

## Bulletin économique

Numéro 4 / 2017

# Sommaire

<b>Évolutions économiques et monétaires</b>	<b>2</b>
Vue d'ensemble	2
1    Environnement extérieur	5
2    Évolutions financières	11
3    Activité économique	18
4    Prix et coûts	25
5    Monnaie et crédit	30
6    Évolutions budgétaires	38
<b>Encadrés</b>	<b>41</b>
1    Évolution récente des risques au niveau mondial - une évaluation	41
2    Le programme d'achats de titres du secteur des entreprises de la BCE : mise en œuvre et impact	45
3    Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 25 janvier au 2 mai 2017	53
4    Évolutions récentes du solde du compte des transactions courantes de la zone euro	59
5    Dette du secteur privé et réduction du levier d'endettement dans les pays de la zone euro	65
6    Quels sont les secteurs qui ont vendu les titres du secteur public acquis par l'Eurosystème ?	72
7    Recommandations par pays en matière de politique budgétaire dans le cadre du Semestre européen 2017	77
8    Le pacte budgétaire : l'examen par la Commission et les perspectives	81
<b>Article</b>	<b>84</b>
1    Les déterminants domestiques et mondiaux de l'inflation dans la zone euro	84
<b>Statistiques</b>	<b>S1</b>

# Évolutions économiques et monétaires

## Vue d'ensemble

**Lors de sa réunion de politique monétaire du 8 juin 2017, le Conseil des gouverneurs a conclu qu'une orientation très accommodante de la politique monétaire demeurait indispensable pour aviver les tensions inflationnistes sous-jacentes et soutenir l'inflation totale à moyen terme.** Les informations devenues disponibles depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs, fin avril, corroborent un renforcement de l'économie de la zone euro, qui devrait, selon les projections, croître à un rythme légèrement plus élevé qu'anticipé antérieurement. Le Conseil des gouverneurs considère que les risques pesant sur les perspectives de croissance sont désormais globalement équilibrés. Dans ce contexte, il est de plus en plus improbable que les scénarios très défavorables pesant sur les perspectives de stabilité des prix se matérialisent, notamment parce que les risques de déflation ont en grande partie disparu. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs a décidé de cesser de faire référence à une baisse des taux d'intérêt dans ses indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt (*forward guidance*). Cependant, l'expansion économique doit encore se traduire par une dynamique d'inflation plus forte. À ce stade, les mesures de l'inflation sous-jacente restent faibles et ne présentent pas encore de signes convaincants de remontée. Dès lors, l'orientation très accommodante de la politique monétaire demeure appropriée.

## Évaluation économique et monétaire au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs du 8 juin 2017

**Les mesures de politique monétaire de la BCE ont continué de préserver les conditions de financement très favorables qui sont indispensables pour assurer une convergence durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.** Cela se manifeste de façon très claire au travers du niveau toujours très bas des taux d'intérêt des banques. De même, les effets des mesures de politique monétaire en place depuis juin 2014 continuent d'améliorer sensiblement les conditions d'emprunt des entreprises et des ménages, l'accès au financement – en particulier pour les petites et moyennes entreprises – et, dès lors, les flux de crédits dans la zone euro. La monnaie au sens large poursuit son expansion à un rythme vigoureux, tandis que la reprise de la croissance des prêts accordés au secteur privé observée depuis début 2014 se poursuit.

**L'expansion économique en cours dans la zone euro est de plus en plus solide et s'est élargie à l'ensemble des secteurs et des pays.** Le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,6 % en glissement trimestriel au premier trimestre 2017, après 0,5 % au quatrième trimestre 2016. Les indicateurs à court terme tels que ceux tirés d'enquêtes continuent de laisser présager une dynamique robuste de

la croissance à brève échéance. Les effets des mesures de politique monétaire de la BCE ont également facilité le processus de désendettement et devraient continuer de soutenir la demande intérieure. En particulier, la reprise de l'investissement bénéficie toujours des conditions de financement très favorables et des améliorations de la rentabilité des entreprises. Les créations d'emplois, à la faveur également des réformes antérieures des marchés du travail, confortent le revenu disponible réel et la consommation privée.

