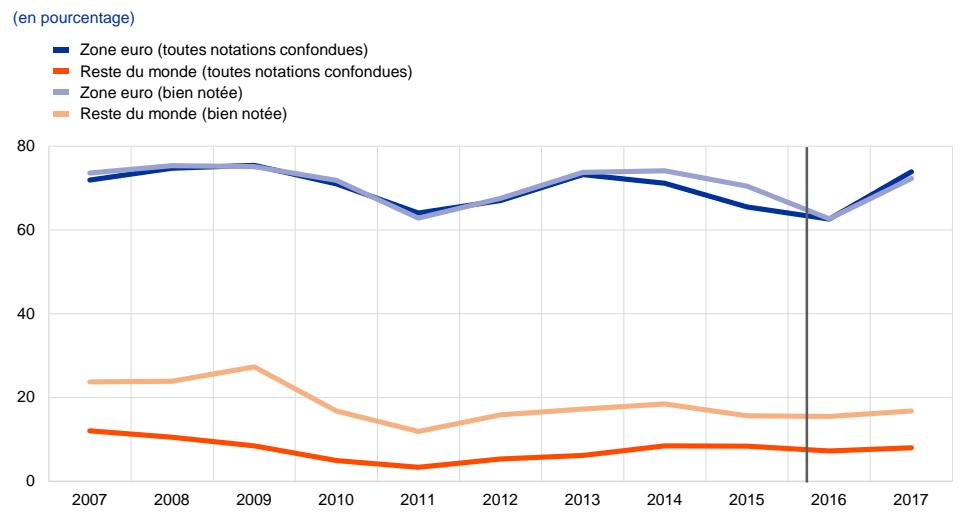
Notes : Ventilation par domiciliation de l'émetteur. Les émissions nettes comprennent les obligations nouvellement émises et les cessions des précédentes émissions (« émissions en continu »). Les dernières observations se rapportent à novembre 2017.

Dans le même temps, la durée des obligations nouvellement émises et éligibles au CSPP a augmenté. Entre mars 2016 et octobre 2017, la durée résiduelle moyenne de l'encours d'obligations non sécurisées bien notées (*investment grade*) de la tranche supérieure (*senior*) émises par les SNF est passée de 8,9 ans à 9,3 ans, ce qui correspond à un allongement de la durée de 5 mois environ. Cette modification est plus importante que l'allongement de la durée observée entre juin 2014 et l'annonce du CSPP, période pendant laquelle d'autres mesures non conventionnelles de politique monétaire importantes ont été introduites par l'Eurosystème. Si la durée résiduelle de l'encours des obligations émises par les SNF s'est allongée dans tous les grands pays de la zone euro, on n'a pas observé, dans les différents pays, d'augmentation de la durée résiduelle de l'encours des obligations émises par les banques, qui ne sont pas éligibles aux achats dans le cadre du programme.

Enfin, le CSPP semble avoir réorienté la préférence des SNF vers les émissions d'obligations en euros, pour renouer avec les niveaux enregistrés avant 2015. Pendant le CSPP, la part des émissions d'obligations en euros éligibles des SNF dans le total des émissions d'obligations des SNF a augmenté. En 2017, elle a atteint des niveaux observés pour la dernière fois début 2015 (cf. graphique 8). Cette évolution au profit d'actifs libellés en euros ne s'observe pas pour les obligations non éligibles émises par les SNF dans d'autres juridictions ou émises par le secteur bancaire de la zone euro, ce qui tend à indiquer qu'au moins une partie du changement de devise de libellé pour les émissions d'obligations des SNF de la zone pendant le CSPP est due au programme.

Graphique 8

Part de la dette en euros émise par les SNF de la zone euro et par les SNF du reste du monde



Sources : Dealogic et calculs de la BCE.

Notes : Les lignes « Zone euro » font apparaître les nouvelles émissions d'obligations libellées en euros en pourcentage du total des nouvelles émissions d'obligations par les SNF établies dans la zone euro. Les lignes « Reste du monde » font apparaître les nouvelles émissions d'obligations libellées en euros en pourcentage du total des nouvelles émissions d'obligations de toutes les SNF établies hors de la zone euro. La ligne verticale marque l'annonce du CSPP le 10 mars 2016. Les dernières observations se rapportent à décembre 2017.

2.3 Impact du CSPP sur la structure du capital des SNF de la zone euro et effets de contagion sur les emprunteurs non éligibles au CSPP

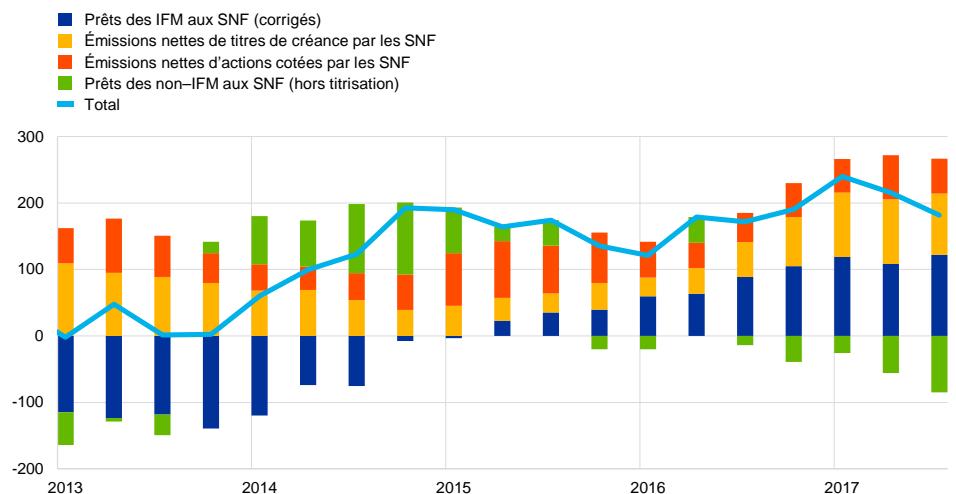
L'accroissement des émissions obligataires des SNF suggère que certaines entreprises sont passées d'un financement bancaire à un financement de marché. Depuis l'annonce du CSPP, les émissions nettes d'obligations de l'ensemble du secteur des SNF ont augmenté par rapport au flux net de prêts accordés par les institutions financières monétaires (IFM) aux SNF (cf. graphique 9). Les SNF dont les obligations sont éligibles aux achats dans le cadre du CSPP ont, dans une certaine mesure, remplacé le financement bancaire par un financement via les obligations. Sur un échantillon de 534 SNF de la zone euro, les 113 SNF dont les obligations sont éligibles au CSPP ont enregistré une augmentation de la part des obligations dans leur structure d'endettement globale, la moyenne passant de 64 % fin 2015 à 66 % au deuxième trimestre 2017 (cf. graphique 10, partie gauche). En revanche, la part des prêts bancaires de longue durée s'est inscrite en baisse, la moyenne revenant de 24 % à 21 % au cours de la même période. Dans le même temps, les 421 SNF dont les obligations ne sont pas éligibles au CSPP n'ont pas enregistré de modification de la structure de leur dette (cf. graphique 10, partie droite). Des résultats analogues sont obtenus par Grosse-Rueschkamp, Steffen et Streitz⁶⁹ et Arce, Gimeno et Mayordomo⁷⁰, qui concluent que, dans certains pays,

⁶⁹ Cf. Grosse-Rueschkamp (B.), Steffen (S.) et Streitz (D.), « *Cutting out the middleman – The ECB as corporate bond investor* », SSRN, octobre 2017.

le CSPP a entraîné une substitution du financement bancaire par un financement *via* les obligations dans les grandes entreprises éligibles au CSPP.

Graphique 9 Flux de financement externe des SNF

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

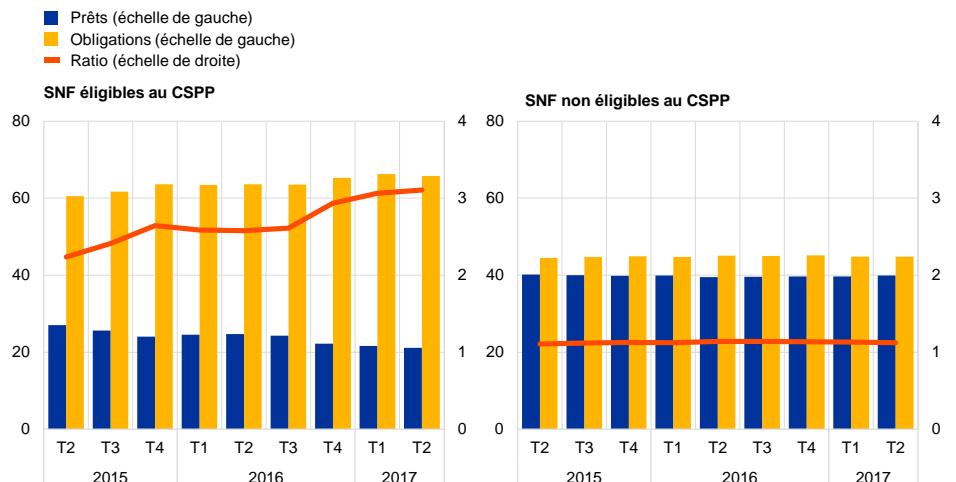


Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les prêts des non-IFM recouvrent les prêts des autres intermédiaires financiers (AIF) et des sociétés d'assurance et fonds de pension (SAFP) aux SNF. Les dernières observations se rapportent à septembre 2017.

Graphique 10 Structure de la dette des SNF – éligibles vs non éligibles

(en pourcentage)



Sources : S&P Capital IQ et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2017.

Malgré une hausse du financement obligataire de certaines entreprises, en termes agrégés, le flux des prêts bancaires n'a pas été affecté défavorablement. Au contraire, le flux net des prêts des IFM au secteur des SNF

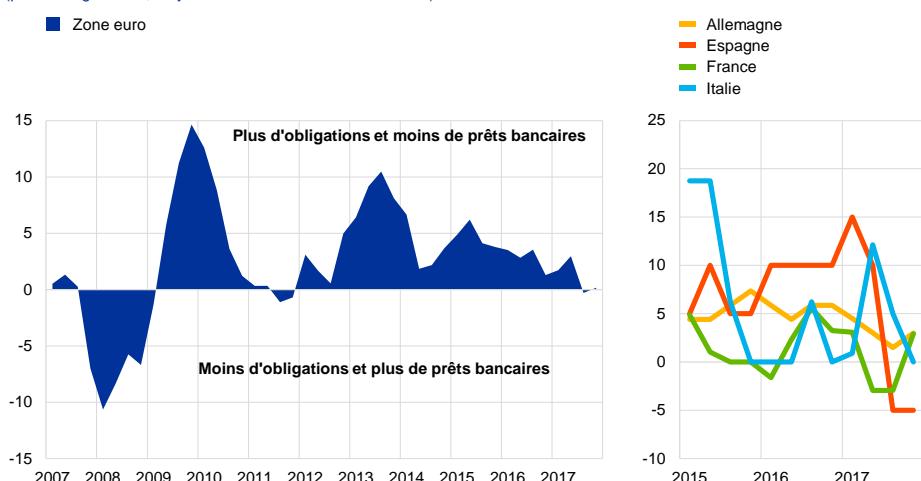
⁷⁰ Cf. Arce (Ó.), Gimeno (R.) et Mayordomo (S.), « *Making room for the needy: The credit-reallocation effects of the ECB's corporate QE* », Working Papers, n° 1743, Banco de España, 2017.

est positif et s'est même accéléré depuis l'annonce du CSPP (cf. graphique 9). De fait, des données tirées de modèles suggèrent qu'en 2016, le flux des prêts des IFM aux SNF est demeuré lié de façon relativement étroite à ses déterminants fondamentaux, tandis que l'émission de titres de créance a été nettement supérieure au niveau ressortant des facteurs fondamentaux⁷¹. Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro confirment ces conclusions. Le CSPP n'a pas inversé le recul du sentiment, parmi les banques, que les SNF s'appuient plus sur le marché que sur les banques pour répondre à leurs besoins de financement (cf. graphique 11). Le pourcentage net de banques déclarant que les SNF préfèrent avoir recours au financement de marché plutôt qu'aux prêts bancaires a diminué dans l'enquête sur la distribution du crédit bancaire du quatrième trimestre 2017, pour revenir à un niveau nettement inférieur à celui observé lors de l'annonce du CSPP en mars 2016, atteignant son point le plus bas depuis la crise de la dette souveraine dans la zone euro.

Graphique 11

Financement de marché vs prêts des IFM aux SNF – indicateur de financement de substitution de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro

(pourcentages nets ; moyennes mobiles sur deux trimestres)



Sources : Eurostat et BCE.

Notes : L'indicateur est construit sur la base de la question 7 de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, qui évalue si « l'émission/le remboursement de titres de créance » est un facteur affectant la demande de prêts des entreprises. Un pourcentage net positif (négatif) indique que les banques observent une baisse (hausse) de la demande de prêts bancaires liée à une hausse (baisse) des émissions obligataires. Les dernières observations se rapportent à décembre 2017.

Au total, ces observations indiquent que le CSPP pourrait avoir dégagé, dans les bilans des banques, une capacité de prêt à destination des entreprises non éligibles au CSPP. Avec l'accélération globale des montants net de prêts des IFM au secteur des SNF et la réorientation du financement de certaines entreprises éligibles au CSPP au détriment des prêts bancaires, les SNF n'ayant que peu ou pas accès aux marchés obligataires peuvent avoir indirectement bénéficié du CSPP,

⁷¹ En 2017, en revanche, l'émission de titres de créance s'est établie en deçà du niveau ressortant des facteurs fondamentaux, ce qui peut en partie s'expliquer par le fait que les entreprises ont couvert leurs besoins de financement à court terme par l'accroissement de leurs bénéfices non distribués et du recours à l'emprunt bancaire, et en procédant à l'anticipation des émissions obligataires sur 2016. De plus, l'activité de fusion-acquisition a continué de se modérer, entraînant une réduction de la demande de financement externe.

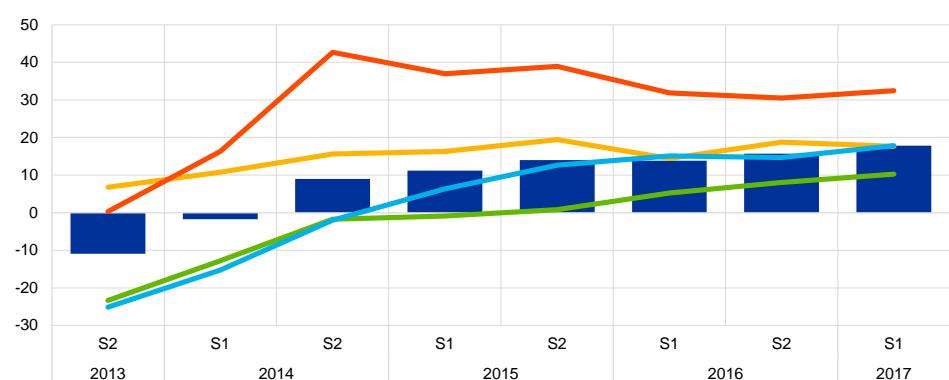
les banques ayant accru l'offre de prêts bancaires à leur intention. Bien qu'il soit difficile d'attribuer au CSPP l'évolution du comportement de prêt des banques, certains éléments étaient la conclusion selon laquelle le programme peut avoir apporté une contribution positive à l'octroi de financement bancaire aux entreprises non éligibles au CSPP, pour les petites entreprises en particulier. Plus précisément, le pourcentage net des petites et moyennes entreprises (PME) déclarant une amélioration de la propension des banques à accorder des crédits dans l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE) a légèrement augmenté au premier semestre 2016 (cf. graphique 12), au moment où le CSPP a été annoncé et est devenu opérationnel. Cela a été particulièrement manifeste en France, où les entreprises ont représenté une large part de la hausse de l'émission d'obligations observée depuis l'annonce du CSPP (cf. graphique 12, ligne verte). Dans le même temps, Arce, Gimeno et Mayordomo⁷² présentent des éléments économétriques directs allant dans le sens d'une forte hausse des prêts aux entreprises non éligibles au CSPP en Espagne au moment de l'annonce du CSPP, tandis que Grosse-Rueschkamp, Steffens et Streitz⁷³ démontrent que les volumes de prêts accordés augmentent plus fortement quand les banques comptent dans leur portefeuille une large part d'emprunteurs éligibles au CSPP que quand la part de ces emprunteurs dans leurs portefeuilles est moins élevée.

Graphique 12

Évolution de la propension des banques à octroyer des crédits aux PME dans la zone euro et dans une sélection de pays de la zone

(six mois précédents ; en pourcentage net des participants)

- Zone euro
- Allemagne
- Espagne
- France
- Italie



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Note : Les chiffres sont tirés des campagnes 10 (octobre 2013 à mars 2014) à 17 (avril à septembre 2017) de l'enquête SAFE.

⁷² Arce, Gimeno and Mayordomo, op. cit.

⁷³ Grosse-Rueschkamp, Steffens et Streitz, op. cit.

3 L'impact du CSPP sur le fonctionnement du marché secondaire et les conditions de la liquidité

Lorsqu'il calibre la mise en œuvre du CSPP, l'Eurosystème tient compte de son impact sur le fonctionnement et la liquidité du marché. Le CSPP vise à influencer les conditions générales sur le marché afin de soutenir l'octroi de prêts à l'économie réelle tout en évitant de créer des distorsions injustifiées. Le calibrage des paramètres du CSPP (montants globaux des achats, participation sur les marchés primaires et secondaires, distribution entre les différents pays, secteurs ou entreprises, et cadre global de gestion du risque) est conçu et mené de manière à limiter autant que possible tout impact préjudiciable au fonctionnement du marché des obligations d'entreprises. Cet objectif de « neutralité pour le marché » est poursuivi par le biais de la flexibilité et de l'adaptabilité aux conditions de marché.

Plusieurs indicateurs peuvent être utilisés pour vérifier que la mise en œuvre du CSPP est conforme au principe de neutralité pour le marché de l'APP.

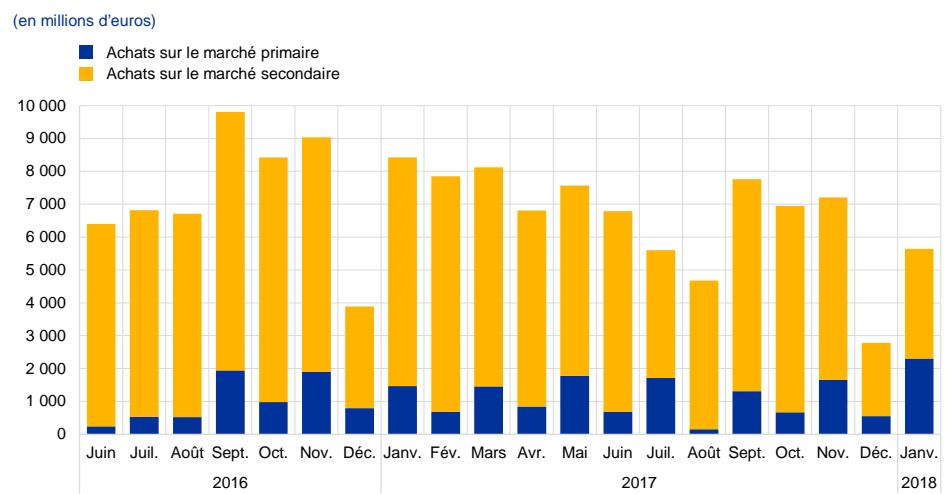
L'infrastructure, la liquidité et le fonctionnement du marché sont dynamiques par nature et influencés par une multitude de facteurs qui n'entrent pas dans le champ des programmes de politique monétaire. Par conséquent, on ne peut attribuer au CSPP toutes les modifications du fonctionnement et de la liquidité du marché. Par exemple, les évolutions géopolitiques, les tendances saisonnières et les événements liés à un émetteur ou à un secteur particulier peuvent exercer un effet sur les conditions de marché globales ou sur le rendement des obligations d'un émetteur particulier.

3.1 Le fonctionnement du marché

L'adaptabilité des volumes d'achats mensuels réalisés dans le cadre du CSPP permet une mise en œuvre flexible du programme en réponse à la variabilité des conditions de marché, notamment en termes d'émissions et d'activité du marché secondaire. Les émissions sur le marché primaire et les conditions de la liquidité sur le marché secondaire évoluent selon un profil bien connu (généralement élevées en début d'année, elles se dégradent durant l'été et en fin d'année). Ces profils constituent des données utilisées lors de la planification des montants des achats mensuels au titre du CSPP. Si les conditions se révèlent nettement différentes de ce qui avait été anticipé, le CSPP peut être adapté en accroissant ou en réduisant les achats par rapport au plan initial. Depuis la création du programme, les achats nets mensuels au titre du CSPP ont fortement fluctué, dans une fourchette allant d'environ 3 milliards d'euros les mois de faible liquidité de marché et d'atonie de l'activité sur le marché primaire, à près de 10 milliards d'euros pour les mois les plus actifs (cf. graphique 13).

Graphique 13

Achats nets sur le marché primaire et le marché secondaire au titre du CSPP



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à janvier 2018.

La flexibilité de la répartition entre achats sur le marché primaire et achats sur le marché secondaire dans le cadre du CSPP fournit un autre moyen

d'adaptation aux conditions de marché. L'Eurosystème n'a pas d'objectif préétabli pour la répartition des volumes d'achats globaux entre marchés primaire et secondaire. Cela lui permet de s'adapter aux évolutions des émissions sur le marché primaire et des conditions de liquidité sur le marché secondaire, qui peuvent être imprévisibles. C'est ce qui ressort de la variabilité de la répartition des achats entre marché primaire et marché secondaire présentée dans le graphique 13.

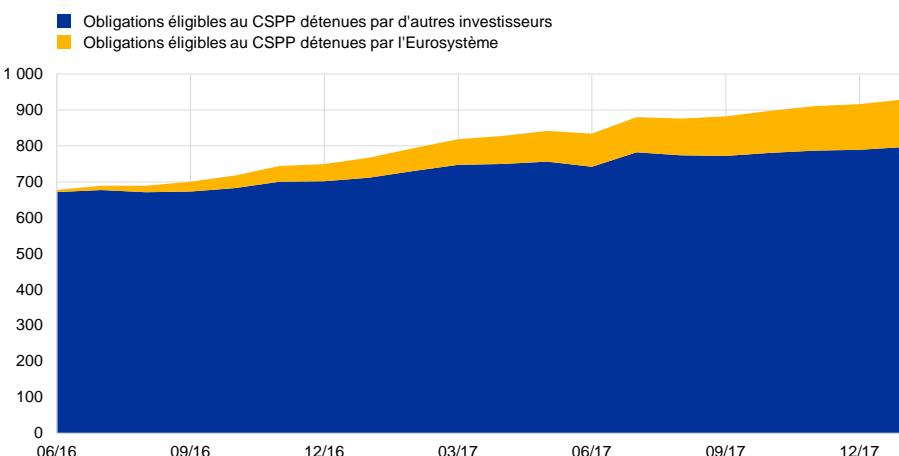
Globalement, lorsqu'il participe aux émissions sur le marché primaire, l'Eurosystème cherche à atteindre un équilibre entre l'objectif du programme en termes de volume d'achats et le besoin d'assurer la continuité du fonctionnement du marché. De même, lorsqu'il effectue des acquisitions sur le marché secondaire, l'Eurosystème examine, entre autres, les conditions générales de marché et la rareté de certains instruments de dette.