**L'activité de la zone euro est, en outre, favorisée par une reprise économique soutenue au niveau mondial.** La croissance du commerce mondial s'est sensiblement renforcée ces derniers mois, à la faveur, entre autres facteurs, du redressement des économies de marché émergentes. Toutefois, les perspectives de croissance économique de la zone euro restent freinées par la lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles, en particulier sur les marchés des biens et services, et par les besoins d'ajustement des bilans qui subsistent dans un certain nombre de secteurs, malgré les améliorations en cours.

**Les projections macroéconomiques de juin 2017 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, clôturées fin mai, qui reposent sur la mise en œuvre intégrale de l'ensemble des mesures de politique monétaire de la BCE, tablent sur une hausse du PIB annuel en volume de 1,9 % en 2017, 1,8 % en 2018 et 1,7 % en 2019.** Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2017 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été revues en hausse sur l'horizon de projection. Les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro sont considérés comme globalement équilibrés. D'une part, la dynamique conjoncturelle positive constatée actuellement accroît la probabilité d'une reprise économique plus vigoureuse qu'attendu. D'autre part, des risques à la baisse subsistent, en lien principalement avec des facteurs mondiaux.

**Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,4 % en mai**, après 1,9 % en avril et 1,5 % en mars. Comme anticipé, la récente volatilité des taux d'inflation a été essentiellement due aux prix de l'énergie et à des hausses temporaires des prix des services pendant la période de Pâques. Faisant suite à la récente baisse des prix du pétrole, l'inflation mondiale totale s'est stabilisée. Pour la suite, sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale dans la zone euro devrait se maintenir autour de ses niveaux les plus récents au cours des prochains mois.

**Les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées faibles et n'ont pas encore montré de signes convaincants d'un rebond, dans la mesure où les ressources inutilisées continuent de peser sur la formation des salaires et des prix domestiques.** L'inflation sous-jacente ne devrait progresser que graduellement à moyen terme, confortée par les mesures de politique monétaire de la BCE, la poursuite de la croissance économique et la résorption progressive correspondante de la sous-utilisation des capacités productives.

**Les projections macroéconomiques de juin 2017 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de**

**1,5 % en 2017, de 1,3 % en 2018 et de 1,6 % en 2019.** Par comparaison avec les projections macroéconomiques de mars 2017 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de progression de l'IPCH ont été révisées à la baisse, principalement en raison du recul des prix du pétrole.

**Le déficit budgétaire de la zone euro devrait continuer à se réssorber au cours de la période de projection (2017-2019),** en raison principalement de l'amélioration de la conjoncture et de la baisse des paiements d'intérêts. L'orientation budgétaire au niveau agrégé pour la zone euro devrait rester globalement neutre sur la période 2017-2019. Bien que toujours élevé, le ratio de la dette publique de la zone euro par rapport au PIB devrait continuer à diminuer. Les pays ayant des dettes publiques élevées bénéficieraient d'efforts d'assainissement supplémentaires pour fermement orienter à la baisse leur ratio de dette rapportée au PIB.

## Les décisions de politique monétaire

**Au terme de l'examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé la nécessité de maintenir une orientation très accommodante de la politique monétaire afin de ramener durablement les taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %.**

Le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés et prévoit 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 dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) devraient être réalisés, au rythme mensuel actuel de 60 milliards d'euros, jusque fin décembre 2017 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Les achats nets s'effectueront en parallèle avec des réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP. De plus, le Conseil des gouverneurs a confirmé que si les perspectives devenaient moins favorables ou si les conditions financières ne permettaient plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, il se tenait prêt à accroître le volume et/ou à allonger la durée du programme d'achats d'actifs.

# 1

## Environnement extérieur

*Malgré une diminution temporaire de la croissance du PIB mondial au premier trimestre 2017, la croissance de l'activité mondiale est demeurée soutenue au cours des premiers mois de l'année. La dynamique des échanges internationaux s'est considérablement améliorée, en raison essentiellement de la hausse des échanges provenant des économies de marché émergentes. L'inflation mondiale totale s'est stabilisée ces derniers mois, l'effet des précédentes hausses des prix des matières premières ayant diminué. Toutefois, les cours du pétrole ont fléchi ces dernières semaines, ce qui devrait atténuer les taux d'inflation mondiaux à court terme.*

### Activité économique et échanges commerciaux à l'échelle mondiale

**Malgré une diminution temporaire de la croissance du PIB mondial au premier trimestre 2017, la croissance de l'activité mondiale est demeurée soutenue en début d'année.** Aux États-Unis, la croissance du PIB est revenue à 0,3 % en rythme trimestriel, traduisant essentiellement un recul des dépenses de consommation et une réduction importante des dépenses d'investissement liées aux stocks. Au Royaume-Uni, la croissance du PIB s'est également ralentie, la hausse de l'inflation entraînée par la dépréciation de la livre sterling ayant contracté les revenus réels et les dépenses des ménages. En Chine, le ralentissement de la croissance du PIB, revenue à 1,3 % en rythme trimestriel, est en légère contradiction avec des indicateurs à court terme plus encourageants. Par ailleurs, la sortie de récession de la Russie et du Brésil a permis un fort rebond de la croissance de leur PIB, tandis qu'en Inde, la croissance de l'activité s'est redressée dans un contexte d'atténuation des effets de la démonétisation.

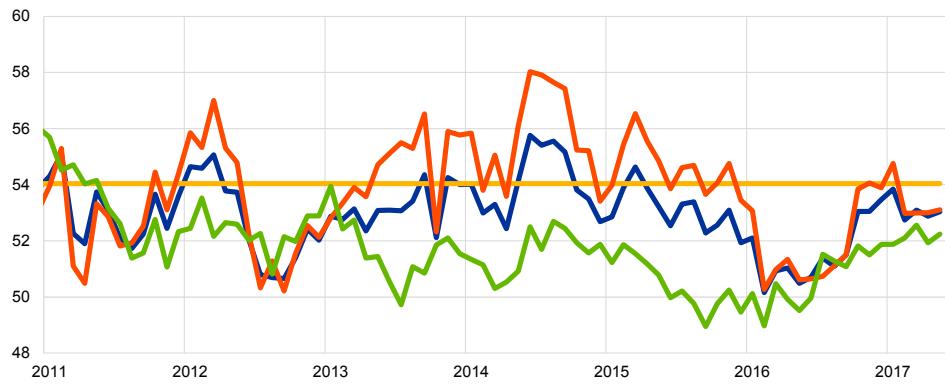
**Les indicateurs tirés d'enquêtes suggèrent un rebond de la croissance mondiale à court terme.** Hors zone euro, l'indice composite global des directeurs d'achat est resté largement inchangé en mai, demeurant légèrement inférieur à son niveau moyen de long terme et indiquant la poursuite d'une expansion modérée de l'activité mondiale (cf. graphique 1). Les enquêtes sur le climat des affaires ont été encourageantes : la confiance des consommateurs dans les pays de l'OCDE est remontée vers les niveaux d'avant la crise et la confiance des chefs d'entreprise s'est également améliorée.

## Graphique 1

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

(indice de diffusion)

- Mondial hors zone euro
- Mondial hors zone euro - moyenne de long terme
- Économies avancées hors zone euro
- Économies de marché émergentes



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

Notes : Les dernières observations se rapportent à mai 2017. La « moyenne de long terme » fait référence à la période allant de janvier 1999 à mai 2017.

**Les marchés financiers sont en phase avec les anticipations d'une amélioration de la croissance mondiale à court terme.** Après avoir fortement augmenté suite aux élections américaines, les marchés boursiers mondiaux et les rendements obligataires à long terme ont diminué en avril et début mai, les investisseurs doutant de la capacité de la nouvelle administration des États-Unis à mettre en œuvre les annonces officielles. Toutefois, les marchés mondiaux ont fortement rebondi après l'élection présidentielle française. Dans l'ensemble, les marchés financiers ont généralement fait preuve de résistance, avec une faible aversion au risque. Les conditions financières dans les économies de marché émergentes (EME) bénéficient également des anticipations de meilleures perspectives de croissance mondiale et les flux de capitaux vers ces pays ont retrouvé de la vigueur.