Les avoirs détenus par l'Eurosystème au titre du CSPP sont modérés en termes relatifs, ce qui réduit le risque d'un effet négatif important sur le fonctionnement du marché. Après près de deux ans de mise en œuvre du programme, les avoirs cumulés au titre du CSPP s'élèvent à environ 150 milliards d'euros (au coût amorti) et représentent aujourd'hui 17 % du total des titres éligibles au CSPP. Toutefois, en raison de la hausse des émissions mentionnée dans la section précédente, le volume d'obligations éligibles au CSPP détenues par d'autres intervenants de marché s'est également inscrit en hausse en termes absolus (cf. graphique 14). Les autres intervenants de marché ayant continué de jouer un rôle important, l'incidence négative sur le mécanisme de fixation et de détermination des prix est limitée.

Graphique 14

Titres éligibles au CSPP et part détenue par l'Eurosystème

(en milliards d'euros)



Sources : Base de données des actifs éligibles (*Eligible Assets Database — EADB*) et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à janvier 2018.

3.2 Les conditions de la liquidité

L'évaluation de l'impact du CSPP sur la liquidité de marché est complexe car la liquidité de marché est difficile à quantifier avec de simples statistiques.

Les marchés sont généralement définis comme liquides si un intervenant de marché peut effectuer une transaction sans répercussion importante sur les prix. Plusieurs indicateurs quantitatifs sont nécessaires pour retracer cela de façon exhaustive dans le temps.

Une évaluation des transactions individuelles suggère que l'impact à court terme sur le marché des transactions réalisées au titre du CSPP a été modéré.

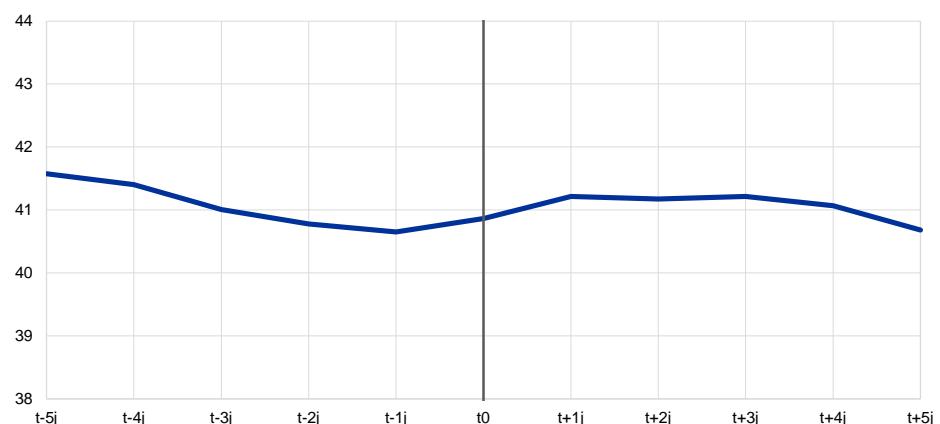
Pour évaluer cet impact, une étude d'événements a été effectuée, ciblant les transactions les plus importantes réalisées au titre du CSPP. Les résultats montrent que celles-ci n'ont pas exercé d'effet significatif sur la valorisation de marché des obligations, les écarts de taux avant et après les transactions pour les obligations concernées n'ayant pas été très différents (cf. graphique 15). Ainsi, si le CSPP peut avoir contribué à la réduction globale des écarts de taux sur les marchés des obligations d'entreprises, il semble toutefois que les transactions individuelles n'ont pas causé de distorsions en termes de valorisation pour des obligations spécifiques. On peut donc en conclure que, globalement, la formation des prix relatifs n'est pas affectée.

Graphique 15

Impact des transactions importantes au titre du CSPP sur les écarts de taux

(en points de base)

— Z-spread moyen à la clôture de la journée



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Note : Le graphique se fonde sur les 58 transactions les plus importantes réalisées au titre du CSPP sur le marché secondaire, aucune autre transaction au titre du CSPP n'ayant eu lieu les 5 jours précédents ou suivants et les informations concernant les prix étant disponibles pour tous les jours.

L'évolution du volume moyen des transactions au titre du CSPP suggère également que les conditions de la liquidité sont demeurées adéquates

(cf. graphique 16). Si les conditions de la liquidité s'étaient dégradées depuis le début du CSPP, l'Eurosystème aurait très certainement été obligé de s'adapter en recourant à un nombre nettement plus élevé de transactions de plus faibles montants. L'analyse du volume moyen du total des transactions réalisées au titre du CSPP sur le marché secondaire ne montre qu'une légère diminution après plus d'un an de mise en œuvre du CSPP. Toutefois, l'Eurosystème s'est adapté aux conditions de marché, réduisant ainsi occasionnellement le volume moyen de ses transactions, en particulier à chaque fois que la liquidité était faible en raison des tendances saisonnières (par exemple en décembre).

Graphique 16

Volume moyen des transactions réalisées sur le marché secondaire au titre du CSPP

(indice : juin 2016 = 100 ; données mensuelles)

— Taille moyenne des transactions



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à janvier 2018.

La part d'obligations récemment émises achetées par l'Eurosystème en proportion de ses avoirs totaux est supérieure au poids de ces obligations sur le marché, ce qui limite les effets potentiellement négatifs qui pourraient s'exercer sur les conditions de la liquidité. Le fonctionnement du CSPP s'inscrit dans un cadre de gestion des risques et de politique monétaire global qui garantit une diversification adéquate entre les émetteurs, les secteurs et les pays.

Néanmoins, les avoirs au titre de chaque obligation peuvent varier par rapport au poids de celle-ci dans le total des titres éligibles au CSPP, ce qui permet au CSPP de s'adapter aux différentes conditions de liquidité des instruments éligibles. Par exemple, certaines obligations, en particulier les plus anciennes, moins liquides, sont moins disponibles sur le marché secondaire⁷⁴ et l'Eurosystème a tendance à recevoir davantage d'offres d'obligations plus récentes et plus liquides.

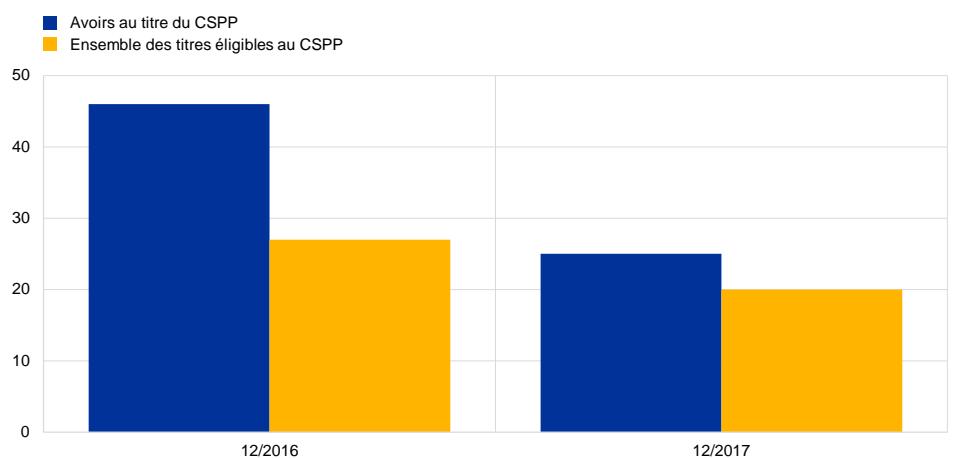
Le graphique 17 montre que la proportion d'obligations émises récemment (il y a moins d'un an) au sein des avoirs détenus par l'Eurosystème au titre du CSPP est plus élevée que pour une référence fondée sur la capitalisation boursière. Il montre également que cet écart a diminué en 2017 par rapport à 2016. Cela n'est pas surprenant puisque, à mesure que les obligations plus anciennes et moins liquides arrivent à échéance, ces écarts se réduisent progressivement et la composition des avoirs au titre du CSPP converge vers celle de la référence fondée sur la capitalisation boursière.

⁷⁴ Les titres les plus récemment émis (*on the run*) sont généralement considérés comme plus liquides sur le marché secondaire. Avec le temps, la liquidité d'un titre diminue généralement. Un titre plus ancien, moins liquide, est moins fréquemment négocié (*off the run*).

Graphique 17

Part des obligations récemment émises dans les avoirs au titre du CSPP et dans les titres éligibles au CSPP

(en pourcentages)



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : Les barres bleues indiquent la part des obligations éligibles au CSPP émises au cours de l'année dernière dans le total des avoirs détenus au titre du CSPP par l'Eurosystème. Les barres jaunes indiquent la part des obligations éligibles au CSPP émises au cours de l'année dernière dans le total des titres éligibles au CSPP.

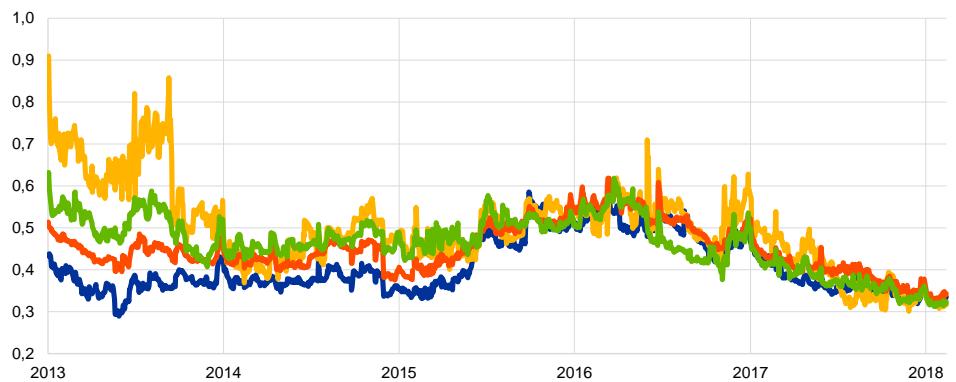
Enfin, les écarts entre cours acheteur et cours vendeur se sont nettement resserrés depuis le début du CSPP, ce qui suggère que le programme a soutenu les conditions de liquidité. Un marché liquide se caractérise habituellement par une faiblesse des écarts entre cours acheteur et cours vendeur, c'est-à-dire une différence modérée entre ce qu'un acheteur est disposé à payer et ce qu'un vendeur est disposé à accepter en échange d'un actif. S'agissant des obligations des SNF bien notées, les écarts entre cours acheteur et vendeur se sont creusés dans plusieurs pays en 2015 (cf. graphique 18) mais, depuis l'annonce du CSPP en mars 2016, ces écarts ont affiché une tendance claire au resserrement et s'établissent actuellement à des niveaux historiquement bas. Cela peut être considéré comme un effet globalement positif de la présence régulière du CSPP sur les marchés du crédit.

Graphique 18

Écarts entre les cours acheteur et vendeur des obligations des SNF bien notées pour une sélection de pays de la zone euro

(en points de pourcentage)

- Allemagne
- Espagne
- France
- Italie



Sources : iBoxx et calculs de la BCE.

Notes : Les indices par pays sont calculés comme la moyenne pondérée de l'écart entre les cours acheteur et vendeur en pourcentage du prix moyen des titres individuels. Les dernières observations se rapportent au 13 février 2018.

4 Conclusions

Depuis l'annonce du CSPP le 10 mars 2016, les conditions de financement des SNF de la zone euro se sont nettement améliorées. S'agissant des obligations d'entreprises, les écarts de taux se sont resserrés et les émissions ont augmenté. Un vaste éventail d'études analytiques attribue une large part de ces évolutions directement aux effets du programme. Indirectement, le CSPP a également eu des effets positifs sur l'environnement financier plus large des entreprises dans la zone euro. Les conditions financières en-dehors des marchés des obligations d'entreprises se sont améliorées et des éléments montrent que le CSPP a dégagé, dans les bilans des banques, une capacité à prêter aux entreprises qui ne sont pas éligibles dans le cadre du programme. De fait, bien que le programme ait contribué à un passage d'un financement bancaire à un financement obligataire pour les SNF éligibles, il ne s'est pas traduit par un recul des prêts accordés par les banques au secteur des SNF dans son ensemble.

Il est rassurant de constater que les éléments indiquant l'existence d'effets secondaires négatifs sur le financement des entreprises et le fonctionnement des marchés résultant du CSPP sont plutôt rares. En particulier, la mise en œuvre harmonieuse du programme, soutenue par la flexibilité du rythme des acquisitions de l'Eurosystème et son adaptabilité à la dynamique du marché primaire, a préservé le fonctionnement et les conditions de liquidité du marché des obligations d'entreprises. Globalement, ces résultats confirment l'évaluation d'une mise en œuvre réussie du programme, dans des conditions de marché changeantes, et qui n'a pas occasionné de distorsions sur le marché.

3

Le partage des risques dans la zone euro

Jacopo Cimadomo, Sebastian Hauptmeier, Alessandra Anna Palazzo et Alexander Popov

Le présent article étudie le concept de partage des risques, qui désigne généralement la notion selon laquelle les agents économiques, tels que les ménages et les entreprises, tentent d'assurer leurs flux de consommation contre les fluctuations du cycle d'activité de leur pays, en essayant de « lisser » les variations de leur consommation résultant de chocs économiques. L'article détermine ensuite quelle proportion d'un choc économique affectant la zone euro est susceptible d'être absorbée ou « lissée » et compare ce résultat avec la situation aux États-Unis. Bien que la comparaison du niveau de partage des risques entre la zone euro et les États-Unis doive être vue dans le contexte d'architectures différentes sur les plans institutionnel et politique, elle donne néanmoins un éclairage économique qui peut être intéressant. L'article montre que, dans la zone euro, 80 % environ d'un choc sur la croissance du PIB d'un pays donné n'ont pas été absorbés sur la période 1999-2016, entraînant ainsi des différences considérables en termes de croissance de la consommation entre les pays ; en revanche, aux États-Unis, seulement 40 % au maximum d'un choc sur le PIB spécifique à un État n'ont pas été absorbés sur la même période. L'article évalue également l'importance relative des principaux canaux de partage des risques, à savoir le canal du crédit, le canal des marchés de capitaux et le canal budgétaire, ainsi que le rôle des institutions européennes. Il montre que le partage des risques s'effectue essentiellement, dans la zone euro, par le canal des marchés de capitaux, c'est-à-dire par les détentions transfrontières d'actifs financiers. Enfin, l'article place les résultats empiriques dans la perspective du débat en cours sur le renforcement de l'architecture institutionnelle de l'Union économique et monétaire (UEM). Il appelle les pays de la zone euro à réduire la vulnérabilité de leurs économies, de leurs secteurs bancaires et de leurs finances publiques aux chocs macroéconomiques. L'article explique comment des marchés financiers efficients et intégrés constituent un préalable essentiel à l'efficacité du partage privé des risques dans la zone euro. Il montre également comment la zone euro tirerait profit d'un mécanisme central de stabilisation budgétaire afin de soutenir les stabilisateurs économiques nationaux lors de chocs économiques importants, rendant ainsi l'UEM plus résiliente.

1 Introduction

L'expérience de la Grande récession dans la zone euro a déclenché un débat toujours actuel sur les moyens d'améliorer la résilience de l'union monétaire aux chocs économiques. Ce débat revêt deux dimensions : une dimension spécifique aux pays, qui traite des réformes domestiques visant à renforcer la capacité d'absorption des chocs de chaque pays, notamment *via* des réformes structurelles et la création d'une marge d'ajustement budgétaire, et une dimension à l'échelle de la zone euro. S'agissant de cette dernière, la résilience de la zone euro dans son ensemble pourrait être renforcée par un partage des risques plus efficace entre les pays.

Le concept de partage international des risques fait généralement référence à l'idée selon laquelle les pays, ou les agents économiques tels que les ménages et les entreprises, « partagent les risques » pour s'assurer contre les événements défavorables affectant leurs économies. Ils peuvent, par exemple, investir dans d'autres économies qui ne sont pas affectées par ces événements et en recevoir des revenus. La littérature économique suggère que des variations inattendues du revenu et de la consommation (souvent désignées sous le terme de « chocs ») sont préjudiciables au bien-être économique. Les ménages, les entreprises et le secteur public peuvent donc trouver des avantages à s'assurer contre ces chocs *via* des mécanismes « privés » et « publics » fonctionnant au niveau inter-juridictionnel, c'est-à-dire entre les États ou les régions dans une fédération (comme les États-Unis ou l'Allemagne), ou au niveau international, c'est-à-dire entre différents pays (par exemple dans la zone euro). Les mécanismes privés opèrent à travers deux canaux principaux. Le premier, le « canal de l'épargne » (également désigné comme le « canal du crédit ») fonctionne *via* l'épargne/l'emprunt transfrontières : le secteur public, les ménages et les entreprises peuvent emprunter sur le plan international (ou inter-juridictionnel) afin de maintenir les niveaux de consommation ou d'investissement face à des chocs négatifs. En effet, l'offre de crédit à une économie est en principe moins affectée par des chocs spécifiques au pays lorsque des banques internationales sont présentes dans cette économie. Le deuxième canal est le « canal des marchés de capitaux », qui fonctionne *via* des portefeuilles d'investissements privés diversifiés au niveau international/inter-juridictionnel. Ces portefeuilles peuvent générer des flux de revenus indépendants des fluctuations de l'économie intérieure, tant que celle-ci et les autres économies ne sont pas étroitement imbriquées et ne connaissent donc pas des cycles d'activité similaires. Un troisième canal « public » s'appuie sur les transferts budgétaires entre régions. Ce canal est généralement bien développé dans les fédérations matures, où les transferts provenant du gouvernement fédéral contribuent à lisser l'impact des chocs au niveau des États ou des régions.

Les données empiriques suggèrent que le niveau de partage des risques entre les pays de la zone euro est inférieur à ce que l'on peut observer pour les régions faisant partie de fédérations, notamment entre les États des États-Unis. Trois conclusions essentielles se dégagent de la littérature empirique. Premièrement, aux États-Unis, 60 à 80 % environ des chocs spécifiques aux États sont absorbés *via* les canaux de partage des risques mentionnés précédemment, tandis que le chiffre correspondant pour les pays de la zone euro n'a en général pas dépassé 20 % depuis le début de l'UEM⁷⁵. Deuxièmement, le partage des risques aux États-Unis s'effectue essentiellement *via* les canaux privés, le canal des marchés de capitaux expliquant la plus grande part du lissage global des chocs entre les États. Troisièmement, aux États-Unis, les transferts budgétaires du budget fédéral

⁷⁵ Cf. , par exemple, « *Quarterly Report on the Euro Area Volume 15, No 1 (2016)* », *Institutional Papers*, n° 024, Commission européenne, 2016, et Alcidi (C.), D'Imperio (P.) et Thirion (G.), « *Risk-sharing and Consumption-smoothing Patterns in the US and the Euro Area: A comprehensive comparison* », CEPS Working Document, n° 2017/04, mai 2017. Les résultats de la zone euro peuvent présenter un niveau plus important d'absorption des chocs lorsque seule la consommation privée est examinée, comme le montrent Cimadomo (J.), Furtuna (O.) et Giuliodori (M.), « *Private and public risk sharing in the euro area* », *Working Paper Series*, BCE, à paraître.

contribuent de façon significative à l'absorption des chocs spécifiques aux États (10-15 %), tandis que l'architecture institutionnelle de la zone euro ne dispose pas d'un mécanisme central de stabilisation macroéconomique, de sorte que le lissage *via* ce canal est négligeable dans cette zone.

L'amélioration de la capacité d'absorption des chocs de la zone euro constitue l'un des thèmes principaux du « rapport des cinq présidents ». Publié en juin 2015, ce rapport, préparé par le président de la Commission européenne, en étroite coopération avec le président du sommet de la zone euro, le président de l'Eurogroupe, le président de la BCE et le président du Parlement européen, visait à donner une feuille de route en vue d'approfondir l'architecture institutionnelle de l'UEM dans différents domaines⁷⁶. Il souligne que, « Pour qu'il soit en permanence plus avantageux pour toutes les économies de se situer à l'intérieur de la zone euro, elles doivent aussi pouvoir absorber ensemble l'impact des chocs économiques par un partage des risques au sein de l'UEM ». Cependant, cela exigerait « la convergence significative et durable vers des économies affichant une résilience similaire » afin d'éviter des transferts permanents et de ne pas dissuader les pays d'élaborer des politiques nationales saines.

Le présent article fournit de nouvelles estimations des contributions relatives des canaux de l'épargne, des marchés de capitaux et du budget au partage des risques liés à la consommation, dans la zone euro et aux États-Unis. L'analyse empirique est basée sur un échantillon allant de 1999 à 2016. Pour la zone euro, elle étudie le rôle des institutions européennes et de l'assistance officielle dans le partage des risques et établit le lien avec le débat en cours sur l'approfondissement de l'UEM. L'article s'inspire des précédents travaux de la BCE portant sur les indicateurs de partage des risques dans la zone euro, régulièrement inclus depuis 2016 dans le rapport annuel sur l'intégration financière en Europe (« *Financial Integration in Europe* »).

2 Le concept de partage des risques

2.1 Synchronisation de la consommation et de la production dans la zone euro par rapport aux États-Unis

La littérature économique décrit la notion de partage des risques comme l'idée selon laquelle les agents économiques assurent leurs flux de consommation contre des fluctuations du cycle d'activité spécifiques à chaque pays⁷⁷. Elle précise également que le fait d'assurer les flux de consommation entraîne une amélioration du bien-être⁷⁸. La consommation peut être lissée *via* des canaux intertemporels, tels que l'épargne privée, les programmes d'aide sociale et les transferts

⁷⁶ Cf. Juncker (J.-C.), Tusk (D.), Dijsselbloem (J.), Draghi (M.) et Schulz (M.), « [Compléter l'Union économique et monétaire européenne](#) », Commission européenne, juin 2015.

⁷⁷ Tandis que la littérature fait référence au partage des risques à la fois pour la consommation et le revenu, le présent article s'attache essentiellement à la première.