**Les politiques monétaires restent accommodantes.** Alors que d'autres grandes banques centrales devraient maintenir leur orientation accommodante, les marchés continuent d'anticiper un resserrement monétaire très progressif aux États-Unis. En Chine, les conditions financières se sont resserrées, la Banque populaire de Chine ayant augmenté les taux interbancaires afin de limiter les prêts plus risqués des petites banques et des institutions non bancaires. Cependant, les taux débiteurs de référence accordés aux sociétés non financières sont restés inchangés, ce qui suggère que, jusqu'à présent, l'impact sur l'économie au sens large est modéré.

**Pour la période à venir, après un rebond à court terme, l'activité économique mondiale devrait connaître une accélération progressive.** Les perspectives des économies avancées indiquent une expansion modérée, étayée par le soutien continu des politiques monétaire et budgétaire et caractérisée par la poursuite du redressement conjoncturel et par la résorption progressive des écarts de production. Au sein des EME, les perspectives sont soutenues par la croissance vigoureuse de la Chine et de l'Inde, tandis que l'activité devrait se renforcer parmi les exportateurs

de matières premières. Le redressement de ces économies constitue le principal moteur de la hausse prévue de la croissance du PIB mondial pour les deux prochaines années. Le rythme de l'expansion mondiale restera cependant inférieur aux taux d'avant la crise, conformément aux estimations suggérant une diminution du potentiel de croissance dans la plupart des économies avancées et émergentes ces dernières années.

**Aux États-Unis, l'activité devrait se renforcer.** Après la faiblesse du premier trimestre, un vif rebond est attendu pour le reste de l'année 2017, la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise restant élevée et l'amélioration de la situation sur le marché du travail se traduisant progressivement par une hausse de la croissance des salaires. Une forte reprise de l'investissement dans le secteur de l'énergie devrait également soutenir l'économie.

**Au Royaume-Uni, la croissance du PIB en volume devrait rester relativement atone à court terme.** Malgré le soutien aux exportations apporté par la dépréciation de la livre sterling, la hausse de l'inflation devrait peser sur les revenus des ménages et sur la consommation privée. L'accroissement de l'incertitude relative aux futurs accords commerciaux du Royaume-Uni devrait également peser sur l'investissement.

**Au Japon, les politiques accommodantes devraient continuer à soutenir l'expansion.** La politique monétaire accommodante, l'assouplissement des conditions financières et le programme de relance budgétaire devraient soutenir la demande domestique, tandis que les exportations devraient se redresser progressivement avec l'amélioration de la demande extérieure. Néanmoins, malgré la forte dynamique de la création d'emplois, les hausses de salaires sont restées modérées, limitant la consommation privée.

**En Chine, l'activité devrait continuer de progresser à un rythme vigoureux,** soutenue par la résistance de la consommation et par le dynamisme du marché de l'immobilier résidentiel. Toutefois, l'attention croissante apportée à la maîtrise des risques pesant sur la stabilité financière a entraîné un resserrement des conditions financières depuis fin 2016. À moyen terme, la croissance devrait poursuivre sa tendance à une diminution progressive, conforme au souhait des autorités de rééquilibrer l'économie.

**Les pays d'Europe centrale et orientale devraient bénéficier de la vigueur de la consommation et de l'investissement, ce dernier étant soutenu par les fonds structurels de l'UE.** Même si l'inflation devrait augmenter progressivement, reflétant la dissipation des effets des baisses des prix de l'énergie, le revenu disponible réel devrait également se renforcer à mesure que le marché du travail se resserre et que les tensions sur les salaires s'accroissent.

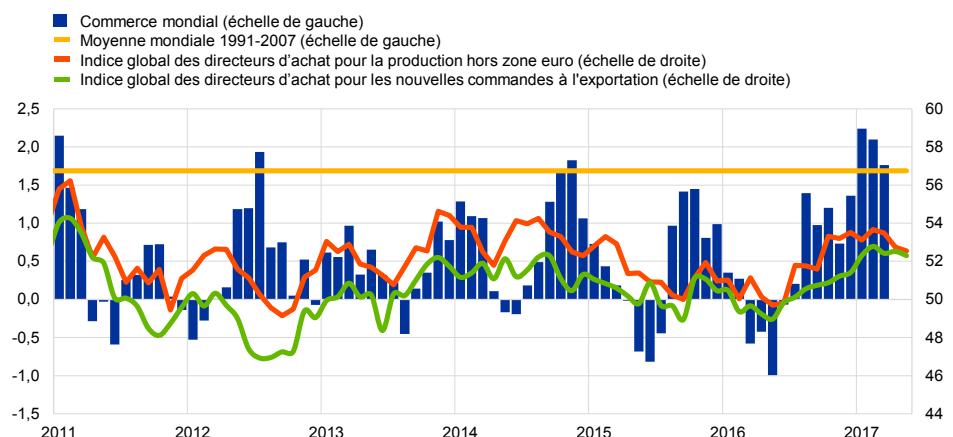
**Les grands exportateurs de matières premières devraient continuer leur redressement après les profondes récessions observées.** En Russie, le rebond des prix du pétrole depuis l'année dernière, conjugué à une politique monétaire plus accommodante, devrait soutenir la croissance, même si la demande domestique reste fragile dans un contexte d'incertitude élevée, de faiblesse des salaires réels

et de baisse de la confiance. La stabilisation de la confiance des chefs d'entreprise, l'amélioration des termes de l'échange et l'assouplissement des conditions financières devraient être favorables à l'activité au Brésil. Cependant, les incertitudes politiques récurrentes et les besoins d'assainissement budgétaire continuent de peser sur les perspectives à moyen terme.

**La dynamique des échanges internationaux s'est considérablement améliorée à la fin de l'année dernière et début 2017.** Au premier trimestre 2017, le volume des importations mondiales de biens a augmenté de 1,8 % en rythme trimestriel (cf. graphique 2). Le redressement du commerce mondial au cours du second semestre 2016 et début 2017 s'explique essentiellement par l'amélioration au sein des EME, les échanges des pays émergents d'Asie bénéficiant des investissements chinois entraînés par la politique de relance. Les indicateurs avancés font état de la poursuite de perspectives vigoureuses des échanges à court terme, l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation ressortant à 52,3 en mai. À plus long terme, tandis que les perspectives sont soumises à certaines incertitudes découlant de la rhétorique de la nouvelle administration américaine relative aux politiques commerciales, le commerce mondial devrait augmenter de façon globalement conforme à l'activité mondiale.

### Graphique 2 Échanges internationaux de biens

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



Sources : Markit, CPB et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2017 (indice des directeurs d'achat) et à mars 2017 (échanges).

**Dans l'ensemble, la croissance mondiale devrait progressivement s'accélérer au cours de la période allant de 2017 à 2019.** Selon les projections macroéconomiques de juin 2017 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait s'accélérer pour passer de 3,2 % en 2016 à 3,5 % en 2017 et 3,8 % en 2018-2019. La croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro devrait passer de 1,3 % en 2016 à 3,7 % en 2017, 3,4 % en 2018 et 3,5 % en 2019. Par rapport aux projections de mars 2017, la croissance du PIB mondial n'a globalement pas été révisée, tandis que la croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro a été révisée

à la hausse pour 2017, reflétant des chiffres plus élevés des importations vers la fin de l'année dernière.

**L'incertitude entourant les projections de référence pour l'activité mondiale reste élevée, la balance des risques étant orientée à la baisse.** Du côté des risques à la hausse, il est possible que l'amélioration du climat des affaires (que montrent les enquêtes et les marchés financiers) se traduise par une relance plus rapide que prévu de l'activité et des échanges à court terme. Les principaux risques à la baisse comprennent une augmentation du protectionnisme commercial, un durcissement désordonné des conditions financières mondiales, susceptible d'affecter notamment les EME vulnérables, de possibles perturbations associées au processus de réformes et de libéralisation de la Chine et la possibilité d'une volatilité découlant des incertitudes politiques et géopolitiques, notamment celles qui sont liées aux négociations portant sur les futures relations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. L'encadré 1 étudie l'évolution des risques mondiaux au cours de l'année écoulée.