⁷⁸ Cf., par exemple, Canova (F.) et Ravn (M.), « *International consumption risk-sharing* », *International Economic Review*, vol. 37, n° 3, 1996, p. 573-601.

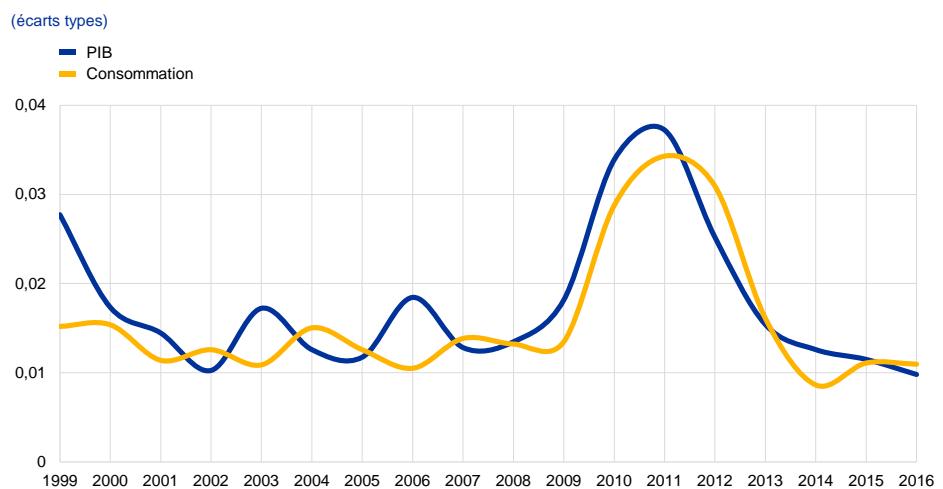
intergénérationnels (c'est-à-dire la dette publique). Par exemple, les gouvernements peuvent augmenter les transferts vers les ménages lors des périodes de conjoncture défavorable et financer ces transferts par la dette publique, qui devra être remboursée par les générations futures. Cependant, les flux de consommation peuvent également être assurés *via* le partage des risques par des canaux internationaux, par exemple des transferts entre pays qui contribuent à amortir les chocs spécifiques aux pays. Le récent débat dans la zone euro s'est développé autour de la dimension internationale du partage des risques, par exemple dans le contexte de la discussion relative à l'approfondissement de l'union bancaire et de l'union des marchés de capitaux et de l'introduction d'une capacité budgétaire pour la zone euro. Le présent article s'intéresse également au partage international des risques⁷⁹.

Les analyses du partage international des risques se fondent généralement sur la relation entre croissance de la consommation et croissance de la production dans l'économie totale, en éliminant les chocs économiques mondiaux et d'autres facteurs. Dans la mesure où la croissance de la consommation n'est pas corrélée avec la croissance de la production, ce procédé indiquerait un partage des risques efficace. De façon empirique, la corrélation entre la croissance de la consommation et celle de la production dans les pays de la zone euro est en fait généralement éloignée de zéro ; par exemple, sur la période 1999-2016, elle se situe autour de 0,40 pour le Portugal et autour de -0,30 pour la Finlande. Dans un système parfait de partage des risques, la consommation serait complètement déconnectée des fluctuations de la production, c'est-à-dire que le coefficient de corrélation serait égal à zéro pour tous les pays. Il est intéressant de noter que, dans la zone euro, les dispersions entre pays de la croissance de la production et de celle de la consommation ont été largement comparables sur la période de l'UEM (cf. graphique 1), tandis qu'aux États-Unis, la dispersion entre les États de la croissance de la production a été sensiblement plus importante que celle de la croissance de la consommation (cf. graphique 2), indiquant ainsi la présence d'effets de lissage *via* des transferts fédéraux ou *via* les canaux du crédit et des marchés de capitaux. Ces données initiales semblent suggérer que le partage des risques fonctionne plus efficacement aux États-Unis que dans la zone euro.

⁷⁹ Un aspect important de cette discussion a trait au rôle des marchés financiers : si les marchés sont « complets », les agents économiques peuvent s'assurer contre tous les types de risques susceptibles de se concrétiser. Par exemple, les entreprises peuvent souscrire des contrats d'assurance qui les protègent contre des chocs négatifs inattendus, comme un fléchissement de la demande de leurs produits, par exemple. Dans cet environnement hypothétique, la croissance de la consommation dans un pays n'est pas affectée par des chocs idiosyncratiques mais seulement par des chocs mondiaux, c'est-à-dire qui ne sont pas assurables. Cependant, si, de façon plus réaliste, les marchés sont incomplets, c'est-à-dire que les agents économiques ne disposent pas d'une offre complète de contrats d'assurance couvrant tous les risques possibles, il peut être nécessaire de renforcer l'assurance relative à la consommation en ayant recours aux institutions (en utilisant, par exemple, les mécanismes de transfert ou de prêt qui fonctionnent entre les pays comme des mécanismes d'assurance). Farhi (E.) et Werning (I.), « *Fiscal Unions* », *American Economic Review*, vol. 107, n° 12, 2017, p. 3788-3834, soulignent que, même en cas de marchés complets, le partage public des risques peut être bénéfique parce que les agents n'utilisent pas pleinement les effets stabilisateurs positifs fournis *via* les institutions publiques.

Graphique 1

Dispersion de la production et de la consommation privée dans la zone euro

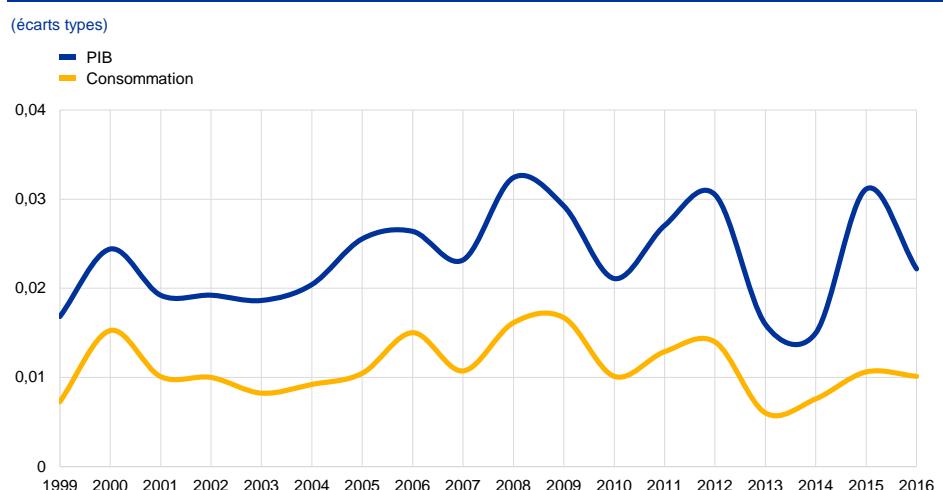


Sources : Commission européenne (base de données AMECO) et calculs de la BCE.

Notes : Dispersion entre les pays, mesurée en écarts types, de la consommation réelle par tête et du PIB en volume par habitant dans un échantillon de onze pays de la zone euro.

Graphique 2

Dispersion de la production et de la consommation privée aux États-Unis



Sources : Federal Reserve Bank of St. Louis (base de données FRED), US Bureau of Economic Analysis et calculs de la BCE.

Notes : Dispersion entre les pays, mesurée en écarts types, de la consommation réelle par tête et du PIB en volume par habitant dans l'échantillon des cinquante États américains.

2.2 La littérature relative au partage international des risques

La littérature empirique relative au partage des risques se fonde sur des analyses plus sophistiquées que celles présentées ci-dessus, mais s'est néanmoins concentrée sur la relation entre consommation et production. Elle a notamment examiné l'ampleur du partage des risques à la fois dans les unions monétaires ayant une politique budgétaire commune (États-Unis, Allemagne) et dans les unions monétaires sans politique budgétaire commune (zone euro). Les pays de la

première catégorie présentent généralement un niveau élevé de partage global des risques, caractérisé par une large contribution des marchés du secteur privé⁸⁰.

2.2.1 Les unions monétaires ayant une politique budgétaire commune

Dans leur étude fondamentale sur les États-Unis, Asdrubali, Sorensen et Yosha ont suggéré que 75 % des chocs sur le PIB par habitant des différents États ont été absorbés au cours de la période 1963-1990⁸¹. Ce résultat implique que seul un quart environ des chocs de revenu spécifiques aux États n'a pas été absorbé. 13 % des chocs de revenu ont été absorbés par le système fédéral de transfert fiscal et de subventions. À cet égard, il convient de noter que plusieurs États américains ont adopté une règle d'équilibre budgétaire, ce qui limite le rôle des politiques budgétaires contracycliques au niveau de l'État. S'agissant des autres canaux, 39 % des chocs ont été absorbés par l'assurance ou par la propriété croisée d'actifs, et 23 % par l'emprunt ou le prêt. Autrement dit, aux États-Unis, 62 % des chocs spécifiques aux États sont absorbés par les transactions de marché, ce qui représente près de cinq fois la contribution du gouvernement fédéral au lissage du revenu. Par ailleurs, certaines études ont montré que le partage des risques aux États-Unis a augmenté au fil du temps, ce qui pourrait s'expliquer en partie par la déréglementation bancaire⁸². Les études portant sur d'autres unions monétaires caractérisées par un gouvernement fédéral important, comme le Canada, parviennent à des résultats comparables à ceux des États-Unis s'agissant des canaux pour le lissage de la consommation et de l'ampleur globale des chocs absorbés par rapport aux chocs non absorbés⁸³.

Les études portant sur les pays européens sont plus rares et indiquent généralement un partage des risques plus important dans les pays dont les régions sont plus intégrées sur les plans budgétaire et financier. Quelques auteurs ont analysé le cas allemand. Hepp et von Hagen⁸⁴, par exemple, concluent à un niveau très élevé de partage des risques entre les régions allemandes. Cette analyse montre notamment que, dans l'Allemagne de la pré-réunification, 91 % des chocs sur le produit brut par habitant des Länder étaient absorbés (et donc seulement 9 % ne l'étaient pas), la plus grande part (54 %) par le système fédéral de transfert fiscal et de subventions, 20 % par les marchés de capitaux et 17 % par les marchés du crédit. Après la réunification, la composante non absorbée du partage des risques s'est élevée

⁸⁰ Pour une étude antérieure de la littérature relative au partage macro des risques, cf. *Special Feature A* de « *Financial Integration in Europe* », BCE, 2016.

⁸¹ Asdrubali (P.), Sorensen (B.) et Yosha (O.), « *Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963-1990* », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 111, n° 4, 1996, p. 1081-1110.

⁸² Athanasoulis (S.) et van Wincoop (E.), « *Risk sharing within the United States: What do financial markets and fiscal federalism accomplish?* », *Review of Economics and Statistics*, vol. 83(4), p. 688-698 ; Demyanyk (Y.), Ostergaard (C.) et Sorensen (B.), « *U.S. Banking Deregulation, Small Businesses, and Interstate Insurance of Personal Income* », *Journal of Finance*, vol. 62, n° 6, 2007, p. 2763-2801.

⁸³ Cf., par exemple, Crucini (M.J.), « *On International and National Dimensions of Risk Sharing* », *Review of Economics and Statistics*, vol. 81, n° 1, 1999, p. 73-84.

⁸⁴ Hepp (R.) et von Hagen (J.), « *Interstate risk sharing in Germany: 1970-2006* », *Oxford Economic Papers*, vol. 65, n° 1, 2013, p. 1-24.

à 20 %. Dans le même temps, la contribution des canaux privés au partage des risques a augmenté, passant à 69 %, la plus grande partie (51 %) étant absorbée par les marchés de capitaux. Ce résultat indique un large potentiel pour un partage des risques réalisé via la détention transfrontière d'actifs productifs dans le contexte de régions ayant un degré suffisamment hétérogène de développement économique.

2.2.2 Le partage des risques entre les pays de la zone euro

Il est naturel de supposer que les niveaux de partage des risques seront plus faibles entre les pays d'Europe qu'au sein de fédérations matures. C'était, à l'évidence, le cas au cours des années qui ont précédé l'introduction de l'euro, avec des marchés financiers relativement peu développés, des marchés du travail rigides, une faible mobilité de la main-d'œuvre et l'absence d'un système fédéral d'impôts et de transferts comparable, par exemple, à celui des États-Unis. Selon certaines études, seulement 40 % au plus des chocs sur le PIB spécifiques aux pays étaient absorbés au cours de la période précédant l'UEM⁸⁵. Au début de l'UEM, on croyait généralement que la création de la monnaie unique suffirait à améliorer le lissage du revenu et de la consommation. Une monnaie commune devrait en principe réduire les coûts des transactions et de la collecte d'informations et donc entraîner une augmentation de la détention transfrontière d'actifs financiers. La suppression du risque de change pourrait stimuler davantage les investissements directs étrangers, et une intégration accrue des marchés obligataires impliquerait des marchés plus profonds et plus liquides pour les opérations d'emprunt et de prêt. Il semblait aller de soi que la hausse de la détention d'actions étrangères pouvait accroître le partage international des risques⁸⁶, de la même façon que l'intégration des marchés bancaires⁸⁷. On pensait également que l'euro amélioreraient le partage des risques en encourageant l'intégration des marchés de capitaux entre les États membres de l'UE⁸⁸.

Les résultats empiriques de la littérature portant sur les périodes précédent et suivant l'UEM sont mitigés⁸⁹. Les premières données sur les modèles de partage des risques entre les pays européens avant l'UEM sont fournies par Sorensen et Yosha. Ils concluent que 40 % seulement des chocs sur le PIB étaient absorbés, la moitié par l'épargne publique et l'autre moitié par l'épargne privée. À la suite de l'introduction de l'euro, certaines études ont indiqué que le partage des risques entre

⁸⁵ Sorensen (B.) et Yosha (O.), « *International risk sharing and European monetary unification* », *Journal of International Economics*, vol. 45, n° 2, 1998, p. 211-238 ; Afonso (A.) et Furceri (D.), « *EMU enlargement, stabilization costs and insurance mechanisms* », *Journal of International Money and Finance*, vol. 27, n° 2, 2008, p. 169-187.

⁸⁶ Sorensen (B.), Wu (Y.-T.), Yosha (O.) et Zhu (Y.), « *Home bias and international risk sharing: Twin puzzles separated at birth* », *Journal of International Money and Finance*, vol. 26, n° 4, 2007, p. 587-605.

⁸⁷ Demyanyk (Y.), Ostergaard (C.) et Sorensen (B.), *op. cit.*

⁸⁸ Sorensen (B.) et Yosha (O.), « *International risk sharing and European monetary unification* », *op. cit.*

⁸⁹ Pour une analyse de la littérature sur le partage des risques dans l'UEM, cf. Ioannou (D.) et Schäfer (D.), « *Risk sharing in EMU: key insights from a literature review* », *SUERF Policy Note*, n° 21, SUERF, novembre 2017.

les États membres de l'UE a initialement atteint des niveaux plus élevés que lors de la période précédente⁹⁰, même si le montant des chocs absorbés demeurait plus faible en Europe que dans d'autres régions. Cependant, certaines études ont suggéré que le partage des risques avait en fait diminué après l'introduction de l'euro. Par exemple, en analysant un échantillon de 25 pays européens, Afonso et Furceri concluent que 43 % seulement des chocs sur le PIB étaient absorbés avant le début de l'UEM, presque entièrement par l'épargne privée et publique. Ils montrent également que cette part a diminué après l'introduction de l'euro, revenant à 37 %, ce qui laisse penser que les membres de la zone euro n'ont pas bénéficié d'un partage supplémentaire des risques. Par ailleurs, Furceri et Zdzienicka⁹¹, utilisant un panel non cylindré de quinze pays de la zone euro, montrent que le montant des chocs non absorbés lors des périodes de récession est beaucoup plus important qu'en période normale, et cela est particulièrement vrai pour les récessions sévères, persistantes et non anticipées. Ce résultat s'explique en grande partie par l'absence de lissage de la consommation fourni par l'épargne privée via le canal du crédit. En général, la littérature montre que les niveaux de partage des risques sont restés sensiblement plus faibles dans la zone euro depuis l'introduction de l'euro qu'à l'intérieur des régions d'une fédération comme les États-Unis. Enfin, certaines études ont suggéré que le partage des risques s'est peut-être affaibli dans les pays qui subissent des tensions budgétaires et sont soumis à des programmes d'ajustement, parce que l'épargne publique a augmenté au moment où le PIB s'effondrait⁹². Dans le même temps, Cimadomo *et al.*⁹³ ont récemment montré, sur la base d'un échantillon restreint de onze pays de la zone euro et en s'attachant uniquement à la consommation privée, que l'activation de l'assistance financière par le biais du Fonds européen de stabilité financière (FESF) et du mécanisme européen de stabilité (MES) a amélioré le partage des risques dans la zone euro (cf. encadré 2).

Encadré 1

Estimation de la contribution des outils financiers et budgétaires au partage des risques : la méthodologie

Alexander Popov

Asdrubali, Sorensen et Yosha, et Asdrubali et Kim, proposent une méthodologie pour mesurer la contribution des transactions financières et budgétaires transfrontières au partage des risques⁹⁴. Dans leur dispositif, le partage des risques est défini comme un découplage de la croissance de la

⁹⁰ Kalemli-Ozcan (S.), Sorensen (B.) et Yosha (O.), « *Asymmetric shocks and risk sharing in a monetary union: updated evidence and policy implications for Europe* », dans Huizinga (H.) et Jonung (L.) (eds.), « *The Internationalization of Asset Ownership in Europe* », Cambridge University Press : New York, 2005.

⁹¹ Furceri (D.) et Zdzienicka (A.), « *The Euro Area Crisis: Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism?* », *Open Economies Review*, vol. 26, n° 4, septembre 2015, p. 683-710.

⁹² Kalemli-Ozcan (S.), Luttini (E.) et Sorensen (B.), « *Debt crises and risk sharing: the role of markets versus sovereigns* », *NBER Working Paper*, n° 19914, National Bureau of Economic Research, février 2014.

⁹³ Cimadomo (J.), Furtuna (O.) et Giuliodori (M.), « *Private and public risk sharing in the euro area* », *Working Paper Series*, BCE, à paraître.

⁹⁴ Asdrubali (P.), Sorensen (B.) et Yosha (O.), *op. cit.* ; Asdrubali (P.) et Kim (S.), « *Dynamic risk sharing in the United States and Europe* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 51, n° 4, 2004, p. 809-836.

consommation agrégée de celle de la production agrégée. La méthodologie repose sur une décomposition de la croissance du produit intérieur brut par habitant dans un pays i à l'instant t , PIBit , comme suit⁹⁵ :

$$\text{PIBit} = (\text{PIBit} - \text{PNBit}) + (\text{PNBit} - \text{RDBit}) + (\text{RDBit} - \text{Cit}) + \text{Cit}$$

Le premier terme, $\text{PIBit} - \text{PNBit}$, dénommé « canal des marchés de capitaux », rend compte de la différence entre le produit national brut par habitant et le produit intérieur brut par habitant. Il comprend, par exemple, les revenus des actifs financiers détenus à l'étranger et les revenus du travail des emplois à l'étranger. Le deuxième canal, $\text{PNBit} - \text{RDBit}$, dénommé « canal budgétaire », représente la différence entre le produit national brut par habitant et le revenu disponible brut par habitant. Il recouvre principalement les transferts transfrontières entre administrations publiques (par exemple les fonds structurels de l'UE) ou, aux États-Unis, les transferts fédéraux. Il inclut également les transferts entre personnes physiques (c'est-à-dire les transferts de fonds des travailleurs migrants), même s'ils sont usuellement de moindre ampleur (par conséquent, dans la littérature, on parle généralement de canal « budgétaire »). Le troisième canal, $\text{RDBit} - \text{Cit}$, dénommé « canal du crédit », rend compte de la différence entre le revenu disponible brut par habitant et la consommation par habitant. Il recouvre, par exemple, les emprunts contractés à l'étranger par des particuliers et des administrations publiques, que ce soit sur les marchés du crédit ou via des mécanismes d'assurance supranationaux comme le MES⁹⁶. Les deux premiers canaux rendent compte du partage des risques *ex ante*, dans la mesure où ils se rapportent à des dispositifs financiers conclus avant que la croissance du PIB par habitant ne soit réalisée. Le dernier canal rend compte du partage des risques *ex post*, dans la mesure où il se rapporte à des dispositifs financiers conclus après que le choc sur le PIB par habitant ait eu lieu.

Depuis 2016, un indicateur reposant sur cette décomposition a été intégré régulièrement au rapport de la BCE sur l'intégration financière en Europe (« *Report on Financial integration in Europe* »). L'analyse qui y est présentée comporte un quatrième canal dit « canal des prix » et calculé par différence entre l'IPC et le déflateur du PIB. L'idée sur laquelle repose ce canal est que même en l'absence de partage des risques via les canaux des marchés de capitaux, du budget ou du crédit, les agents économiques peuvent partager les risques via des effets de valorisation de la production en termes de consommation.

3 Estimation du partage des risques dans la zone euro et aux États-Unis

Les profils de partage des risques entre, d'une part, les différents pays de la zone euro et, d'autre part, les différents États des États-Unis sont très différents. Les graphiques 3 et 4 représentent des estimations du canal des marchés de capitaux, du canal budgétaire et du canal du crédit pour la zone euro et les États-Unis,

⁹⁵ Comme dans Asdrubali (P.), Sorensen (B.) et Yosha (O.), *op. cit.*, toutes les variables sont exprimées en différences logarithmiques.

⁹⁶ Le canal du crédit n'est pas affecté par le lissage inter-temporel, dans la mesure où cet effet est exercé par les emprunts ou les prêts conclus entre secteurs de l'économie (par exemple entre le secteur privé et les administrations publiques), tandis que dans la décomposition proposée, le revenu disponible brut (RDB) et la consommation (C) se rapportent à l'ensemble de l'économie.

fondées sur la méthodologie présentée dans l'encadré 1, pour la période comprise entre 1997 et 2016⁹⁷. Les estimations sont réalisées sur des fenêtres de dix ans ; ainsi, la barre relative à 2007 décrit la contribution moyenne cumulée sur dix ans du canal des marchés de capitaux, du canal budgétaire et du canal du crédit au cours de la période 1998-2007. Pour des raisons de comparabilité avec d'autres études, l'analyse empirique est fondée sur les douze premiers pays ayant adopté l'euro⁹⁸.

La première différence a trait à l'ampleur globale des chocs absorbés par les canaux du partage des risques dans les deux régions. Tandis que dans la zone euro, 80 % environ d'un choc sur la croissance du PIB d'un pays donné restent généralement non lissés, aux États-Unis ce sont seulement 40 % au plus d'un choc sur le PIB d'un État donné qui ne sont pas absorbés. Deuxièmement, tandis qu'aux États-Unis le canal du crédit représente 20 % du partage des risques au cours de la période d'échantillon, dans la zone euro sa contribution est négative, quoique faible⁹⁹. Une contribution négative au partage des risques via le canal du crédit dans la zone euro implique de contracter des emprunts à l'étranger en période de conjoncture économique favorable et de les rembourser en période de conjoncture défavorable, ce qui renforce la volatilité de la consommation de façon procyclique¹⁰⁰. Au vu de ces conclusions, l'achèvement de l'union bancaire apparaît comme un préalable essentiel à une contribution positive du canal du crédit au partage des risques, ainsi que le souligne l'exemple des États-Unis. Troisièmement, dans la zone euro, le canal budgétaire contribue à absorber au maximum 5 % d'un choc spécifique à un pays, contre près de 10 % aux États-Unis. Enfin, aux États-Unis, le canal des marchés de capitaux contribue à absorber de 30 % à 35 % d'un choc spécifique à un État, ce qui représente plus de la moitié du partage global des risques. Dans la zone euro également, ce canal explique la majeure partie du partage observé des risques transfrontières. Toutefois, à l'exception de la période 1998-2009, sa contribution est inférieure à celle constatée aux États-Unis, s'élevant en moyenne à quelque 20 %.

En conclusion, les résultats pour les États-Unis sont tout à fait cohérents avec les études antérieures, montrant une contribution importante des canaux financiers privés au partage des risques¹⁰¹. Globalement, de 60 % à 80 % d'un choc sur la

⁹⁷ La définition de plusieurs variables des fichiers relatifs à la zone euro et aux États-Unis est légèrement différente dans certains cas. Alcidi, D'Imperio et Thirion, *op. cit.*, corrigent les données de la zone euro pour les rendre totalement comparables avec celles des États-Unis et montrent que les différences de résultats entre données corrigées et données brutes sont négligeables.

⁹⁸ L'Irlande est exclue de l'analyse en raison de l'ampleur inhabituelle des révisions apportées en juillet 2016 à certaines des principales statistiques macroéconomiques du pays pour 2015. Ces révisions ont affecté le PIB en volume, plusieurs de ses composantes et des données de balance des paiements ; certaines d'entre elles pourraient être intégrées à l'indicateur présenté dans ce graphique mais elles n'indiqueraient pas de modifications dans le partage des risques. Cf. l'encadré intitulé « Le casse-tête de la mesure de l'activité économique irlandaise », *Perspectives de l'économie mondiale*, Fonds monétaire international, avril 2017, p. 45-47, qui présente également le calendrier de résolution des problèmes de mesure à l'avenir.

⁹⁹ D'autres études centrées sur la zone euro – et une comparaison des périodes d'avant et d'après-crise – concluent également que le degré de partage des risques n'était pas très sévèrement restreint dans le second sous-échantillon (cf., par exemple, Milano (V.), « *Risk sharing in the euro zone: the role of European institutions* », *CeLEG Working Paper*, n° 01/17, LUISS University, mars 2017).

¹⁰⁰ À propos de la procyclicité des prêts transfrontières, cf. également Albertazzi (U.) et Bottino (M.), « *Foreign Bank Lending: Evidence from the Global Financial Crisis* », *Journal of International Economics*, vol. 92, supplément 1, 2014, p. S22-S35.

¹⁰¹ Cf., par exemple, Asdrubali (P.), Sorensen (B.) et Yosha (O.), *op. cit.*

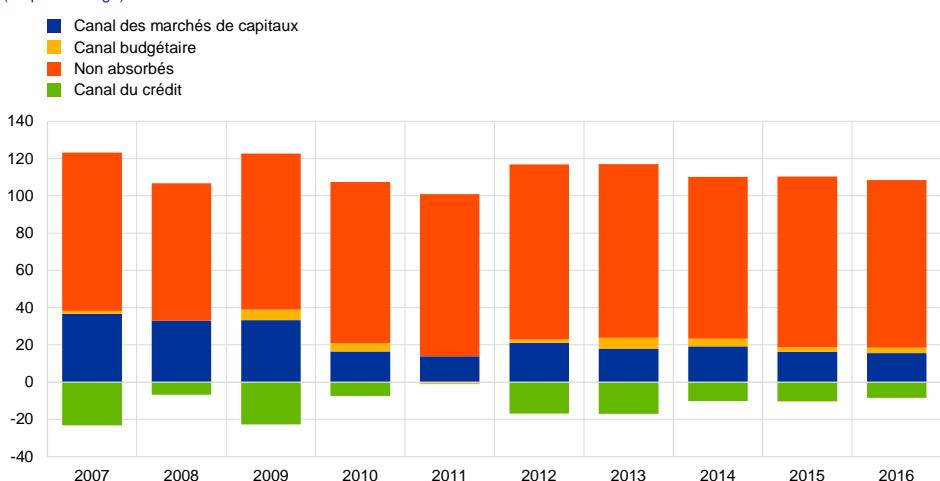
production d'un État donné sont absorbés *via* les canaux privés et publics, dont plus de 50 % par les marchés financiers, et le reste par les transactions budgétaires.

Dans la zone euro, 80 % environ d'un choc spécifique à un pays restent non absorbés, les marchés de capitaux contribuant à lisser de 20 % à 40 % d'un choc, la contribution du canal budgétaire étant négligeable et les marchés du crédit réduisant généralement le lissage des chocs sur le PIB. Dans le même temps, comme souligné dans l'encadré 2, les institutions européennes semblent avoir apporté une contribution positive au partage des risques ces dernières années.

Graphique 3

Partage des risques liés à la consommation dans la zone euro et ses canaux

(en pourcentage)



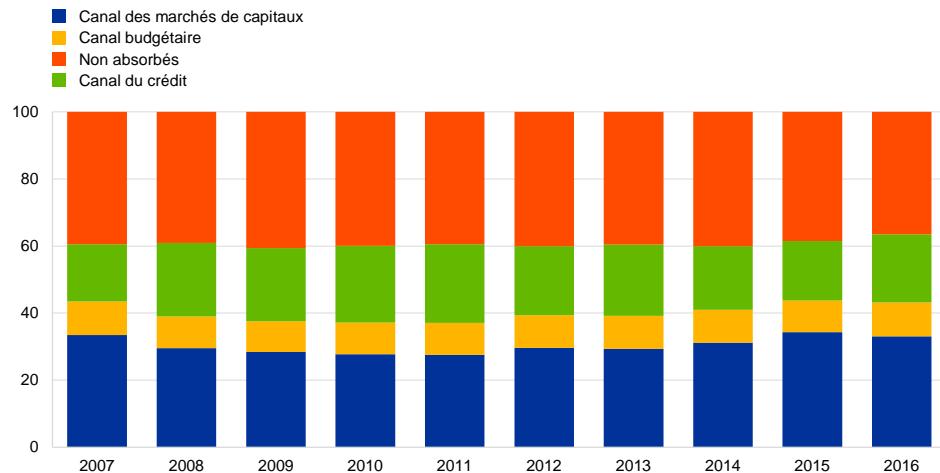
Source : Calculs de la BCE.

Notes : Les contributions des canaux sont calculées à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif (VAR) dont les paramètres sont estimés sur une fenêtre glissante sur dix ans de données annuelles. Les barres représentent la proportion d'un choc d'un écart type sur la croissance du PIB qui est absorbée par chacun des canaux de partage des risques. Les parts sont calculées en fonction de l'incidence cumulée du choc sur les variables qui rendent compte de chaque canal de partage des risques sur un horizon de dix ans. La variation annuelle des parts reflète les modifications des paramètres du modèle réestimé. La fraction restante représente la part du choc sur la croissance du PIB en volume d'un pays donné qui reste non lissée et se reflète totalement dans la croissance de la consommation spécifique du pays. Les barres individuelles peuvent être inférieures à 0 % et supérieures à 100 % si un (ou plusieurs) des canaux concernés exerce(nt) un effet contraire au lissage sur la croissance de la consommation dans un pays donné. La somme des parts de chaque barre est égale à 100 %.

Graphique 4

Partage des risques liés à la consommation aux États-Unis et ses canaux

(en pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.
Note : Cf. graphique 3.

Encadré 2

Le rôle des institutions européennes et des dispositifs officiels d'assistance financière dans le partage des risques

Jacopo Cimadomo

Cet encadré illustre le rôle joué par les institutions de l'UE et l'assistance du FESF/MES¹⁰² dans l'amélioration du partage des risques dans la zone euro. La littérature met généralement l'accent sur les canaux privés du partage des risques (*via* les marchés des capitaux et du crédit), mais des études récentes ont montré que le partage des risques peut être soutenu par des canaux publics à l'échelle de l'UEM. En effet, un volume important de prêts ont été consentis par les institutions européennes, comme la Commission européenne, le FESF et le MES, aux pays plus vulnérables. Les transferts provenant de l'Union européenne prennent généralement la forme de fonds structurels de l'UE, bien que ces fonds ne soient pas conçus à des fins de stabilisation mais plutôt pour soutenir la convergence économique. Des prêts du FESF/MES ont été octroyés à des pays de la zone euro dans le contexte de programmes publics, dans le but de recapitaliser les banques et de soutenir les besoins de financement des pays qui avaient perdu l'accès aux marchés du crédit. Les prêts du FESF/MES peuvent être considérés comme un instrument de partage des risques *ex post*, assurant, au moins indirectement, un certain degré d'absorption des chocs dans les pays de la zone euro. Par exemple, l'assistance financière octroyée *via* les prêts FESF/MES pourrait avoir aidé les gouvernements des pays bénéficiaires à maintenir un certain niveau de dépenses publiques. Elle pourrait avoir contribué au financement des salaires et des retraites du secteur public qui, faute de cette assistance, auraient été encore plus sévèrement réduits (par exemple en cas de défaut souverain). Cela pourrait avoir participé au soutien de la consommation privée (et publique).

¹⁰² Cf. l'article intitulé « [Le Mécanisme européen de stabilité](#) », *Bulletin mensuel*, BCE, juillet 2011.

Deux études récentes ont examiné ce canal : Milano¹⁰³ et Cimadomo *et al.*¹⁰⁴. Ces deux études mettent l'accent sur le rôle joué par les institutions européennes dans l'amélioration du partage des risques dans la zone euro, en particulier durant la crise récente. En s'appuyant sur des méthodologies différentes, elles concluent également que les institutions ont un effet positif sur le partage des risques liés à la consommation dans la zone euro. En particulier, Cimadomo *et al.*, sur la base d'un échantillon de onze pays de la zone euro couvrant la période 2000-2015, montrent que le degré d'absorption des chocs spécifiques à un pays a augmenté de quelque 17 points de pourcentage à partir de l'activation du FESF en 2010, suivie par celle du MES en 2012¹⁰⁵. Milano, à partir d'un échantillon similaire de pays de la zone euro, constate des effets encore plus importants.

Il convient de noter que les prêts accordés par le FESF/le MES relèvent du canal du crédit. Dans l'analyse empirique représentée dans le graphique 3, ce canal apporte une contribution négative au partage des risques dans la zone euro, mais il couvre à la fois les prêts transfrontières accordés par des entités du secteur privé et les prêts officiels octroyés par des institutions supranationales. Milano montre que les entités privées apportent une contribution négative au canal du crédit tandis que les institutions supranationales apportent une contribution positive.

4 Conclusions

Un consensus s'est dégagé de l'expérience de la Grande récession sur le besoin de réformes de l'architecture institutionnelle de la zone euro afin d'améliorer sa capacité à faire face à des chocs économiques de grande ampleur. Dans ce contexte, la publication du rapport des cinq présidents intitulé « Compléter l'Union économique et monétaire européenne » a suscité un débat toujours en cours dans les cercles politiques et universitaires sur les moyens d'améliorer la résilience économique de l'UEM. Ce débat a été influencé par les conclusions de la littérature empirique qui identifie et quantifie les canaux de partage des risques au sein d'États fédéraux et de la zone euro. La littérature constate généralement un degré de partage des risques plus limité dans la zone euro qu'aux États-Unis. Elle remarque également que l'absorption des chocs plus forte aux États-Unis découle principalement d'un partage privé des risques plus efficace *via* les marchés du crédit et des capitaux. Le partage budgétaire des risques joue également un rôle plus important aux États-Unis, compte tenu de l'architecture institutionnelle et politique différente de ce pays, et notamment de la taille du budget fédéral.

Dans ce contexte, des mesures institutionnelles importantes en vue d'une véritable Union économique et monétaire en Europe ont déjà été prises ces dernières années. Premièrement, le Mécanisme européen de stabilité a été créé en 2012 pour fournir une assistance financière conditionnelle aux pays solvables de la zone euro

¹⁰³ Milano (V.), *op. cit.*

¹⁰⁴ Cimadomo (J.), Furtuna (O.) et Giuliodori (M.), *op. cit.*

¹⁰⁵ Cela indique qu'après un choc de 1 % sur le PIB d'un pays donné, 0,17 point de pourcentage en moyenne est lissé par le biais de l'aide publique *via* des prêts FESF/MES dans l'échantillon étudié de onze pays de la zone euro.

connaissant des difficultés financières. Deuxièmement, l'Union bancaire européenne a été lancée en 2014, en s'appuyant sur le Mécanisme de surveillance unique et le Mécanisme de résolution unique. Elle assure une application homogène des règles bancaires de l'UE, réduisant ainsi, dans le secteur bancaire, les risques liés, par exemple, à l'exposition des systèmes bancaires nationaux aux emprunteurs souverains.

Pour l'avenir, il est nécessaire de poursuivre les réformes selon trois axes principaux : premièrement, les pays de la zone euro doivent améliorer leur capacité interne à faire face aux chocs macroéconomiques, notamment en réduisant efficacement les vulnérabilités de leurs économies, de leurs secteurs bancaires et de leurs finances publiques. La résilience économique doit être améliorée par des réformes structurelles soutenant la croissance potentielle et accroissant la flexibilité du marché. Dans ce contexte, le rapport des cinq présidents préconise une « convergence significative et durable vers des économies qui affichent une résilience comparable » dans la zone euro, afin que le partage des risques repose sur le principe de l'assurance et non pas sur des transferts permanents. Dans le même temps, les pays de la zone euro devraient mettre à profit l'environnement économique actuellement favorable pour constituer une marge d'ajustement budgétaire et réduire les ratios de dette conformément aux exigences du cadre du Pacte de stabilité et de croissance. Ce sera important pour résister aux futurs chocs économiques.

Deuxièmement, des marchés financiers efficients et intégrés constituent un préalable essentiel à l'efficacité du partage privé des risques dans la zone euro. Dans ce contexte, une véritable union des marchés de capitaux pourrait apporter une contribution significative à la diversification et à la réduction des risques. Un plan d'action adopté par la Commission européenne en 2015 dresse une liste de mesures clés destinées à garantir une plus grande diversification des sources de financement des sociétés et à réaliser un véritable marché unique des capitaux en Europe. Lors de l'examen à mi-parcours du plan en juin 2017, la Commission a relevé des progrès concernant, notamment, le développement des marchés du capital-risque et du marché de la titrisation, ainsi qu'une amélioration de l'accès des entreprises aux marchés publics. Dans le même temps, de nouvelles priorités ont été annoncées, par exemple pour renforcer l'efficacité de la surveillance en vue d'accélérer l'intégration du marché, pour exploiter le potentiel des technologies financières, ou FinTechs, et pour mieux utiliser les marchés de capitaux afin de renforcer le crédit bancaire et la stabilité du secteur bancaire.

L'achèvement de l'union bancaire réduira les risques pour les contribuables et brisera le lien qui subsiste entre banques et emprunteurs souverains. Un système européen de garantie des dépôts est essentiel pour un secteur bancaire véritablement intégré et une monnaie unique. Un filet de sécurité commun pour le Fonds de résolution unique – qui pourrait être fourni par le MES ainsi que proposé par exemple par la communication¹⁰⁶ de décembre 2017 de la Commission

¹⁰⁶ Cf. « [De nouvelles étapes en vue de l'achèvement de l'union économique et monétaire européenne : feuille de route](#) », communication de la Commission européenne au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil et à la Banque centrale européenne, 6 décembre 2017.

europeenne sur l'approfondissement de l'UEM – renforcerait encore l'union bancaire. Un système européen de garantie des dépôts associé à un filet de sécurité commun et crédible renforcera la confiance des déposants dans l'ensemble de l'union bancaire, notamment en offrant une protection même en cas de chocs importants sur le secteur bancaire (ou une partie de celui-ci) dans un pays donné¹⁰⁷. Briser le lien banques-emprunteur souverain nécessitera également des mesures pour réduire le biais national dans les portefeuilles souverains des banques. Plusieurs propositions ont été présentées dans ce contexte, allant de pénalités réglementaires sur les expositions concentrées à la dette souveraine à une réforme plus générale du traitement réglementaire des expositions à la dette souveraine¹⁰⁸. Le rapport du groupe de travail de haut niveau sur les actifs sûrs mandaté par le Conseil européen du risque systémique suggère que la création d'un actif peu risqué à l'échelle de la zone euro permettrait d'affaiblir le lien banque-emprunteur souverain¹⁰⁹. Toutes ces propositions doivent être évaluées attentivement, notamment en fonction de leur incidence sur la stabilité financière dans la zone euro.

Troisièmement, la zone euro tirerait avantage d'un mécanisme central de stabilisation budgétaire capable de soutenir les stabilisateurs économiques nationaux en présence de chocs économiques importants et d'accroître ainsi la résilience de l'UEM. Il existe de nombreuses façons de mettre en œuvre une capacité budgétaire de la zone euro, par exemple un régime d'assurance chômage ou un budget d'investissement de la zone euro. Chacune de ces options présente ses propres avantages et difficultés techniques et politiques. Il sera cependant essentiel de maximiser les effets positifs pour le fonctionnement de l'UEM tout en maintenant des incitations en faveur de l'élaboration de politiques budgétaires saines et en remédiant aux faiblesses structurelles au niveau national. L'objectif ne doit pas être d'opérer activement un réglage fin des cycles économiques nationaux ni d'égaliser les recettes. Cela est conforme aux principes conceptuels décrits dans le rapport des cinq présidents, qui énonce que la capacité budgétaire ne devrait pas entraîner de transferts permanents dans une direction.

Enfin, les progrès sur la voie d'une union budgétaire et d'une union financière plus solide dans la zone euro devraient se renforcer mutuellement. Des marchés de capitaux plus efficents, par exemple, réduiraient la nécessité de stabilisation via d'autres canaux, comme les politiques budgétaire et monétaire. Dans le même temps, l'union budgétaire et des institutions communes de l'UE plus solides renforceraient les activités financières transfrontières.

¹⁰⁷ Cf. « *Financial Integration in Europe* », BCE, 2016.

¹⁰⁸ Cf. « *ESRB report on the regulatory treatment of sovereign exposures* », Conseil européen du risque systémique, mars 2015.

¹⁰⁹ Cf. le volume 1 du groupe de travail de haut niveau sur les actifs sûrs, « *Sovereign bond-backed securities: a feasibility study* », Conseil européen du risque systémique, janvier 2018.

Statistiques

Table des matières

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

Informations complémentaires

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

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

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

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

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

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

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

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

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

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

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

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

Conventions utilisées dans les tableaux

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

1 Environnement extérieur

1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

	PIB ¹⁾ (variations en pourcentage d'une période sur l'autre)						IPC (variations annuelles en pourcentage)						
	G20	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Pays de l'OCDE		États-Unis	Royaume-Uni (IPCH)	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro ²⁾ (IPCH)
							Total	Hors produits alimentaires et énergie					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	3,5	2,9	2,3	1,4	6,9	2,1	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,2	1,5	1,9	0,9	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,8	2,3	1,8	1,7	6,9	2,4	2,3	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2017 T1	0,9	0,3	0,3	0,5	1,4	0,6	2,4	1,9	2,5	2,1	0,3	1,4	1,8
T2	1,0	0,8	0,2	0,6	1,9	0,7	2,1	1,8	1,9	2,7	0,4	1,4	1,5
T3	1,0	0,8	0,5	0,6	1,8	0,7	2,2	1,8	2,0	2,8	0,6	1,6	1,4
T4	1,0	0,6	0,4	0,4	1,6	0,7	2,3	1,9	2,1	3,0	0,6	1,8	1,4
2017 Octobre	—	—	—	—	—	—	2,2	1,9	2,0	3,0	0,2	1,9	1,4
Novembre	—	—	—	—	—	—	2,4	1,9	2,2	3,1	0,6	1,7	1,5
Décembre	—	—	—	—	—	—	2,3	1,9	2,1	3,0	1,0	1,8	1,4
2018 Janvier	—	—	—	—	—	—	2,2	1,8	2,1	3,0	1,4	1,5	1,3
Février	—	—	—	—	—	—	2,2	1,9	2,2	2,7	1,5	2,9	1,1
Mars	—	—	—	—	—	—	—	—	2,4	2,5	1,1	2,1	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
2015	53,1	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,1	3,6	-0,4
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	52,0	50,2	1,0	1,1	1,0
2017	53,3	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,9	53,8	52,8	5,3	3,2	6,7
2017 T2	53,1	53,6	54,8	53,0	51,3	56,6	52,4	53,3	51,6	0,3	1,6	-0,6
T3	53,3	54,9	54,1	51,8	51,9	56,0	52,7	53,5	51,9	1,4	1,1	1,6
T4	53,4	54,6	55,2	52,6	51,9	57,2	53,5	53,4	52,1	1,5	1,6	1,4
2018 T1	53,6	54,6	53,5	52,1	53,0	57,0	53,8	53,5	52,2	.	.	.
2017 Novembre	53,2	54,5	54,9	52,2	51,6	57,5	53,7	53,1	52,2	1,4	0,9	1,7
Décembre	53,4	54,1	54,8	52,2	53,0	58,1	54,2	53,1	52,5	1,5	1,6	1,4
2018 Janvier	53,5	53,8	53,4	52,8	53,7	58,8	54,5	53,2	53,2	3,0	2,6	3,2
Février	54,3	55,8	54,5	52,2	53,3	57,1	53,8	54,5	52,4	2,9	2,5	3,2
Mars	52,8	54,2	52,5	51,3	51,8	55,2	53,1	52,8	51,2	.	.	.
Avril	.	54,8	.			55,2				.	.	.

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

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

2) Hors zone euro.