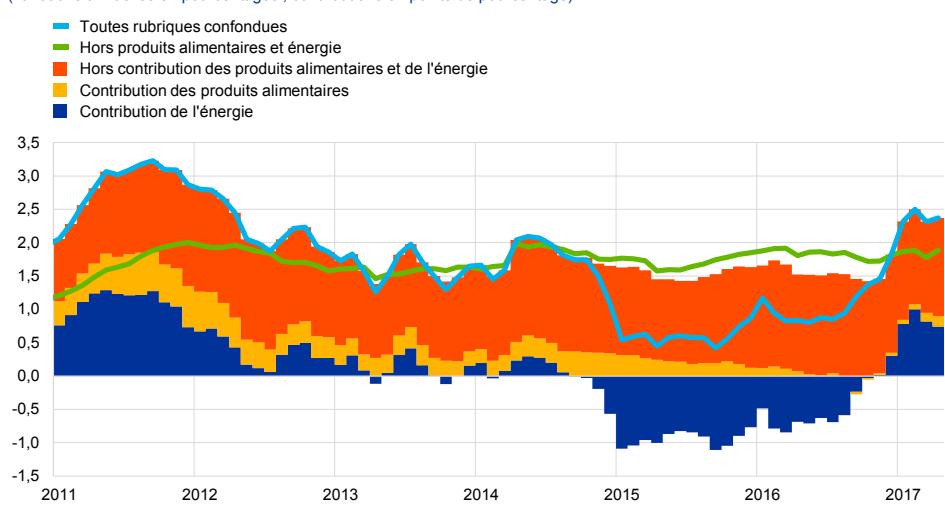
## Évolutions des prix au plan mondial

**L'évolution des prix à la consommation au niveau mondial s'est stabilisée, l'effet des précédentes hausses des prix des matières premières commençant à s'atténuer.** La hausse annuelle des prix à la consommation dans la zone OCDE est passée de 2,3 % en mars à 2,4 % en avril. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation annuelle au sein de l'OCDE a légèrement augmenté, ressortant à 1,9 % en avril (cf. graphique 3).

**Graphique 3**

### Hausse des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE

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



Source : OCDE.

Note : La dernière observation se rapporte à avril 2017.

**Les prix des matières premières ont fléchi récemment.** Les cours du *Brent* ont fluctué dans une fourchette comprise entre 48 dollars et 56 dollars le baril depuis

début mars. Les fluctuations des prix reflètent les préoccupations changeantes des intervenants de marché quant à la probabilité du succès de la stratégie de l'OPEP de réduire la production, dans un contexte de stocks pétroliers encore élevés et de hausse de la production américaine de pétrole de schiste. La prolongation de la baisse de la production pendant neuf mois, sur laquelle les pays de l'OPEP et onze pays n'appartenant pas à l'OPEP se sont mis d'accord le 25 mai 2017, avait été largement anticipée par les marchés et intégrée dans les prix avant la réunion. Les espoirs soulevés par certains pays participants quant à la possibilité d'un accord portant sur une réduction encore plus importante ou plus longue ne se sont pas concrétisés, ce qui a entraîné une nouvelle baisse des prix de près de 6 % en dollars, à la suite de la réunion. Pour la période à venir, la courbe des contrats à terme indique des prix du pétrole globalement stables au cours des trois prochaines années. Les prix des matières premières hors pétrole ont diminué de près de 8 % depuis début mars.

**Pour la période à venir, après un léger ralentissement à court terme, l'inflation mondiale devrait lentement se renforcer.** La récente baisse des prix du pétrole et des autres matières premières devrait atténuer les taux d'inflation à court terme. Par la suite, la lente diminution des capacités de production inutilisées à l'échelle mondiale devrait soutenir l'inflation sous-jacente, tandis que la courbe actuelle des contrats à terme sur le pétrole anticipe des prix très stables sur l'horizon de projection, laissant présager une contribution très limitée des prix de l'énergie à l'inflation.