2 Évolutions financières

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; valeurs moyennes sur la période)

	Zone euro ¹⁾					États-Unis		Japon	
	Dépôts à vue (Eonia)	Dépôts à 1 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Euribor)	Dépôts à 6 mois (Euribor)	Dépôts à 12 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Libor)	Dépôts à 3 mois (Libor)		
	1	2	3	4	5	6	7		
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09		
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02		
2017	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02		
2017	Septembre	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,17	1,32	-0,03	
	Octobre	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,18	1,36	-0,04	
	Novembre	-0,35	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,43	-0,03	
	Décembre	-0,34	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,60	-0,02	
2018	Janvier	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,73	-0,03	
	Février	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,87	-0,06	
	Mars	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,17	-0,05	

Source: BCE.

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

2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux			Taux à terme instantanés				
	Zone euro ^{1), 2)}					Zone euro ^{1), 2)}		États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro ^{1), 2)}			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98	
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35	
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	
2017	Septembre	-0,76	-0,75	-0,70	-0,26	0,52	1,27	1,04	0,98	-0,73	-0,54	0,65	1,68
	Octobre	-0,79	-0,79	-0,74	-0,32	0,44	1,23	0,95	0,87	-0,78	-0,60	0,55	1,61
	Novembre	-0,78	-0,76	-0,70	-0,28	0,44	1,20	0,79	0,88	-0,73	-0,52	0,56	1,52
	Décembre	-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	Janvier	-0,63	-0,64	-0,52	0,05	0,71	1,35	0,81	1,07	-0,59	-0,21	0,96	1,60
	Février	-0,66	-0,68	-0,57	0,01	0,71	1,39	0,80	0,81	-0,64	-0,26	0,96	1,65
	Mars	-0,67	-0,70	-0,61	-0,10	0,55	1,25	0,65	0,61	-0,67	-0,35	0,75	1,47

Source: BCE.

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

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

2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon		
	Référence		Principaux secteurs													
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Standard & Poor's 500	Nikkei 225		
2015	356,2	3 444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2 061,1	19 203,8		
2016	321,6	3 003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2 094,7	16 920,5		
2017	376,9	3 491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2 449,1	20 209,0		
2017 Sept.	380,7	3 507,1	750,1	261,2	701,2	298,1	185,9	615,8	480,3	288,2	331,8	883,8	2 492,8	19 924,4		
Oct.	391,7	3 614,7	791,0	267,8	724,9	306,3	190,2	636,2	501,1	290,1	330,9	895,9	2 557,0	21 267,5		
Nov.	391,7	3 601,4	802,3	269,2	727,7	315,4	188,3	640,6	508,6	294,8	317,3	854,9	2 593,6	22 525,1		
Déc.	389,7	3 564,7	796,2	274,9	719,0	313,5	189,1	641,2	491,3	291,3	316,1	839,7	2 664,3	22 769,9		
2018 Janv.	398,4	3 612,2	822,3	276,1	731,7	323,4	196,3	661,2	504,6	284,9	312,6	848,1	2 789,8	23 712,2		
Fév.	380,6	3 426,7	783,7	264,7	703,6	306,9	190,1	629,7	488,3	263,2	291,3	792,0	2 705,2	21 991,7		
Mars	375,9	3 374,3	769,1	258,0	699,7	308,0	183,6	622,9	498,9	268,9	292,0	775,6	2 702,8	21 395,5		

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)

	À vue	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	
		Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :		Par période de fixation initiale du taux	TAEG ³⁾		Par période de fixation initiale du taux		Taux variable et période ≤ 1 an	Taux variable et période ≤ 5 ans	> 1 an et ≤ 10 ans		> 5 ans et > 10 ans					
			≤ 2 ans	> 2 ans				Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2017	Mars	0,06	0,47	0,40	0,74	6,38	16,70	4,99	5,62	6,08	2,41	1,74	1,88	1,85	1,81	2,25	1,85		
	Avril	0,06	0,47	0,39	0,73	6,33	16,70	4,83	5,58	5,96	2,39	1,73	1,89	1,91	1,85	2,26	1,87		
	Mai	0,06	0,46	0,39	0,81	6,31	16,70	5,09	5,78	6,22	2,46	1,73	1,90	1,90	1,87	2,23	1,87		
	Juin	0,05	0,46	0,38	0,77	6,30	16,82	4,68	5,74	6,19	2,43	1,69	1,89	1,91	1,89	2,22	1,87		
	Juillet	0,05	0,45	0,38	0,76	6,26	16,81	4,95	5,84	6,28	2,38	1,75	1,91	1,90	1,90	2,22	1,88		
	Août	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	5,33	5,89	6,34	2,38	1,75	2,00	1,92	1,94	2,21	1,91		
	Septembre	0,05	0,45	0,35	0,74	6,26	16,80	5,07	5,71	6,21	2,37	1,70	1,93	1,96	1,96	2,20	1,89		
	Octobre	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	4,92	5,68	6,15	2,43	1,68	1,91	1,93	1,96	2,18	1,88		
	Novembre	0,05	0,45	0,33	0,75	6,21	16,80	4,73	5,69	6,14	2,38	1,67	1,92	1,95	1,94	2,17	1,87		
	Décembre	0,05	0,44	0,33	0,73	6,09	16,84	4,47	5,39	5,80	2,31	1,69	1,86	1,92	1,87	2,15	1,83		
2018	Janvier	0,04	0,44	0,35	0,69	6,16	16,90	5,02	5,83	6,28	2,30	1,67	1,87	1,92	1,90	2,14	1,84		
	Février ^(p)	0,04	0,44	0,34	0,69	6,19	16,85	4,70	5,70	6,18	2,37	1,64	1,88	1,93	1,91	2,14	1,84		

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAEG).

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

	À vue	Dépôts			Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur composite du coût d'emprunt		
		D'une durée :				≤ 250 000 euros	Taux variable et période ≤ 3 mois	Taux variable et période ≤ 1 an	> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros					
			≤ 2 ans	> 2 ans		5	6	7	8	9	10	11	12	13			
		1	2	3	4											14	
2017	Mars	0,06	0,08	0,58	2,58	2,51	2,79	2,36	1,76	1,79	1,72	1,30	1,63	1,57	1,82		
	Avril	0,05	0,10	0,40	2,55	2,54	2,68	2,35	1,79	1,78	1,71	1,34	1,50	1,64	1,81		
	Mai	0,05	0,10	0,43	2,51	2,49	2,77	2,38	1,76	1,73	1,72	1,20	1,47	1,63	1,76		
	Juin	0,05	0,06	0,43	2,50	2,46	2,68	2,34	1,74	1,71	1,67	1,27	1,42	1,55	1,76		
	Juillet	0,05	0,11	0,35	2,45	2,45	2,76	2,36	1,74	1,75	1,72	1,23	1,33	1,66	1,74		
	Août	0,04	0,10	0,36	2,43	2,49	2,71	2,41	1,74	1,78	1,78	1,24	1,44	1,58	1,75		
	Septembre	0,04	0,07	0,44	2,42	2,44	2,73	2,39	1,71	1,68	1,73	1,19	1,46	1,58	1,73		
	Octobre	0,04	0,11	0,40	2,39	2,39	2,69	2,36	1,70	1,66	1,70	1,23	1,35	1,60	1,73		
	Novembre	0,04	0,08	0,30	2,36	2,43	2,60	2,35	1,70	1,61	1,69	1,23	1,32	1,56	1,72		
	Décembre	0,04	0,06	0,32	2,35	2,40	2,45	2,29	1,70	1,66	1,66	1,34	1,27	1,52	1,71		
2018	Janvier	0,04	0,05	0,39	2,35	2,39	2,51	2,33	1,65	1,61	1,73	1,12	1,38	1,60	1,68		
	Février ^(p)	0,04	0,09	0,42	2,37	2,37	2,48	2,33	1,66	1,62	1,74	1,17	1,35	1,63	1,71		

Source : BCE.

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

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

2 Évolutions financières

2.6 Titres de créance émis par les résidents de la zone euro par secteur émetteur et par durée initiale (montants en milliards d'euros ; transactions durant le mois et encours de fin de période ; valeurs nominales)

	Encours							Émissions brutes ¹⁾							
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Court terme															
2015	1 269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34	
2016	1 241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33	
2017	1 239	519	154	.	70	438	57	368	167	54	.	37	79	31	
2017	Septembre	1 316	531	162	.	81	478	65	372	163	61	.	37	82	29
	Octobre	1 290	528	159	.	84	457	62	384	175	57	.	41	74	36
	Novembre	1 281	527	153	.	81	460	61	354	159	48	.	34	87	25
	Décembre	1 239	519	154	.	70	438	57	304	139	50	.	30	55	29
2018	Janvier	1 269	533	151	.	77	447	61	399	195	37	.	41	91	36
	Février	1 277	539	149	.	80	444	65	347	170	35	.	34	78	30
Long terme															
2015	15 249	3 786	3 287	.	1 057	6 481	637	217	68	46	.	13	81	9	
2016	15 398	3 695	3 234	.	1 186	6 643	641	220	62	53	.	18	79	8	
2017	15 349	3 560	3 137	.	1 190	6 819	642	249	66	75	.	17	84	7	
2017	Septembre	15 361	3 567	3 178	.	1 177	6 804	634	224	56	56	.	17	90	5
	Octobre	15 341	3 579	3 163	.	1 183	6 777	640	249	76	57	.	21	85	10
	Novembre	15 373	3 594	3 129	.	1 187	6 819	643	229	55	64	.	23	79	8
	Décembre	15 349	3 560	3 137	.	1 190	6 819	642	213	46	92	.	14	54	6
2018	Janvier	15 366	3 569	3 147	.	1 173	6 841	636	302	99	75	.	14	109	5
	Février	15 396	3 566	3 165	.	1 171	6 864	629	214	56	51	.	12	88	7

Source: BCE.

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

2.7 Taux de croissance et encours de titres de créance et d'actions cotées (montants en milliards d'euros ; variations en pourcentage)

	Titres de créance							Actions cotées						
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM		Sociétés non financières		
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
Encours														
2015	16 517,8	4 303,1	3 434,4	.	1 118,7	6 959,2	702,4	6 814,3	584,3	985,2	5 244,9			
2016	16 639,6	4 212,9	3 369,9	.	1 245,1	7 108,1	703,5	7 089,5	537,6	1 097,8	5 454,1			
2017	16 588,1	4 079,3	3 291,8	.	1 259,8	7 257,3	699,8	7 959,0	613,6	1 266,1	6 079,3			
2017	Septembre	16 676,6	4 097,8	3 339,5	.	1 257,7	7 282,0	699,6	7 932,9	657,7	1 232,6	6 042,6		
	Octobre	16 631,0	4 106,6	3 322,0	.	1 266,3	7 233,8	702,3	8 164,0	649,6	1 297,1	6 217,3		
	Novembre	16 654,2	4 120,6	3 282,3	.	1 268,1	7 279,8	703,5	8 005,6	638,4	1 252,4	6 114,8		
	Décembre	16 588,1	4 079,3	3 291,8	.	1 259,8	7 257,3	699,8	7 959,0	613,6	1 266,1	6 079,3		
2018	Janvier	16 634,8	4 102,0	3 298,1	.	1 249,9	7 287,7	697,1	8 208,1	666,7	1 336,1	6 205,3		
	Février	16 672,4	4 105,3	3 314,8	.	1 251,5	7 307,4	693,4	7 924,4	639,8	1 295,7	5 988,9		
Taux de croissance														
2015	0,3	-7,0	5,7	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,2	1,6	0,6			
2016	0,3	-3,0	-1,7	.	7,7	2,1	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4			
2017	1,3	-0,5	0,1	.	6,3	2,1	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3			
2017	Septembre	1,4	-1,5	1,3	.	7,7	2,3	-0,4	0,9	6,1	2,0	0,2		
	Octobre	1,0	-1,0	-0,6	.	7,4	1,9	-0,4	0,9	6,0	2,8	0,1		
	Novembre	1,1	-0,7	-0,2	.	6,6	1,8	0,4	1,0	6,1	2,8	0,1		
	Décembre	1,3	-0,5	0,1	.	6,3	2,1	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3		
2018	Janvier	1,2	-0,4	0,2	.	5,9	1,9	0,5	1,1	5,8	2,7	0,3		
	Février	1,3	-1,0	1,2	.	5,6	2,2	-0,8	0,9	3,1	2,8	0,4		

Source: BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM ²⁾)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2015	91,7	87,6	88,6	82,8	80,9	88,4	105,7	86,9
2016	94,4	89,5	90,8	84,9	80,1	89,4	109,7	89,2
2017	96,6	91,4	92,0	85,9	79,9	90,1	112,0	90,5
2017 T2	95,3	90,3	91,0	84,8	78,8	89,0	110,1	89,0
T3	98,6	93,2	93,8	87,7	80,7	91,7	114,5	92,3
T4	98,6	93,1	93,6	87,5	80,5	91,5	115,0	92,5
2018 T1	99,6	93,9	94,8	-	-	-	117,0	93,8
2017 Octobre	98,6	93,1	93,6	-	-	-	114,8	92,4
Novembre	98,5	93,0	93,4	-	-	-	115,0	92,4
Décembre	98,8	93,3	93,7	-	-	-	115,3	92,6
2018 Janvier	99,4	93,9	94,4	-	-	-	116,1	93,2
Février	99,6	93,9	94,8	-	-	-	117,3	94,0
Mars	99,7	94,0	95,1	-	-	-	117,7	94,2
variation en pourcentage par rapport au mois précédent								
2018 Mars	0,1	0,1	0,3	-	-	-	0,4	0,2
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente								
2018 Mars	6,1	5,4	6,0	-	-	-	8,4	7,2

Source: BCE.

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

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

2.9 Taux de change bilatéraux

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

	Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
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
2017 T2	7,560	7,430	26,535	7,438	309,764	122,584	4,215	0,861	4,5532	9,692	1,084	1,102
T3	7,834	7,426	26,085	7,438	306,418	130,349	4,258	0,898	4,5822	9,557	1,131	1,175
T4	7,789	7,533	25,650	7,443	311,597	132,897	4,232	0,887	4,6189	9,793	1,162	1,177
2018 T1	7,815	7,438	25,402	7,447	311,027	133,166	4,179	0,883	4,6553	9,971	1,165	1,229
2017 Octobre	7,789	7,509	25,766	7,443	309,951	132,763	4,263	0,891	4,5895	9,614	1,155	1,176
Novembre	7,772	7,551	25,538	7,442	311,891	132,392	4,227	0,888	4,6347	9,848	1,164	1,174
Décembre	7,807	7,539	25,645	7,443	313,163	133,638	4,203	0,883	4,6348	9,937	1,169	1,184
2018 Janvier	7,840	7,436	25,452	7,445	309,269	135,255	4,163	0,883	4,6491	9,820	1,172	1,220
Février	7,807	7,440	25,320	7,446	311,735	133,293	4,165	0,884	4,6559	9,938	1,154	1,235
Mars	7,798	7,438	25,429	7,449	312,194	130,858	4,209	0,883	4,6613	10,161	1,168	1,234
variation en pourcentage par rapport au mois précédent												
2018 Mars	-0,1	0,0	0,4	0,0	0,1	-1,8	1,1	-0,1	0,1	2,2	1,2	-0,1
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente												
2018 Mars	5,8	0,2	-5,9	0,2	0,8	8,4	-1,8	2,0	2,5	6,6	9,1	15,5

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)													
2017	T1	25 245,3	25 690,0	-444,7	11 172,4	9 021,1	8 225,5	10 715,6	-60,7	5 181,5	5 953,3	726,6	14 231,8
	T2	24 718,0	25 150,8	-432,8	10 918,3	8 790,0	8 148,6	10 598,6	-46,0	5 014,4	5 762,3	682,7	13 852,5
	T3	24 554,9	24 904,9	-350,0	10 603,8	8 508,0	8 314,0	10 609,1	-57,2	5 019,4	5 787,9	674,8	13 740,7
	T4	24 648,1	24 798,0	-149,8	10 561,0	8 510,7	8 499,4	10 594,2	-51,2	4 969,3	5 693,0	669,7	13 514,5
encours en pourcentage du PIB													
2017	T4	220,7	222,0	-1,3	94,6	76,2	76,1	94,9	-0,5	44,5	51,0	6,0	121,0
Flux													
2017	T1	627,8	581,4	46,4	181,8	191,9	175,8	78,7	23,5	249,1	310,8	-2,3	-
	T2	214,7	137,8	76,9	32,4	15,5	172,0	150,5	-0,5	12,3	-28,2	-1,4	-
	T3	69,9	-56,9	126,9	-153,1	-146,3	188,2	53,8	-10,3	44,6	35,6	0,5	-
	T4	147,0	-32,0	179,0	74,4	23,6	102,3	27,0	6,0	-37,5	-82,6	1,9	-
2017	Septembre	54,0	-25,4	79,3	14,0	4,5	67,2	28,9	-1,9	-31,8	-58,8	6,4	-
	Octobre	230,0	182,2	47,8	74,5	42,3	30,5	-23,3	0,3	127,4	163,1	-2,7	-
	Novembre	87,4	45,0	42,4	12,7	7,6	62,1	53,6	2,6	3,9	-16,2	6,2	-
	Décembre	-170,3	-259,1	88,8	-12,8	-26,4	9,7	-3,3	3,1	-168,7	-229,5	-1,6	-
2018	Janvier	311,8	296,9	14,9	37,4	11,2	87,9	66,7	0,6	183,6	219,0	2,3	-
	Février	92,5	77,9	14,6	29,8	25,0	26,5	-15,8	0,0	36,2	68,7	-0,1	-
flux cumulés sur 12 mois													
2018	Février	894,5	445,2	449,2	76,9	-23,7	620,5	323,3	4,7	188,5	145,7	3,8	-
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2018	Février	8,0	4,0	4,0	0,7	-0,2	5,6	2,9	0,0	1,7	1,3	0,0	-

Source: BCE.

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

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	PIB											
		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⁾		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		12
Prix courants (montants en milliards d'euros)													
2015	10 515,8	10 031,0	5 753,8	2 169,4	2 078,4	1 016,6	638,1	418,0	29,4	484,9	4 846,9	4 362,0	
2016	10 790,1	10 312,1	5 891,4	2 220,1	2 190,5	1 052,3	674,9	457,8	10,0	478,0	4 938,2	4 460,2	
2017	11 168,6	10 664,0	6 073,7	2 273,9	2 287,0	1 113,4	712,7	455,4	29,5	504,6	5 286,3	4 781,7	
2017 T1	2 748,6	2 631,7	1 504,6	562,7	560,1	273,1	172,2	113,4	4,3	116,9	1 297,5	1 180,6	
T2	2 782,0	2 663,7	1 515,3	566,3	573,0	277,4	176,1	118,2	9,1	118,3	1 309,0	1 190,7	
T3	2 810,3	2 678,1	1 522,5	570,5	573,5	279,7	179,9	112,5	11,6	132,2	1 326,6	1 194,4	
T4	2 835,1	2 695,9	1 532,5	574,6	583,1	284,0	184,4	113,3	5,7	139,2	1 363,1	1 224,0	
en pourcentage du PIB													
2017	100,0	95,5	54,4	20,4	20,5	10,0	6,4	4,1	0,3	4,5	—	—	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)													
variations trimestrielles en pourcentage													
2017 T1	0,6	0,1	0,5	0,2	0,1	1,5	0,9	-4,2	—	—	1,4	0,3	
T2	0,7	1,0	0,5	0,4	2,0	1,1	2,1	4,2	—	—	1,2	1,8	
T3	0,7	0,2	0,3	0,4	-0,3	0,2	2,0	-5,1	—	—	1,7	0,7	
T4	0,7	0,3	0,2	0,3	1,2	0,7	2,3	0,3	—	—	2,2	1,6	
variations annuelles en pourcentage													
2015	2,1	2,0	1,8	1,3	3,3	0,5	5,4	7,2	—	—	6,4	6,7	
2016	1,8	2,3	2,0	1,8	4,6	2,5	5,6	8,4	—	—	3,4	4,8	
2017	2,4	1,9	1,7	1,2	2,9	3,3	5,2	-1,2	—	—	5,1	4,3	
2017 T1	2,1	1,9	1,7	1,0	4,1	3,2	3,6	6,9	—	—	4,8	4,7	
T2	2,4	2,3	1,9	1,1	3,5	4,0	4,4	1,0	—	—	4,5	4,5	
T3	2,7	2,0	1,9	1,4	2,5	3,5	6,2	-4,9	—	—	5,8	4,5	
T4	2,8	1,6	1,5	1,4	3,0	3,6	7,6	-5,0	—	—	6,6	4,4	
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage													
2017 T1	0,6	0,2	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	-0,2	0,5	—	—	
T2	0,7	0,9	0,3	0,1	0,4	0,1	0,1	0,2	0,2	-0,2	—	—	
T3	0,7	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,5	—	—	
T4	0,7	0,3	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,4	—	—	
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage													
2015	2,1	2,0	1,0	0,3	0,6	0,0	0,3	0,3	0,0	0,1	—	—	
2016	1,8	2,2	1,1	0,4	0,9	0,2	0,3	0,3	-0,2	-0,4	—	—	
2017	2,4	1,8	0,9	0,2	0,6	0,3	0,3	0,0	0,1	0,6	—	—	
2017 T1	2,1	1,8	0,9	0,2	0,8	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	—	—	
T2	2,4	2,2	1,0	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	0,2	0,2	—	—	
T3	2,7	1,9	1,0	0,3	0,5	0,3	0,4	-0,2	0,1	0,8	—	—	
T4	2,8	1,6	0,8	0,3	0,6	0,4	0,5	-0,2	-0,2	1,2	—	—	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

3 Activité économique

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2015	9 443,6	153,9	1 900,3	468,5	1 782,4	433,2	464,0	1 073,1	1 026,2	1 811,6	330,4	1 072,2
2016	9 680,7	151,6	1 936,8	489,0	1 831,1	451,3	454,0	1 100,6	1 071,1	1 857,5	337,6	1 109,4
2017	10 012,7	164,4	1 998,9	513,6	1 907,6	467,7	453,1	1 132,5	1 123,4	1 906,1	345,4	1 156,0
2017 T1	2 464,7	40,5	490,5	125,7	469,2	115,0	112,8	279,7	275,2	470,7	85,2	284,0
T2	2 494,1	40,8	497,2	127,9	476,4	116,7	113,0	282,1	279,2	474,8	86,0	287,8
T3	2 519,9	41,3	504,1	129,5	479,7	117,7	113,9	284,6	283,2	478,9	86,9	290,4
T4	2 541,5	41,8	510,9	131,4	483,4	118,5	113,5	286,0	286,5	482,0	87,3	293,6
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2017	100,0	1,6	20,0	5,1	19,1	4,7	4,5	11,3	11,2	19,0	3,4	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2017 T1	0,7	1,5	0,3	1,3	1,2	1,2	-0,1	0,5	1,4	0,2	0,1	0,4
T2	0,7	-0,3	1,1	0,8	0,7	0,9	0,6	0,2	1,0	0,5	0,4	0,9
T3	0,7	0,5	1,5	0,4	0,4	1,3	0,1	0,5	0,8	0,5	0,7	0,3
T4	0,7	0,1	1,6	1,1	0,6	0,8	0,3	0,3	0,8	0,2	0,2	0,4
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2015	1,9	3,1	3,9	0,4	1,8	3,3	-0,3	0,7	2,9	0,9	1,1	3,3
2016	1,7	-1,2	1,9	1,7	2,0	2,9	0,2	1,0	2,8	1,3	1,2	2,8
2017	2,3	0,9	3,0	2,7	2,9	4,5	0,1	1,3	3,6	1,3	1,1	2,6
2017 T1	2,0	0,5	1,8	2,4	2,8	4,9	-0,6	1,2	3,5	1,1	0,9	2,6
T2	2,4	0,1	3,0	3,1	3,3	5,1	0,1	1,2	3,1	1,3	0,9	3,0
T3	2,7	0,9	3,9	3,0	3,3	4,5	0,3	1,5	4,0	1,5	1,4	2,6
T4	2,8	1,8	4,6	3,6	3,0	4,3	1,0	1,5	4,0	1,3	1,4	2,0
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2017 T1	0,7	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	—
T2	0,7	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	—
T3	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	—
T4	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	—
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2015	1,9	0,1	0,8	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	—
2016	1,7	0,0	0,4	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	—
2017	2,3	0,0	0,6	0,1	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,2	0,0	—
2017 T1	2,0	0,0	0,4	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	—
T2	2,4	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	—
T3	2,7	0,0	0,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,1	—
T4	2,8	0,0	0,9	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi¹⁾

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

	Total	Par statut			Par activité économique										Arts, spectacles et autres activités de services
		Salariés	Travailleurs indépendants	Agri-culture, 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			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Personnes employées															
en pourcentage du nombre total de personnes employées															
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,3	7,1		
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	5,9	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,3	7,0		
2017	100,0	85,8	14,2	3,2	14,7	5,9	24,9	2,8	2,5	1,0	13,7	24,2	7,0		
variations annuelles en pourcentage															
2015	1,0	1,2	-0,3	-1,2	0,2	0,0	1,3	1,4	-0,2	1,4	2,8	1,0	0,5		
2016	1,3	1,6	-0,3	-0,2	0,6	-0,2	1,7	2,7	0,0	2,1	2,9	1,3	0,9		
2017	1,6	2,0	-0,4	-0,2	1,1	1,5	1,7	3,2	-0,9	2,2	3,4	1,3	1,4		
2017 T1	1,6	1,8	0,0	0,9	0,9	1,1	1,8	3,4	-0,5	1,0	3,3	1,3	0,8		
T2	1,6	2,0	-0,6	0,1	1,1	1,1	1,8	3,4	-0,8	2,6	3,3	1,2	1,4		
T3	1,7	2,1	-0,4	-0,9	1,3	1,8	1,8	3,1	-0,9	2,3	3,4	1,3	2,2		
T4	1,6	1,9	-0,4	-0,7	1,2	2,2	1,4	3,1	-1,3	2,8	3,5	1,3	1,1		
Heures travaillées															
en pourcentage du nombre total d'heures travaillées															
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3		
2016	100,0	80,8	19,2	4,2	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,2	22,0	6,2		
2017	100,0	81,2	18,8	4,1	15,3	6,7	25,7	3,0	2,6	1,0	13,4	21,9	6,2		
variations annuelles en pourcentage															
2015	1,1	1,4	-0,2	-0,3	0,6	0,6	0,9	2,4	-0,1	1,8	2,9	1,0	0,9		
2016	1,2	1,6	-0,1	-0,3	0,6	0,0	1,5	2,1	0,6	2,2	2,9	1,0	0,9		
2017	1,4	1,9	-0,6	-1,1	1,1	1,5	1,6	3,3	-0,8	2,3	3,3	1,0	0,9		
2017 T1	1,2	1,7	-0,7	-1,0	0,7	1,2	1,4	3,4	-0,1	0,9	3,2	0,8	0,1		
T2	1,5	2,0	-0,4	-1,2	1,1	1,1	2,0	3,7	-1,1	2,4	3,2	1,0	1,0		
T3	1,8	2,3	-0,2	-1,0	1,6	1,9	2,1	3,4	-0,4	2,3	3,5	1,1	1,8		
T4	1,8	2,3	-0,4	-0,6	1,8	3,0	1,6	3,3	-1,2	3,9	3,6	1,2	0,5		
Heures travaillées par personne employée															
variations annuelles en pourcentage															
2015	0,1	0,1	0,1	0,9	0,3	0,5	-0,4	1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	0,3		
2016	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,6	0,6	0,1	0,1	-0,3	0,0		
2017	-0,2	0,0	-0,2	-0,9	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,3	-0,4		
2017 T1	-0,3	-0,2	-0,6	-1,9	-0,1	0,0	-0,4	0,0	0,4	-0,1	-0,1	-0,5	-0,6		
T2	-0,1	0,0	0,2	-1,3	0,1	0,0	0,2	0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,5		
T3	0,1	0,2	0,2	0,0	0,4	0,1	0,4	0,3	0,4	0,0	0,2	-0,1	-0,4		
T4	0,2	0,3	0,0	0,1	0,6	0,8	0,2	0,2	0,1	1,1	0,1	-0,1	-0,6		

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Population active, millions ¹⁾	Sous-emploi, % de la population active ¹⁾	Chômage											Taux de vacance d'emploi ²⁾		
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ¹⁾	Par âge				Par sexe						
			Millions	% de la population active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes				
			1	2		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				
2015	160,717	4,6	17,469	10,9	5,6	14,304	9,8	3,165	22,3	9,262	10,7	8,207	11,1	1,5		
2016	162,012	4,3	16,255	10,0	5,0	13,290	9,0	2,964	20,9	8,483	9,7	7,771	10,4	1,7		
2017	162,635	4,1	14,754	9,1	4,4	12,086	8,1	2,669	18,8	7,636	8,7	7,118	9,5	1,9		
2017	T1	161,766	4,3	15,377	9,5	4,8	12,617	8,5	2,760	19,5	7,951	9,1	7,426	9,9	1,9	
	T2	162,351	4,2	14,864	9,1	4,5	12,151	8,2	2,713	19,1	7,685	8,8	7,179	9,6	1,9	
	T3	163,317	4,0	14,587	9,0	4,2	11,953	8,0	2,634	18,5	7,571	8,6	7,016	9,3	1,9	
	T4	163,107	3,9	14,187	8,7	4,2	11,621	7,8	2,566	18,0	7,338	8,4	6,850	9,1	2,0	
2017	Septembre	—	—	14,457	8,9	—	11,837	8,0	2,620	18,4	7,493	8,5	6,963	9,2	—	
	Octobre	—	—	14,317	8,8	—	11,717	7,9	2,600	18,2	7,406	8,5	6,912	9,2	—	
	Novembre	—	—	14,186	8,7	—	11,625	7,8	2,560	17,9	7,329	8,4	6,857	9,1	—	
	Décembre	—	—	14,059	8,6	—	11,520	7,7	2,539	17,8	7,279	8,3	6,780	9,0	—	
2018	Janvier	—	—	14,057	8,6	—	11,529	7,7	2,528	17,7	7,283	8,3	6,774	9,0	—	
	Février	—	—	13,916	8,5	—	11,396	7,7	2,520	17,7	7,246	8,3	6,670	8,9	—	

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						Construction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail					Nouvelles immatriculations de voitures particulières				
	Total (hors construction)		Principaux secteurs industriels						Total	Produits alimentaires, boissons, tabac	Produits non alimentaires	Carburants						
	Industrie manufacturière	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Énergie	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	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					
% 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																		
2015	2,6	2,9	1,4	7,0	2,2	0,8	-0,6	3,4	2,9	1,6	3,9	2,8	8,8					
2016	1,7	1,8	1,8	1,9	1,7	0,5	3,0	0,5	1,6	1,0	2,1	1,4	7,2					
2017	3,0	3,2	3,7	3,9	1,5	1,3	2,9	7,9	2,2	1,4	3,1	0,9	5,6					
2017	T2	2,5	2,6	3,3	2,2	1,9	2,3	3,9	7,4	2,6	2,3	3,1	1,5	6,0				
	T3	4,0	4,4	4,6	6,0	1,7	1,5	2,7	8,8	2,5	1,3	4,0	0,4	5,5				
	T4	4,1	4,8	5,4	6,1	2,2	-0,6	2,7	9,6	2,0	0,8	2,9	0,0	6,3				
2018	T1	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	5,3				
2017	Octobre	2,7	3,4	5,2	1,6	4,2	-2,6	3,0	9,2	0,2	-0,5	0,5	-0,2	5,9				
	Novembre	4,7	5,4	4,9	9,2	0,5	-0,7	2,7	10,4	3,7	1,7	5,5	0,4	8,6				
	Décembre	5,2	5,6	6,2	7,8	2,1	1,3	1,9	9,1	2,0	1,3	2,9	-0,2	4,4				
2018	Janvier	3,7	6,0	5,2	8,8	3,0	-8,9	6,9	9,2	1,5	0,0	3,0	-1,0	6,4				
	Février	2,9	2,5	2,9	2,2	2,1	5,7	0,4	6,4	1,8	1,2	2,3	-0,1	4,8				
	Mars	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	4,8					
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)																		
2017	Octobre	0,1	0,3	0,3	0,4	0,2	-1,3	0,1	0,7	-1,1	-1,6	-1,2	-0,2	-2,8				
	Novembre	1,5	1,6	0,7	2,7	0,4	2,5	0,3	1,8	2,0	1,4	2,9	0,5	4,4				
	Décembre	-0,1	-0,3	1,1	-1,7	0,2	0,9	0,8	1,7	-1,0	-0,3	-1,5	-0,3	0,4				
2018	Janvier	-0,6	0,2	-1,1	0,6	0,3	-5,4	-0,8	-2,1	-0,3	-0,7	0,0	-0,1	0,1				
	Février	-0,8	-2,0	-0,8	-3,6	-1,0	6,8	-0,5	0,0	0,1	0,8	-0,5	0,9	-0,6				
	Mars	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	-0,3					

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

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)								Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Indicateur de confiance dans l'industrie	Secteur manufacturier	Indicateur de confiance des consommateurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du commerce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière	Production dans le secteur manufacturier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production	
						Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2014	99,6	-6,0	80,7	-12,7	-14,5	-8,3	6,8	-	51,1	52,4	52,9	52,7
2015	103,6	-3,1	81,4	-6,2	-22,5	1,6	9,2	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,3	-2,6	81,9	-7,7	-16,5	1,5	11,1	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,7	4,5	83,3	-2,5	-4,0	3,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2017 T2	109,5	3,3	82,9	-2,8	-4,9	3,2	13,4	89,8	57,0	58,3	56,0	56,6
T3	111,5	5,4	83,5	-1,5	-2,1	2,9	14,9	89,9	57,4	58,0	55,3	56,0
T4	114,3	8,3	84,1	-0,2	1,8	5,3	16,9	89,9	59,7	60,7	56,0	57,2
2018 T1	113,9	7,8	.	0,5	4,7	3,7	16,9	.	58,2	58,9	56,4	57,0
2017 Novembre	114,0	8,1	-	0,0	1,7	4,3	16,4	-	60,1	61,0	56,2	57,5
Décembre	115,3	8,8	-	0,5	3,1	6,0	18,0	-	60,6	62,2	56,6	58,1
2018 Janvier	114,9	9,1	84,5	1,4	4,7	5,2	16,8	90,2	59,6	61,1	58,0	58,8
Février	114,2	8,0	-	0,1	4,3	4,5	17,6	-	58,6	59,6	56,2	57,1
Mars	112,6	6,4	-	0,1	5,2	1,6	16,3	-	56,6	55,9	54,9	55,2
Avril	.	-	0,4	.	.	.	.	-	56,0	55,8	55,0	55,2

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)

En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté)	Ménages							Sociétés non financières					
	Taux d'épargne (brut) ¹⁾	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Valeur nette ²⁾	Patrimoine immobilier	Participation aux bénéfices ³⁾	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette ⁴⁾	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Financement
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	12,7	94,3	1,0	1,9	1,3	2,7	0,9	32,4	4,9	131,8	2,7	7,2	1,6
2015	12,4	93,6	1,5	1,9	1,4	3,3	2,5	33,2	6,4	133,9	4,2	4,8	2,2
2016	12,1	93,3	1,8	1,9	5,6	4,3	4,5	33,1	7,8	135,2	4,0	6,1	2,1
2017 T1	12,1	93,0	1,5	1,9	9,7	4,8	4,6	33,1	7,2	135,4	4,6	9,9	2,5
T2	12,1	93,1	1,2	2,0	5,2	5,0	4,7	32,9	6,5	134,2	4,2	10,2	2,5
T3	12,0	93,0	1,5	2,1	6,7	5,0	5,2	33,2	6,6	133,0	4,4	4,1	2,6
T4	.	.	1,4	2,0	7,4	5,1	6,0	33,5	6,9	.	3,6	2,7	2,0

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital ¹⁾		
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires			
		Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	T1	958,1	870,5	87,6	560,5	484,9	206,7	188,7	164,4	138,2	26,5	58,6	7,4	17,6
	T2	965,1	887,4	77,6	560,9	477,7	209,3	190,3	168,5	150,2	26,4	69,3	7,2	18,2
	T3	988,8	873,1	115,7	575,5	482,8	214,5	186,3	171,8	138,5	26,9	65,4	7,1	8,4
	T4	996,7	890,8	105,9	590,5	496,3	217,2	188,5	161,1	143,4	27,9	62,5	12,0	9,6
2017	Septembre	330,9	291,7	39,2	194,8	161,5	71,7	62,1	55,5	46,0	9,0	22,2	2,2	3,1
	Octobre	327,3	292,2	35,1	192,3	163,0	72,0	62,4	54,2	46,0	8,8	20,8	2,9	2,2
	Novembre	331,8	295,2	36,5	197,0	165,7	71,8	63,2	53,8	45,5	9,1	20,9	2,8	2,3
	Décembre	337,7	303,4	34,3	201,2	167,6	73,3	62,9	53,1	52,0	10,0	20,9	6,3	5,0
2018	Janvier	329,6	290,5	39,0	196,5	167,5	71,3	62,7	53,0	42,1	8,7	18,2	2,9	1,8
	Février	324,8	289,7	35,1	193,8	165,9	71,7	62,8	51,1	44,8	8,2	16,2	2,1	1,6
		<i>flux cumulés sur 12 mois</i>												
2018	Février	3 926,8	3 518,8	408,1	2 306,1	1 950,7	853,6	751,8	659,6	565,0	107,4	251,3	33,4	45,8
2018	Février	35,1	31,5	3,7	20,6	17,5	7,6	6,7	5,9	5,1	1,0	2,2	0,3	0,4

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

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

(données cvs, sauf indication contraire)

	Total (données brutes)		Exportations (FAB)						Importations (CAF)					
	Exportations	Importations	Total				Pour mémoire : produits manufacturés	Total				Pour mémoire :		
			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation		Produits manufacturés	Pétrole	
	Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)													
2017	T1	11,2	14,3	541,5	258,8	110,9	161,9	451,0	488,0	279,5	78,9	121,5	346,7	59,5
	T2	5,4	10,1	545,5	257,2	112,7	163,0	456,3	488,4	275,9	81,1	123,9	355,0	52,2
	T3	6,0	7,9	547,1	257,0	114,3	164,1	459,7	485,5	272,8	80,7	122,7	354,8	48,4
	T4	6,1	7,5	562,0	268,2	115,5	167,1	471,2	499,5	285,2	80,8	124,8	359,5	58,9
2017	Septembre	5,2	5,5	184,9	87,0	39,2	54,9	155,5	161,3	90,9	26,9	40,8	117,2	16,5
	Octobre	9,0	10,7	181,4	86,7	36,7	54,0	151,8	163,0	92,5	27,1	41,3	119,1	17,7
	Novembre	8,5	9,1	188,8	90,4	38,5	56,1	157,8	167,8	95,3	27,2	42,4	120,0	19,7
	Décembre	0,8	2,6	191,8	91,1	40,3	57,0	161,6	168,6	97,4	26,4	41,2	120,4	21,5
2018	Janvier	9,0	5,8	190,5	92,7	38,3	56,7	158,9	170,3	98,2	27,6	41,6	120,1	23,1
	Février	3,0	1,6	186,1	.	.	.	155,2	165,1	.	.	.	115,8	.
	Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)													
2017	T1	6,7	3,6	121,2	121,0	119,7	125,1	120,7	110,6	111,3	108,9	110,8	112,9	108,8
	T2	1,6	2,5	122,4	121,0	121,7	125,6	122,1	112,9	112,8	113,1	114,2	116,3	104,5
	T3	3,8	3,3	123,9	121,8	124,5	128,0	124,0	114,3	113,9	115,0	113,8	117,7	100,3
	T4	4,5	3,9	126,5	125,8	125,2	130,4	126,8	114,5	114,8	112,6	115,1	118,1	106,6
2017	Août	5,1	5,3	124,8	122,2	125,6	129,9	125,1	115,5	115,3	118,4	114,2	119,8	100,6
	Septembre	3,1	1,2	125,9	124,0	128,4	128,5	126,2	113,8	113,2	115,4	114,1	117,2	98,3
	Octobre	6,9	7,5	123,0	122,7	121,1	126,1	123,0	114,6	114,8	116,4	115,0	119,0	102,7
	Novembre	6,7	4,1	127,6	126,9	124,9	132,4	127,5	115,2	114,6	114,5	116,8	118,1	105,4
	Décembre	-0,2	-0,2	128,9	127,8	129,6	132,8	130,0	113,8	115,1	107,0	113,7	117,1	111,9
2018	Janvier	8,7	4,9	128,0	128,9	123,5	133,0	127,9	114,5	114,9	112,9	114,5	116,9	114,6

Sources: BCE et Eurostat.

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

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

4 Prix et coûts

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	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	Energie (données brutes)				
		1	2			3	4	5	6	7	8	9	10	
% du total en 2018		100,0	100,0	70,7	55,6	44,4	100,0	12,1	7,5	26,3	9,7	44,4	86,6	13,4
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	—	—	—	—	—	—	—	-0,1	1,0
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	—	—	—	—	—	—	—	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,7	1,4	—	—	—	—	—	—	—	1,6	1,0
2017 T2	102,0	1,5	1,1	1,5	1,6	0,1	0,6	-1,2	0,1	-1,4	0,5	1,6	1,6	1,3
T3	101,8	1,4	1,2	1,4	1,5	0,2	0,7	0,4	0,1	-0,9	0,3	1,5	1,5	1,1
T4	102,4	1,4	0,9	1,6	1,2	0,4	0,5	1,1	0,1	2,6	0,1	1,5	1,5	1,2
2018 T1	102,3	1,3	1,0	1,2	1,3	0,5	0,7	0,1	0,1	1,9	0,4	1,2	1,2	1,9
2017 Octobre	102,2	1,4	0,9	1,5	1,2	0,1	0,1	0,8	0,0	0,7	-0,1	1,4	1,4	1,1
Novembre	102,3	1,5	0,9	1,8	1,2	0,2	0,2	0,0	0,1	1,5	0,1	1,6	1,6	1,2
Décembre	102,7	1,4	0,9	1,5	1,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	1,4	1,2
2018 Janvier	101,8	1,3	1,0	1,4	1,2	0,3	0,3	0,0	0,1	1,8	0,1	1,2	1,2	1,9
Février	102,0	1,1	1,0	1,0	1,3	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,3	0,1	1,0	1,0	1,8
Mars	103,0	1,3	1,0	1,2	1,5	0,1	0,7	0,1	-0,1	-0,8	0,3	1,2	2,0	
Biens														Services
Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)				Produits manufacturés			Logement		Transports		Communications	Services de loisirs et personnels	Divers	
Total		Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie	Loyers		22		23		25	
14		15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% du total en 2018	19,6	12,1	7,5	36,0	26,3	9,7	10,6	6,4	7,3	3,2	15,3	8,1		
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2		
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	1,2		
2017	1,8	1,6	2,2	1,6	0,4	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,5	2,1	0,7		
2017 T2	1,5	1,4	1,6	1,5	0,3	4,6	1,3	1,3	2,6	-1,4	2,3	0,8		
T3	1,6	2,0	0,9	1,3	0,5	3,4	1,3	1,2	2,3	-1,8	2,4	0,8		
T4	2,2	2,1	2,3	1,3	0,4	3,5	1,2	1,2	1,7	-1,7	2,0	0,4		
2018 T1	1,7	2,6	0,3	0,9	0,5	2,1	1,3	1,3	1,7	-1,0	1,8	1,2		
2017 Octobre	2,3	2,1	2,8	1,1	0,4	3,0	1,3	1,2	1,5	-1,8	2,1	0,4		
Novembre	2,2	2,1	2,4	1,6	0,4	4,7	1,3	1,2	1,7	-1,6	2,0	0,4		
Décembre	2,1	2,2	1,9	1,2	0,5	2,9	1,2	1,2	1,9	-1,7	1,9	0,4		
2018 Janvier	1,9	2,5	1,1	1,0	0,6	2,2	1,3	1,2	1,5	-1,0	1,6	1,2		
Février	1,0	2,3	-0,9	1,0	0,6	2,1	1,3	1,3	1,7	-1,2	1,7	1,1		
Mars	2,1	2,9	0,8	0,7	0,2	2,0	1,3	1,3	1,9	-0,9	2,1	1,2		

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/menus/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⁾										Construction	Prix de l'immobilier résidentiel ²⁾	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commercial ²⁾			
	Total (indice : 2015 = 100)	Total		Industrie hors construction et énergie					Énergie							
		Secteur manufac-turier	Total	Biens intermé-diaires	Biens d'équi-pement	Biens de consommation										
	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						
2015	100,0	-2,6	-2,3	-0,5	-1,2	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,7	0,4	1,6	2,3			
2016	97,8	-2,2	-1,4	-0,5	-1,6	0,4	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,6	3,2	5,1			
2017	100,8	3,1	3,0	2,1	3,2	0,8	1,9	2,7	0,2	5,9	2,1	4,1	4,3			
2017 T1	100,7	4,1	4,0	2,0	3,0	0,8	1,7	2,4	0,1	10,5	1,9	3,7	3,3			
T2	100,3	3,3	3,0	2,4	3,5	0,8	2,3	3,4	0,2	6,1	2,0	3,9	4,5			
T3	100,5	2,4	2,6	2,1	3,0	0,9	2,2	3,1	0,2	3,3	2,0	4,2	4,4			
T4	101,7	2,5	2,5	2,0	3,2	0,9	1,5	2,0	0,3	3,8	2,4	4,6	5,1			
2017 Septembre	100,9	2,9	2,9	2,2	3,2	0,9	2,1	2,9	0,2	4,4	—	—	—			
Octobre	101,3	2,5	2,5	2,2	3,5	0,9	1,8	2,4	0,2	3,1	—	—	—			
Novembre	101,9	2,8	2,8	2,0	3,1	0,9	1,5	2,1	0,3	5,2	—	—	—			
Décembre	102,0	2,2	2,1	1,9	2,9	0,9	1,3	1,7	0,4	3,0	—	—	—			
2018 Janvier	102,4	1,6	1,9	1,7	2,8	1,0	1,0	1,3	0,4	1,2	—	—	—			
Février	102,5	1,6	1,4	1,6	2,4	1,0	0,9	1,0	0,5	2,0	—	—	—			

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

1) Ventes domestiques uniquement.