## 2

## Évolutions financières

*Depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de mars, les rendements des obligations souveraines de la zone euro ont légèrement diminué et ont affiché une certaine volatilité au cours de la période. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises se sont un peu resserrés et demeurent à des niveaux inférieurs à ceux observés début mars 2016, quand le programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) a été annoncé. Globalement, les cours boursiers ont augmenté plus fortement dans la zone euro que dans les autres grandes zones économiques. L'euro s'est apprécié en termes pondérés des échanges commerciaux.*

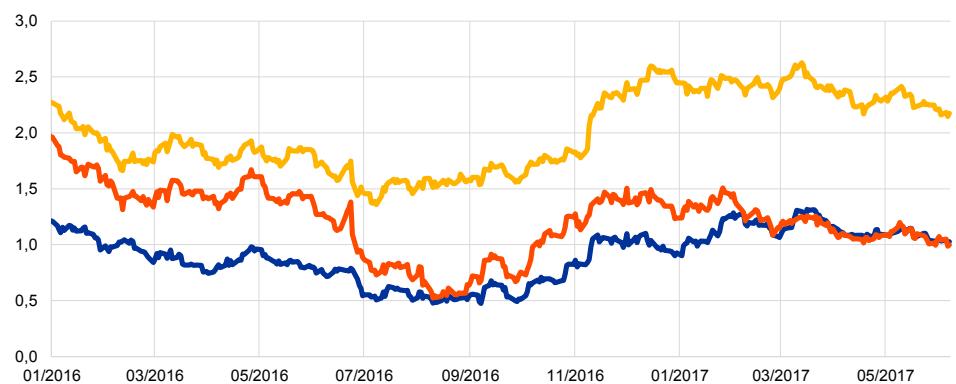
**Dans l'ensemble, les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro ont légèrement diminué depuis début mars.** Au cours de la période sous revue, du 9 mars au 7 juin 2017, le rendement des swaps au jour le jour (OIS) à dix ans dans la zone euro a baissé de 10 points de base environ pour s'établir à 0,55 %, tandis que le rendement, pondéré du PIB, des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro a diminué de 25 points de base environ, pour s'établir juste au-dessus de 1 % (cf. graphique 4). Cette baisse a mis fin à la période de hausse des rendements nominaux, avec quelques fluctuations toutefois, observée dans la zone euro depuis début octobre 2016. Aux États-Unis, les rendements des emprunts publics à long terme ont diminué de façon plus marquée que dans la zone euro, mais à partir d'un niveau plus élevé : ils ont enregistré une baisse de quelque 45 points de base, pour ressortir à 2,2 %. Le léger recul des taux d'intérêt à long terme observé dans la zone euro depuis début mars est intervenu dans un contexte marqué par des épisodes de volatilité dus à plusieurs facteurs. Les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro ont d'abord augmenté, à l'issue de la réunion de mars du Conseil des gouverneurs, mais vers fin mars ils ont diminué, en partie sous l'effet de la perception par le marché d'une incertitude politique accrue à l'approche du premier tour de l'élection présidentielle en France. En avril, toutefois, les rendements ont commencé à remonter dans un contexte d'atténuation de l'incertitude politique et de publications de données favorables pour l'économie de la zone euro. Sur le reste de la période sous revue, les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro ont enregistré de légères diminutions en raison d'une modération des anticipations d'inflation mondiale et de nouvelles données défavorables imprévues concernant l'économie à l'étranger.

#### Graphique 4

Rendements des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro,  
aux États-Unis et au Royaume-Uni

(en pourcentage annuel)

- Zone euro
- États-Unis
- Royaume-Uni



Sources : Bloomberg et BCE.

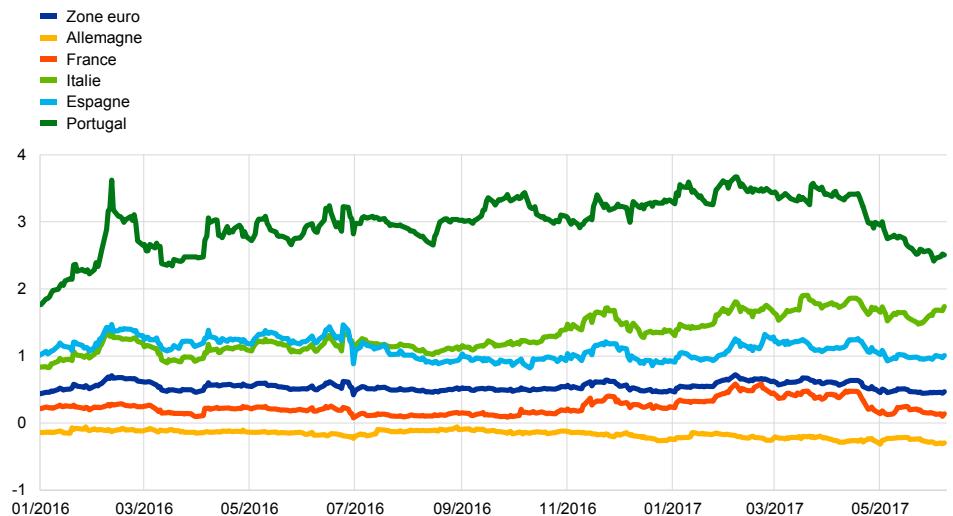
Notes : Pour la zone euro, c'est la moyenne, pondérée du PIB, des rendements des obligations souveraines à dix ans qui est calculée. La dernière observation se rapporte au 7 juin 2017.