2) 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				Exportations ¹⁾	Importations 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	
2015	106,0	1,4	0,4	0,3	0,5	0,8	0,3	-2,0	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,8	0,8	0,4	0,4	0,6	0,8	-1,5	-2,5	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2017	108,0	1,1	1,5	1,4	1,2	1,4	1,9	2,8	48,1	5,9	-3,3	16,3	5,5	-3,2	17,2
2017 T2	107,9	1,2	1,5	1,4	1,2	1,4	2,3	3,2	45,6	6,8	-2,7	18,2	6,7	-2,4	19,9
T3	108,3	1,3	1,6	1,4	1,2	1,5	1,5	2,0	44,0	1,7	-7,4	11,9	2,4	-5,8	13,0
T4	108,5	1,2	1,4	1,3	1,3	1,5	1,2	1,7	52,2	-2,4	-8,9	4,4	0,1	-4,8	5,9
2018 T1	—	—	—	—	—	—	—	—	54,6	-8,9	-14,1	-3,9	-7,8	-12,5	-2,6
2017 Octobre	—	—	—	—	—	—	—	—	49,0	2,5	-6,1	12,0	5,2	-1,2	13,2
Novembre	—	—	—	—	—	—	—	—	53,3	-2,6	-8,3	3,2	0,3	-3,5	4,8
Décembre	—	—	—	—	—	—	—	—	54,2	-6,7	-12,3	-1,2	-4,8	-9,3	0,4
2018 Janvier	—	—	—	—	—	—	—	—	56,6	-7,8	-15,2	-0,5	-6,3	-12,6	1,2
Février	—	—	—	—	—	—	—	—	53,0	-9,4	-14,3	-4,9	-8,0	-12,2	-3,3
Mars	—	—	—	—	—	—	—	—	53,9	-9,4	-12,8	-6,3	-9,2	-12,6	-5,4

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 5	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière 1	Commerce de détail 2	Services 3	Construction 4		Industrie manufacturière 6	Services 7	Industrie manufacturière 8	Services 9
1999-2014	4,4	-	-	-3,0	33,5	57,2	56,5	-	49,8
2015	-2,7	1,3	2,7	-13,3	-0,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-0,3	1,7	4,4	-7,2	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,1	5,5	6,9	2,6	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6
2017 T2	7,9	4,2	5,9	2,0	12,3	62,5	55,9	54,6	51,5
T3	8,7	4,8	6,8	3,5	10,4	60,4	55,7	54,4	51,4
T4	10,9	7,6	8,4	8,3	13,8	67,9	56,9	56,3	52,1
2018 T1	12,2	7,2	9,4	10,9	17,4	68,4	57,2	57,9	52,9
2017 Novembre	11,1	7,5	8,2	8,2	14,7	69,4	56,9	56,8	52,1
Décembre	13,0	6,8	8,3	8,6	13,6	67,9	57,1	56,3	52,0
2018 Janvier	12,5	7,5	9,8	10,8	17,3	70,7	58,4	58,1	53,6
Février	12,6	6,8	9,6	10,1	18,3	68,7	56,9	58,4	52,9
Mars	11,5	7,3	8,8	11,7	16,5	65,8	56,3	57,3	52,1
Avril						63,4	56,8	57,0	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 : 2012 = 100) 1	Total 2	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾ 7
			Salaires et traitements 3	Cotisations sociales des employeurs 4	Économie marchande 5	Principalement économie non marchande 6	
% du total en 2012	100,0		100,0	74,6	25,4	69,3	30,7
2015	104,3	1,6	1,9	0,7	1,6	1,6	1,5
2016	105,8	1,5	1,4	1,6	1,4	1,6	1,4
2017	107,5	1,6	1,8	1,3	1,7	1,4	1,5
2017 T1	100,6	1,5	1,5	1,7	1,4	1,9	1,6
T2	111,2	1,8	2,2	0,8	1,9	1,7	1,5
T3	104,2	1,6	1,7	1,5	1,9	1,0	1,5
T4	114,0	1,5	1,8	1,1	1,8	1,1	1,6

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										Arts, spectacles et autres activités de services
			Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufactu- rière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et resta- uration	Information et communi- cation	Activités financières et d'assu- rance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entre- prises et de soutien	Adminis-trac- tion publique, enseigne- ment, santé et action sociale		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Coûts unitaires de main-d'œuvre													
2015	104,8	0,4	-3,4	-1,8	0,5	1,0	0,9	0,7	2,1	1,5	1,3	1,4	
2016	105,6	0,8	1,9	0,0	-0,5	1,1	0,0	2,0	4,3	0,8	1,2	1,4	
2017	106,5	0,8	-0,1	-0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	4,6	2,0	1,7	1,7	
2017 T1	106,2	0,9	0,3	0,3	0,0	0,3	-1,0	1,8	3,0	1,8	1,7	1,7	
T2	106,3	0,8	0,9	-0,5	-0,2	-0,1	0,1	0,7	6,1	2,3	1,7	2,2	
T3	106,4	0,6	-0,4	-1,2	-0,1	0,4	1,1	0,1	4,4	1,9	1,4	1,5	
T4	106,7	0,6	-1,0	-1,4	0,6	0,1	1,1	-1,0	4,9	1,7	1,8	1,4	
Rémunération par tête													
2015	108,1	1,4	0,8	1,9	0,9	1,5	2,8	0,7	1,4	1,6	1,2	1,9	
2016	109,5	1,2	0,9	1,3	1,4	1,4	0,3	2,3	3,1	0,8	1,3	1,7	
2017	111,2	1,6	0,9	1,5	1,5	1,6	1,7	1,5	3,7	2,2	1,7	1,5	
2017 T1	110,6	1,4	0,0	1,3	1,3	1,4	0,4	1,7	3,3	2,0	1,6	1,8	
T2	111,0	1,6	0,9	1,4	1,9	1,3	1,7	1,6	4,7	2,1	1,8	1,7	
T3	111,4	1,6	1,4	1,4	1,1	1,9	2,4	1,2	3,6	2,5	1,6	0,8	
T4	112,2	1,8	1,6	1,9	2,0	1,6	2,2	1,3	3,5	2,2	1,8	1,6	
Productivité par personne employée													
2015	103,2	1,1	4,4	3,7	0,4	0,5	1,9	0,0	-0,7	0,1	-0,1	0,5	
2016	103,7	0,5	-1,0	1,3	1,9	0,3	0,2	0,2	-1,1	0,0	0,0	0,3	
2017	104,4	0,7	1,0	1,9	1,1	1,2	1,2	1,0	-0,8	0,2	0,0	-0,3	
2017 T1	104,1	0,5	-0,4	0,9	1,3	1,0	1,5	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	
T2	104,4	0,8	0,0	1,9	2,0	1,4	1,6	0,9	-1,4	-0,2	0,1	-0,5	
T3	104,7	1,0	1,8	2,6	1,2	1,5	1,3	1,1	-0,8	0,6	0,2	-0,7	
T4	105,1	1,2	2,6	3,3	1,3	1,5	1,1	2,3	-1,3	0,4	0,1	0,3	
Rémunération par heure travaillée													
2015	109,9	1,3	0,7	1,5	0,3	1,6	1,8	0,7	0,6	1,2	1,3	1,8	
2016	111,4	1,3	0,4	1,3	1,4	1,4	0,8	1,7	3,3	0,6	1,5	1,6	
2017	113,2	1,6	0,9	1,5	1,4	1,5	1,4	1,4	3,4	2,1	2,0	1,7	
2017 T1	112,4	1,6	0,5	1,4	0,9	1,4	0,3	1,4	3,2	1,8	2,1	2,6	
T2	112,7	1,6	1,8	1,3	1,7	1,2	1,3	2,0	4,9	2,0	2,1	2,0	
T3	113,1	1,4	-0,1	1,1	0,6	1,4	1,8	0,7	3,3	2,2	1,8	1,0	
T4	113,8	1,4	0,7	1,1	1,2	1,2	1,7	1,0	2,2	2,0	1,8	1,9	
Productivité horaire du travail													
2015	105,2	1,0	3,4	3,3	-0,2	0,9	0,9	-0,1	-1,0	0,0	0,0	0,2	
2016	105,8	0,6	-0,9	1,3	1,7	0,4	0,8	-0,4	-1,2	-0,1	0,3	0,3	
2017	106,8	0,9	2,0	1,9	1,2	1,2	1,2	1,0	-0,9	0,3	0,3	0,2	
2017 T1	106,3	0,8	1,5	1,1	1,2	1,4	1,5	-0,5	0,4	0,3	0,3	0,7	
T2	106,5	0,9	1,3	1,8	2,0	1,2	1,3	1,3	-1,2	0,0	0,3	0,0	
T3	106,8	0,9	1,9	2,2	1,1	1,1	1,0	0,7	-0,8	0,4	0,3	-0,3	
T4	107,3	1,0	2,4	2,7	0,6	1,4	0,9	2,2	-2,3	0,4	0,1	0,9	

Sources: Eurostat et calculs de la BCE.

5 Monnaie et crédit

5.1 Agrégats monétaires¹⁾

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

	M3												
	M2						M3-M2						
	M1		M2-M1				Pensions	Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans	11	12		
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	6	7							
Encours													
2015	1 037,7	5 575,8	6 613,5	1 444,1	2 159,7	3 603,8	10 217,2	74,5	485,1	75,6	635,2	10 852,4	
2016	1 075,1	6 083,9	7 159,0	1 329,6	2 221,2	3 550,8	10 709,8	70,4	523,2	95,7	689,2	11 399,0	
2017	1 112,0	6 634,9	7 746,9	1 194,7	2 261,2	3 455,9	11 202,8	75,8	509,4	75,8	661,0	11 863,8	
2017	T1	1 087,2	6 247,9	7 335,1	1 306,3	2 225,7	3 532,0	10 867,1	74,4	531,6	100,2	706,2	11 573,2
	T2	1 094,9	6 383,4	7 478,3	1 259,8	2 237,4	3 497,2	10 975,5	68,2	513,7	80,1	662,1	11 637,6
	T3	1 103,9	6 531,0	7 634,9	1 224,1	2 251,4	3 475,4	11 110,3	66,6	530,6	80,1	677,4	11 787,7
	T4	1 112,0	6 634,9	7 746,9	1 194,7	2 261,2	3 455,9	11 202,8	75,8	509,4	75,8	661,0	11 863,8
2017	Septembre	1 103,9	6 531,0	7 634,9	1 224,1	2 251,4	3 475,4	11 110,3	66,6	530,6	80,1	677,4	11 787,7
	Octobre	1 110,0	6 547,7	7 657,7	1 218,2	2 258,6	3 476,8	11 134,6	68,9	528,1	68,4	665,4	11 800,0
	Novembre	1 110,2	6 613,1	7 723,3	1 202,1	2 258,9	3 461,1	11 184,4	78,4	518,8	77,4	674,6	11 859,0
	Décembre	1 112,0	6 634,9	7 746,9	1 194,7	2 261,2	3 455,9	11 202,8	75,8	509,4	75,8	661,0	11 863,8
2018	Janvier	1 114,5	6 677,1	7 791,6	1 198,3	2 263,9	3 462,2	11 253,9	74,7	513,9	57,7	646,3	11 900,2
	Février ^(p)	1 115,6	6 714,3	7 829,9	1 180,2	2 265,4	3 445,6	11 275,4	73,0	499,2	63,1	635,3	11 910,7
Flux													
2015	66,5	566,9	633,3	-134,5	12,3	-122,2	511,2	-47,4	49,7	-27,2	-25,0	486,1	
2016	37,5	541,7	579,2	-105,6	16,0	-89,5	489,7	-4,2	38,0	16,1	49,8	539,5	
2017	37,1	586,5	623,5	-111,5	36,3	-75,2	548,3	6,8	-13,7	-22,8	-29,6	518,7	
2017	T1	12,1	166,8	178,9	-21,0	4,4	-16,6	162,3	4,1	8,5	4,0	16,5	178,8
	T2	7,8	154,9	162,7	-36,7	11,3	-25,4	137,3	-5,6	-17,5	-20,8	-44,0	93,3
	T3	9,1	157,5	166,6	-32,6	10,8	-21,8	144,8	-1,1	16,8	2,7	18,4	163,3
	T4	8,2	107,2	115,4	-21,3	9,8	-11,4	103,9	9,5	-21,4	-8,6	-20,6	83,3
2017	Septembre	4,4	45,0	49,3	-16,4	3,4	-13,1	36,3	-3,9	9,7	5,5	11,3	47,6
	Octobre	6,2	13,6	19,8	-6,9	7,2	0,3	20,1	2,2	-2,6	-11,8	-12,2	7,8
	Novembre	0,1	69,3	69,4	-8,0	0,4	-7,6	61,9	9,8	-9,4	5,0	5,5	67,3
	Décembre	1,9	24,3	26,1	-6,4	2,3	-4,1	22,0	-2,5	-9,5	-1,8	-13,8	8,2
2018	Janvier	2,4	48,9	51,3	6,3	4,3	10,6	61,9	-0,7	4,5	-16,9	-13,2	48,8
	Février ^(p)	1,1	33,0	34,1	-19,7	1,4	-18,3	15,8	-2,0	-14,6	4,6	-12,1	3,7
Taux de croissance													
2015	6,8	11,3	10,6	-8,5	0,6	-3,3	5,3	-38,9	11,4	-25,4	-3,8	4,7	
2016	3,6	9,7	8,8	-7,3	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	21,0	7,8	5,0	
2017	3,4	9,7	8,7	-8,4	1,6	-2,1	5,1	9,8	-2,6	-24,0	-4,3	4,6	
2017	T1	3,7	9,9	9,0	-7,6	0,7	-2,5	5,0	-14,5	12,9	3,9	7,9	5,1
	T2	3,8	10,6	9,6	-9,3	1,0	-3,0	5,2	-18,6	5,0	-16,4	-1,0	4,9
	T3	3,5	11,0	9,8	-10,4	1,4	-3,2	5,4	-13,2	5,6	-12,0	1,1	5,2
	T4	3,4	9,7	8,7	-8,4	1,6	-2,1	5,1	9,8	-2,6	-24,0	-4,3	4,6
2017	Septembre	3,5	11,0	9,8	-10,4	1,4	-3,2	5,4	-13,2	5,6	-12,0	1,1	5,2
	Octobre	3,5	10,5	9,5	-9,7	1,7	-2,7	5,4	-6,1	3,5	-24,4	-1,2	5,0
	Novembre	3,3	10,2	9,2	-9,3	1,7	-2,5	5,3	10,0	1,4	-23,2	-1,2	4,9
	Décembre	3,4	9,7	8,7	-8,4	1,6	-2,1	5,1	9,8	-2,6	-24,0	-4,3	4,6
2018	Janvier	3,1	9,8	8,8	-8,1	1,7	-1,9	5,2	-1,6	-1,1	-38,7	-6,3	4,5
	Février ^(p)	2,9	9,4	8,4	-9,1	1,8	-2,3	4,9	7,9	-2,9	-35,3	-6,4	4,2

Source: BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques ⁴⁾	
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Encours														
2015	1 953,2	1 503,9	323,6	117,4	8,3	5 750,7	3 060,7	695,0	1 992,3	2,7	957,9	226,6	365,5	
2016	2 082,3	1 617,4	296,2	160,3	8,4	6 052,3	3 400,9	644,8	2 004,7	1,9	989,1	198,2	383,2	
2017	2 243,2	1 786,8	287,1	159,8	9,5	6 302,0	3 697,5	561,8	2 042,0	0,6	1 011,1	200,4	409,9	
2017	T1	2 160,5	1 694,9	301,4	157,6	6,5	6 137,2	3 497,7	622,0	2 014,8	2,6	972,9	191,5	392,2
	T2	2 190,0	1 732,0	293,6	158,0	6,4	6 188,9	3 560,3	600,8	2 025,5	2,3	970,3	196,5	403,1
	T3	2 219,9	1 770,4	286,0	158,3	5,3	6 255,9	3 633,7	583,6	2 036,6	2,0	977,1	201,0	419,2
	T4	2 243,2	1 786,8	287,1	159,8	9,5	6 302,0	3 697,5	561,8	2 042,0	0,6	1 011,1	200,4	409,9
2017	Septembre	2 219,9	1 770,4	286,0	158,3	5,3	6 255,9	3 633,7	583,6	2 036,6	2,0	977,1	201,0	419,2
	Octobre	2 231,5	1 786,0	280,6	159,3	5,5	6 294,0	3 673,5	576,1	2 042,2	2,2	946,0	202,7	419,3
	Novembre	2 247,7	1 797,9	282,2	159,6	7,9	6 295,4	3 682,1	568,8	2 042,5	2,0	989,3	208,1	412,1
	Décembre	2 243,2	1 786,8	287,1	159,8	9,5	6 302,0	3 697,5	561,8	2 042,0	0,6	1 011,1	200,4	409,9
2018	Janvier	2 287,2	1 823,4	294,7	158,6	10,5	6 329,8	3 724,4	556,4	2 047,4	1,7	982,3	202,1	412,6
	Février ^(p)	2 267,1	1 812,5	287,5	158,1	8,9	6 359,7	3 759,9	549,1	2 048,9	1,8	982,6	207,8	415,7
Flux														
2015	85,1	124,3	-32,9	4,9	-11,2	194,7	303,8	-109,8	1,2	-0,4	88,3	-0,5	29,6	
2016	128,0	151,8	-24,2	0,2	0,2	299,8	333,3	-46,3	13,7	-0,8	30,9	-29,6	18,8	
2017	178,8	180,3	-2,6	-0,1	1,1	254,5	303,9	-81,6	33,4	-1,3	53,8	4,1	27,0	
2017	T1	81,1	79,0	6,6	-2,6	-1,9	85,1	97,3	-23,0	10,0	0,7	-14,6	-6,4	9,0
	T2	39,1	43,1	-4,8	0,7	0,0	54,9	65,8	-20,4	9,9	-0,3	14,0	5,3	10,7
	T3	35,2	41,8	-5,8	0,3	-1,1	66,5	75,5	-16,7	8,0	-0,3	12,1	4,8	16,2
	T4	23,4	16,3	1,4	1,5	4,2	48,0	65,3	-21,5	5,5	-1,3	42,3	0,4	-8,9
2017	Septembre	12,2	13,2	-0,7	0,1	-0,5	23,8	27,9	-6,3	2,2	-0,1	-11,7	1,7	2,1
	Octobre	9,7	14,3	-5,9	1,0	0,3	37,6	39,4	-7,6	5,6	0,2	-32,8	1,7	0,0
	Novembre	17,9	13,1	2,1	0,3	2,4	2,3	9,3	-7,1	0,3	-0,2	52,2	5,6	-6,5
	Décembre	-4,2	-11,1	5,2	0,1	1,5	8,1	16,7	-6,8	-0,4	-1,4	22,9	-6,8	-2,3
2018	Janvier	48,4	39,7	8,9	-1,2	1,1	30,8	27,9	-5,0	6,9	1,0	-24,9	1,7	2,8
	Février ^(p)	-22,3	-12,4	-7,8	-0,5	-1,7	28,8	34,8	-7,6	1,5	0,1	-2,3	5,5	3,0
Taux de croissance														
2015	4,6	9,0	-9,2	4,4	-57,6	3,5	11,0	-13,6	0,1	-13,2	10,2	-0,2	8,8	
2016	6,7	10,1	-7,5	0,2	-2,1	5,2	10,9	-6,7	0,6	-29,9	3,1	-13,0	5,2	
2017	8,6	11,2	-0,9	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	2,1	7,0	
2017	T1	7,8	11,5	-5,4	-1,4	-32,6	5,3	11,4	-10,0	1,0	1,6	1,4	-13,0	4,1
	T2	8,1	11,5	-4,3	-1,6	-21,4	4,8	10,6	-12,3	1,3	-25,3	3,2	-6,2	6,1
	T3	8,1	12,2	-7,3	-1,8	-42,3	4,6	9,9	-12,5	1,6	-25,3	5,7	-2,0	9,0
	T4	8,6	11,2	-0,9	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	2,1	7,0
2017	Septembre	8,1	12,2	-7,3	-1,8	-42,3	4,6	9,9	-12,5	1,6	-25,3	5,7	-2,0	9,0
	Octobre	8,4	12,2	-7,0	-1,1	-20,0	4,8	10,1	-12,7	1,8	-21,3	4,2	-1,5	7,3
	Novembre	8,5	11,9	-5,7	-0,1	-4,9	4,4	9,4	-12,7	1,7	-17,5	6,2	1,1	7,6
	Décembre	8,6	11,2	-0,9	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	2,1	7,0
2018	Janvier	8,7	10,8	0,4	0,2	48,5	4,1	8,6	-12,5	1,7	-37,1	6,9	4,1	5,4
	Février ^(p)	6,8	9,0	-2,6	0,3	31,1	4,2	8,7	-12,5	1,7	-33,3	7,0	6,0	6,2

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 reclasées 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 euro¹⁾

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

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	Prêts corrigés ²⁾	Aux sociétés non financières ³⁾	Aux ménages ⁴⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension ³⁾	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Encours												
2015	3 901,3	1 113,5	2 785,4	12 599,8	10 509,6	10 805,0	4 290,2	5 308,7	787,1	123,8	1 307,8	782,4	
2016	4 393,6	1 083,3	3 297,1	12 877,7	10 708,3	10 979,2	4 313,5	5 447,3	834,7	112,7	1 385,4	784,0	
2017	4 631,1	1 032,5	3 584,7	13 114,3	10 872,9	11 170,0	4 325,1	5 597,9	841,1	108,8	1 439,9	801,5	
2017	T1	4 434,5	1 071,6	3 348,8	13 006,3	10 790,4	11 047,5	4 332,7	5 494,6	850,2	112,9	1 423,2	792,6
	T2	4 463,9	1 064,5	3 385,2	13 001,0	10 766,7	11 050,3	4 301,9	5 520,1	832,0	112,7	1 437,8	796,5
	T3	4 548,3	1 050,5	3 483,7	13 049,0	10 816,1	11 103,7	4 304,9	5 554,6	844,8	111,9	1 438,8	794,1
	T4	4 631,1	1 032,5	3 584,7	13 114,3	10 872,9	11 170,0	4 325,1	5 597,9	841,1	108,8	1 439,9	801,5
2017	Septembre	4 548,3	1 050,5	3 483,7	13 049,0	10 816,1	11 103,7	4 304,9	5 554,6	844,8	111,9	1 438,8	794,1
	Octobre	4 559,0	1 044,7	3 500,5	13 093,8	10 860,8	11 147,2	4 331,9	5 565,2	851,6	112,1	1 432,6	800,4
	Novembre	4 581,9	1 041,6	3 526,4	13 121,5	10 888,7	11 170,0	4 344,5	5 581,1	848,1	115,0	1 426,9	805,8
	Décembre	4 631,1	1 032,5	3 584,7	13 114,3	10 872,9	11 170,0	4 325,1	5 597,9	841,1	108,8	1 439,9	801,5
2018	Janvier	4 597,4	1 031,2	3 552,0	13 182,3	10 932,0	11 228,9	4 353,1	5 603,8	862,6	112,5	1 449,3	801,0
	Février ^(p)	4 596,0	1 023,2	3 558,6	13 180,8	10 937,4	11 222,3	4 347,3	5 617,8	858,5	113,8	1 457,4	786,0
	Flux												
2015	295,3	-21,0	316,0	82,9	55,9	76,0	-15,0	98,5	-22,0	-5,7	25,6	1,5	
2016	488,3	-34,6	522,8	317,1	234,2	258,2	81,5	120,2	43,6	-11,1	78,8	4,1	
2017	290,1	-43,4	332,9	360,7	271,7	315,4	80,0	173,3	22,0	-3,6	64,0	25,0	
2017	T1	77,4	-11,1	88,0	143,5	96,6	86,7	26,4	49,6	20,4	0,2	36,7	10,1
	T2	34,6	-5,2	39,8	55,6	24,3	49,2	0,1	34,8	-10,6	0,0	19,4	12,0
	T3	88,7	-10,8	99,6	73,9	75,5	86,8	20,7	40,7	14,9	-0,7	2,1	-3,8
	T4	89,4	-16,3	105,5	87,8	75,3	92,8	32,8	48,3	-2,7	-3,0	5,8	6,7
2017	Septembre	16,6	-3,5	20,4	22,0	24,0	27,3	4,5	15,6	6,7	-2,8	-1,5	-0,5
	Octobre	4,2	-5,7	9,9	38,3	44,4	44,8	27,6	11,2	5,3	0,2	-8,8	2,7
	Novembre	20,8	-1,4	22,2	43,8	35,4	32,3	16,0	18,3	-1,9	2,9	0,3	8,1
	Décembre	64,4	-9,1	73,4	5,7	-4,5	15,7	-10,9	18,7	-6,1	-6,2	14,2	-4,1
2018	Janvier	-29,9	-0,6	-29,6	77,2	68,2	68,8	33,1	7,2	24,2	3,7	11,1	-2,0
	Février ^(p)	-0,6	-7,8	7,1	-0,8	3,0	-10,3	-7,5	14,0	-4,8	1,3	8,3	-12,1
	Taux de croissance												
2015	8,2	-1,8	12,8	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,7	-4,4	2,0	0,2	
2016	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,6	-9,0	6,0	0,5	
2017	6,7	-4,0	10,2	2,8	2,5	2,9	1,9	3,2	2,7	-3,2	4,6	3,2	
2017	T1	10,9	-4,2	16,8	3,1	2,4	2,7	1,7	2,5	4,8	3,6	8,2	4,7
	T2	8,2	-3,8	12,6	3,1	2,3	2,5	1,2	2,9	3,7	8,4	7,2	6,4
	T3	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,4	2,7	1,5	3,0	3,6	2,0	5,6	2,6
	T4	6,7	-4,0	10,2	2,8	2,5	2,9	1,9	3,2	2,7	-3,2	4,6	3,2
2017	Septembre	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,4	2,7	1,5	3,0	3,6	2,0	5,6	2,6
	Octobre	7,4	-4,2	11,5	2,7	2,5	2,8	1,7	3,1	3,6	-1,6	4,4	2,8
	Novembre	6,8	-3,8	10,5	2,8	2,5	2,9	1,8	3,1	3,2	0,1	3,9	4,4
	Décembre	6,7	-4,0	10,2	2,8	2,5	2,9	1,9	3,2	2,7	-3,2	4,6	3,2
2018	Janvier	5,4	-4,4	8,7	3,0	2,9	3,3	2,3	3,1	5,6	-1,2	4,5	2,2
	Février ^(p)	5,1	-4,1	8,1	2,8	2,7	3,0	1,9	3,0	4,6	2,0	4,9	0,2

Source: BCE.

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

2) Corrigées 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 euro¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾				Ménages ³⁾					
	Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consommation	Prêts au logement	
	Prêts corrigés ⁴⁾	1				2	3			
Encours										
2015	4 290,2	4 272,8	1 043,1	761,8	2 485,2	5 308,7	5 641,5	595,4	3 949,4	763,9
2016	4 313,5	4 313,1	1 002,2	797,7	2 513,6	5 447,3	5 727,2	615,6	4 083,3	748,4
2017	4 325,1	4 365,0	976,8	820,5	2 527,8	5 597,9	5 865,6	653,3	4 214,2	730,5
2017 T1	4 332,7	4 333,8	1 006,0	802,5	2 524,2	5 494,6	5 768,9	626,9	4 123,3	744,5
T2	4 301,9	4 316,1	990,8	798,6	2 512,5	5 520,1	5 798,9	635,3	4 147,7	737,1
T3	4 304,9	4 326,1	978,2	812,4	2 514,3	5 554,6	5 828,8	644,7	4 179,0	730,9
T4	4 325,1	4 365,0	976,8	820,5	2 527,8	5 597,9	5 865,6	653,3	4 214,2	730,5
2017 Septembre	4 304,9	4 326,1	978,2	812,4	2 514,3	5 554,6	5 828,8	644,7	4 179,0	730,9
Octobre	4 331,9	4 352,6	992,4	816,9	2 522,6	5 565,2	5 840,5	647,7	4 186,7	730,7
Novembre	4 344,5	4 365,7	987,9	822,7	2 533,9	5 581,1	5 853,2	652,2	4 197,5	731,5
Décembre	4 325,1	4 365,0	976,8	820,5	2 527,8	5 597,9	5 865,6	653,3	4 214,2	730,5
2018 Janvier	4 353,1	4 387,6	996,1	826,5	2 530,6	5 603,8	5 879,8	659,2	4 215,6	729,0
Février ^(p)	4 347,3	4 377,6	989,8	821,5	2 536,0	5 617,8	5 893,7	661,9	4 223,4	732,4
Flux										
2015	-15,0	22,8	-62,1	31,9	15,2	98,5	76,9	21,8	80,2	-3,5
2016	81,5	98,7	-17,3	44,2	54,6	120,2	114,4	23,9	105,5	-9,2
2017	80,0	131,3	0,7	36,3	43,1	173,3	166,1	43,4	134,0	-4,1
2017 T1	26,4	31,4	6,2	6,3	14,0	49,6	43,8	11,2	39,3	-0,8
T2	0,1	10,8	-1,8	2,3	-0,4	34,8	40,3	10,3	25,0	-0,6
T3	20,7	33,2	-6,3	17,1	10,0	40,7	36,3	10,6	33,3	-3,3
T4	32,8	55,9	2,6	10,6	19,5	48,3	45,8	11,3	36,4	0,6
2017 Septembre	4,5	7,4	-3,3	8,1	-0,3	15,6	11,5	2,3	13,6	-0,3
Octobre	27,6	28,4	14,0	4,7	8,9	11,2	12,6	3,4	7,6	0,2
Novembre	16,0	17,6	-2,5	6,8	11,7	18,3	16,0	5,7	11,4	1,1
Décembre	-10,9	9,9	-8,9	-0,9	-1,0	18,7	17,2	2,1	17,4	-0,7
2018 Janvier	33,1	26,1	21,7	7,4	3,9	7,2	17,8	5,9	1,9	-0,6
Février ^(p)	-7,5	-8,9	-7,5	-5,2	5,2	14,0	9,3	2,9	7,3	3,8
Taux de croissance										
2015	-0,3	0,5	-5,6	4,4	0,6	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,7	5,8	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,2
2017	1,9	3,1	0,1	4,6	1,7	3,2	2,9	7,1	3,3	-0,5
2017 T1	1,7	2,4	-2,7	4,9	2,6	2,5	2,4	4,5	2,9	-1,2
T2	1,2	2,0	-2,5	3,8	2,0	2,9	2,6	6,0	3,2	-1,1
T3	1,5	2,5	-1,2	4,2	1,7	3,0	2,7	6,9	3,2	-1,1
T4	1,9	3,1	0,1	4,6	1,7	3,2	2,9	7,1	3,3	-0,5
2017 Septembre	1,5	2,5	-1,2	4,2	1,7	3,0	2,7	6,9	3,2	-1,1
Octobre	1,7	2,9	-0,7	4,6	1,9	3,1	2,7	6,8	3,3	-0,9
Novembre	1,8	3,1	-1,0	4,7	2,0	3,1	2,8	7,2	3,1	-0,8
Décembre	1,9	3,1	0,1	4,6	1,7	3,2	2,9	7,1	3,3	-0,5
2018 Janvier	2,3	3,4	1,0	5,3	1,8	3,1	2,9	7,2	3,1	-0,8
Février ^(p)	1,9	3,1	0,5	4,6	1,7	3,0	2,9	7,3	2,9	-0,1

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 euro¹⁾

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

Dépôts de l'administration centrale ²⁾	Passif des IFM					Actif des IFM					
	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											
2015	284,7	6 999,1	2 119,4	80,0	2 255,8	2 543,9	1 350,6	284,5	205,9	135,6	
2016	314,2	6 956,8	2 090,9	70,9	2 146,7	2 648,4	1 136,9	261,8	205,9	121,6	
2017	356,2	6 747,7	1 968,7	59,7	2 016,1	2 703,2	933,1	289,2	143,9	93,6	
2017	T1	308,2	6 918,0	2 068,1	69,3	2 106,5	2 674,2	1 103,9	254,7	183,1	111,8
	T2	305,7	6 800,7	2 035,7	66,8	2 066,4	2 631,9	1 031,3	247,8	154,2	109,7
	T3	365,3	6 731,3	2 007,3	61,5	2 016,2	2 646,3	1 023,9	263,1	140,6	85,4
	T4	356,2	6 747,7	1 968,7	59,7	2 016,1	2 703,2	933,1	289,2	143,9	93,6
2017	Septembre	365,3	6 731,3	2 007,3	61,5	2 016,2	2 646,3	1 023,9	263,1	140,6	85,4
	Octobre	341,8	6 720,2	1 983,1	60,8	2 012,7	2 663,5	965,6	243,6	158,3	109,5
	Novembre	308,9	6 696,7	1 964,8	60,1	2 016,2	2 655,5	951,8	209,4	167,6	132,7
	Décembre	356,2	6 747,7	1 968,7	59,7	2 016,1	2 703,2	933,1	289,2	143,9	93,6
2018	Janvier	316,2	6 734,0	1 959,4	60,5	2 022,5	2 691,7	817,9	352,8	133,2	85,8
	Février ^(p)	346,4	6 715,2	1 955,3	59,8	2 016,0	2 684,0	842,2	353,2	124,9	83,0
Flux											
2015	8,9	-216,1	-106,3	-13,5	-215,4	119,0	-86,0	-13,3	21,4	-4,0	
2016	26,7	-113,8	-69,6	-9,1	-110,4	75,4	-276,2	-76,8	12,8	-12,0	
2017	45,6	-79,6	-84,8	-8,7	-71,8	85,6	-103,1	-63,0	-60,8	-27,3	
2017	T1	-7,5	-12,2	-16,6	-1,5	-27,3	33,3	-33,6	-28,2	-21,6	-9,1
	T2	-2,6	-10,9	-24,8	-2,4	-3,2	19,6	-13,7	3,3	-28,9	-2,1
	T3	64,9	-23,7	-25,5	-2,9	-30,0	34,6	23,0	19,0	-13,6	-24,3
	T4	-9,2	-32,9	-17,8	-1,8	-11,3	-2,0	-78,8	-57,0	3,3	8,2
2017	Septembre	22,3	-15,8	-8,7	-1,0	-22,0	15,9	5,1	10,4	16,2	16,5
	Octobre	-23,3	-28,3	-25,0	-0,7	-9,5	6,9	-66,5	-19,8	17,7	24,1
	Novembre	-33,0	-3,5	2,2	-0,7	-7,2	2,2	0,0	-33,8	9,3	23,2
	Décembre	47,2	-1,1	5,0	-0,5	5,5	-11,0	-12,4	-3,4	-23,7	-39,1
2018	Janvier	-39,8	15,4	-7,4	-0,6	20,1	3,4	-29,3	6,4	-10,7	-7,8
	Février ^(p)	30,1	-29,3	-6,0	-0,7	-16,4	-6,3	15,0	-9,1	-8,3	-2,8
Taux de croissance											
2015	3,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,8	4,8	-	-	11,6	-2,9	
2016	9,4	-1,6	-3,3	-11,5	-4,9	2,9	-	-	6,3	-9,0	
2017	14,4	-1,2	-4,1	-12,4	-3,4	3,3	-	-	-29,6	-22,6	
2017	T1	-4,3	-1,1	-3,8	-10,1	-4,5	4,4	-	-	-20,8	-25,3
	T2	-7,7	-1,1	-4,0	-10,9	-3,7	3,6	-	-	-30,7	-22,6
	T3	22,0	-0,8	-4,1	-12,5	-3,4	4,3	-	-	-31,2	-33,4
	T4	14,4	-1,2	-4,1	-12,4	-3,4	3,3	-	-	-29,6	-22,6
2017	Septembre	22,0	-0,8	-4,1	-12,5	-3,4	4,3	-	-	-31,2	-33,4
	Octobre	8,6	-1,3	-5,2	-12,6	-3,7	3,9	-	-	-17,4	-17,6
	Novembre	4,0	-1,3	-4,6	-12,7	-3,8	3,6	-	-	-13,1	10,0
	Décembre	14,4	-1,2	-4,1	-12,4	-3,4	3,3	-	-	-29,6	-22,6
2018	Janvier	5,0	-0,8	-4,0	-12,4	-2,3	3,3	-	-	-24,5	-19,3
	Février ^(p)	16,7	-1,3	-3,9	-13,0	-2,7	2,1	-	-	-27,1	-20,5

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/excédeant

(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	
2014	-2,5	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,2	-0,1	0,3
2016	-1,5	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2017	-0,9	-1,3	0,1	0,2	0,1	1,1
2017 T1	-1,3	.	.	.	.	0,9
T2	-1,2	.	.	.	.	0,8
T3	-1,0	.	.	.	.	1,0
T4	-0,9	.	.	.	.	1,1

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

6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Recettes						Dépenses						Dépenses en capital	
	Total	Recettes courantes				Recettes en capital	Total	Dépenses courantes				Dépenses en capital		
		Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales nettes	5			Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Prestations sociales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,6	23,0	4,0	
2015	46,3	45,7	12,6	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9	
2016	46,1	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,6	44,0	10,0	5,2	2,1	22,8	3,5	
2017	46,2	45,8	12,9	13,0	15,3	0,4	47,1	43,3	9,9	5,1	2,0	22,5	3,7	
2017 T1	46,2	45,7	12,7	13,0	15,3	0,5	47,4	43,9	9,9	5,2	2,1	22,7	3,6	
T2	46,2	45,8	12,7	13,0	15,3	0,4	47,4	43,8	9,9	5,1	2,1	22,7	3,6	
T3	46,2	45,8	12,8	13,0	15,3	0,4	47,2	43,5	9,9	5,1	2,0	22,6	3,7	
T4	46,2	45,8	12,9	13,0	15,3	0,4	47,1	43,3	9,9	5,1	2,0	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 fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents	Créanciers non-résidents	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises
					5	6	7	8	9	10	11	12	14
2014	91,9	2,7	17,1	72,0	44,0	25,6	47,9	10,0	81,9	18,8	31,9	41,2	89,8
2015	89,9	2,8	16,2	71,0	44,1	27,1	45,8	9,3	80,6	17,6	31,2	41,1	87,9
2016	89,0	2,7	15,5	70,8	46,1	30,4	42,9	9,0	80,0	17,2	29,9	41,9	87,0
2017	86,7	2,6	14,3	69,8	46,7	31,8	40,1	8,3	78,4	16,0	28,8	41,9	84,9
2017 T1	89,2	2,6	15,2	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	89,1	2,7	14,9	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	88,1	2,8	14,7	70,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	86,7	2,6	14,3	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Évolutions budgétaires

6.4 Variation annuelle du ratio dette/PIB et facteurs sous-jacents¹⁾

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Variation du ratio dette/PIB ²⁾	Déficit (+) /excédent (-) primaire	Ajustement dette-déficit								Écart croissance/ taux d'intérêt	Pour mément : besoin de financement		
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers					Autres					
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investis- sement	Effets de valo- risation et autres variations en volume					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2014	0,3	-0,1	-0,2	-0,5	0,2	-0,5	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,6	2,2		
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,3	-0,8	1,3		
2016	-1,0	-0,6	-0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	1,6		
2017	-2,3	-1,1	-0,1	0,4	0,4	0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,5	-1,0	0,8		
2017 T1	-1,7	-0,9	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	-0,3	-0,1	-0,4	1,0		
T2	-1,8	-0,8	-0,6	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	-0,2	0,0	-0,4	0,8		
T3	-1,6	-1,0	0,1	0,7	0,8	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,5	-0,7	1,2		
T4	-2,3	-1,1	-0,1	0,4	0,4	0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,5	-1,0	0,8		

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

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

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

6.5 Titres de créance des administrations publiques¹⁾

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

	Service de la dette dû dans l'année ²⁾					Durée résiduelle moyenne en années ³⁾	Rendements nominaux moyens ⁴⁾									
	Total	Principal		Intérêts Échéances ≤ 3 mois	Échéances ≤ 3 mois		Encours				Opérations					
		2	3				7	8	9	10	11	12				
								Taux variable	Coupon zéro	Taux fixe Durées ≤ 1 an						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	13				
2015	14,7	12,8	4,3	1,9	0,5	6,6	2,9	1,4	0,1	3,3	3,0	0,4				
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				
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				
2016 T4	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2				
2017 T1	13,9	12,2	4,2	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2				
T2	13,8	12,1	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2				
T3	13,0	11,3	3,8	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2				
2017 Octobre	12,9	11,2	3,6	1,7	0,4	7,2	2,5	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,2				
Novembre	12,9	11,2	3,8	1,7	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,2				
Décembre	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3				
2018 Janvier	12,7	11,1	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,2	0,4				
Février	12,7	11,1	4,1	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,4				
Mars	13,0	11,4	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,4				

Source: BCE.

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

6 Évolutions budgétaires

6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

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

	Belgique	Allemagne	Estonie	Irlande	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2014	-3,1	0,5	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-9,0	
2015	-2,5	0,8	0,1	-1,9	-5,7	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3	
2016	-2,5	1,0	-0,3	-0,5	0,6	-4,5	-3,4	-2,5	0,3	
2017	-1,0	1,3	-0,3	-0,3	0,8	-3,1	-2,6	-2,3	1,8	
2017 T1	-2,0	1,2	-0,4	-0,4	1,1	-4,2	-3,3	-2,2	0,4	
T2	-1,6	1,0	-0,7	-0,5	1,1	-3,6	-3,2	-2,5	0,8	
T3	-1,3	1,3	-0,7	-0,6	1,1	-3,2	-3,0	-2,4	1,8	
T4	-1,0	1,3	-0,3	-0,3	0,8	-3,1	-2,6	-2,3	1,8	
Dette des administrations publiques										
2014	107,0	74,7	10,7	104,5	178,9	100,4	94,9	131,8	107,5	
2015	106,1	71,0	10,0	76,9	176,8	99,4	95,6	131,5	107,5	
2016	105,9	68,2	9,4	72,8	180,8	99,0	96,6	132,0	106,6	
2017	103,1	64,1	9,0	68,0	178,6	98,3	97,0	131,8	97,5	
2017 T1	107,4	66,7	9,2	74,8	177,7	99,7	98,9	133,8	106,0	
T2	106,1	66,1	8,9	74,1	176,1	99,5	99,3	134,9	105,7	
T3	106,9	65,2	8,9	72,0	177,4	98,5	98,4	134,2	102,5	
T4	103,1	64,1	9,0	68,0	178,6	98,3	97,0	131,8	97,5	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
	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										
2014	-1,5	-0,6	1,3	-1,8	-2,3	-2,7	-7,2	-5,5	-2,7	-3,2
2015	-1,4	-0,2	1,4	-1,1	-2,1	-1,0	-4,4	-2,9	-2,7	-2,8
2016	0,1	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,8
2017	-0,5	0,5	1,5	3,9	1,1	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,6
2017 T1	-0,3	0,8	0,8	2,0	1,0	-0,9	-3,8	-1,3	-2,0	-1,5
T2	0,3	0,7	1,0	2,1	1,1	-1,2	-3,5	-1,0	-1,6	-1,0
T3	0,1	0,9	1,4	3,3	1,2	-0,9	-2,4	-0,5	-1,6	-1,1
T4	-0,5	0,5	1,5	3,9	1,1	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,6
Dette des administrations publiques										
2014	40,9	40,5	22,7	63,8	68,0	84,0	130,6	80,3	53,5	60,2
2015	36,8	42,6	22,0	58,7	64,6	84,6	128,8	82,6	52,3	63,5
2016	40,5	40,1	20,8	56,2	61,8	83,6	129,9	78,6	51,8	63,0
2017	40,1	39,7	23,0	50,8	56,7	78,4	125,7	73,6	50,9	61,4
2017 T1	39,3	39,2	23,9	56,6	59,5	81,7	130,1	80,3	53,3	62,7
T2	39,9	41,7	23,4	55,0	58,6	81,4	131,7	79,8	51,7	61,7
T3	38,2	39,4	23,4	53,4	56,9	80,2	130,5	78,5	51,3	60,5
T4	40,1	39,7	23,0	50,8	56,7	78,4	125,7	73,6	50,9	61,4

Source: Eurostat.

© Banque centrale européenne, 2018

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'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 25 avril 2018.

ISSN 2363-3425 (PDF)
Numéro de catalogue UE QB-BP-18-003-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général