**Les rendements des obligations souveraines ont fortement diminué dans plusieurs pays, principalement sous l'effet du recul de l'incertitude politique depuis fin avril et d'une amélioration des perspectives économiques.** Dans les différents pays, les baisses ont varié de quelques points de base à 120 points de base environ en Grèce et au Portugal. Les écarts de rendement des obligations souveraines vis-à-vis du taux des swaps au jour le jour (OIS) se sont également réduits dans l'ensemble, surtout depuis les quinze derniers jours d'avril (cf. graphique 5).

### Graphique 5

#### Écarts de rendement souverain vis-à-vis du taux des OIS dans la zone euro

(en pourcentage annuel)



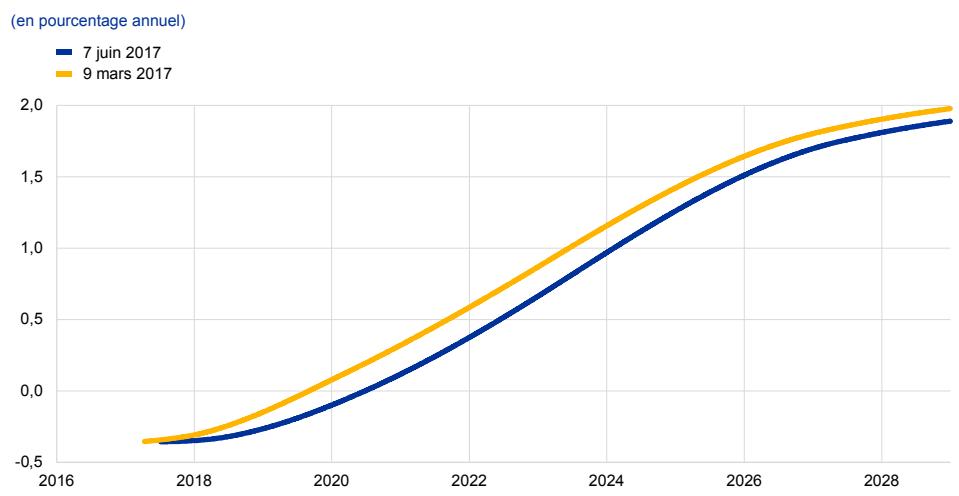
Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : L'écart est calculé en soustrayant le taux des swaps au jour le jour (OIS) au rendement souverain. Pour la zone euro, c'est la moyenne, pondérée du PIB, des rendements souverains à dix ans qui est calculée. La dernière observation se rapporte au 7 juin 2017.

**La courbe des taux moyens pondérés au jour le jour de l'euro (Eonia) anticipés s'est déplacée vers le bas, d'un peu plus de 10 points de base en moyenne, sur l'ensemble des échéances depuis début mars (cf. graphique 6).** Le mouvement initialement haussier de la courbe, jusqu'à mi-mars environ, s'est largement inversé sur le reste de la période sous revue. Globalement, la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est déplacée vers le bas de 13 points de base en moyenne. La baisse des taux a atteint quelque 20 points de base sur les échéances comprises approximativement entre trois et cinq ans. En revanche, les taux anticipés ont reculé plutôt faiblement sur les échéances n'excédant pas deux ans. Le 7 juin, le profil de la courbe indiquait que les intervenants de marché continuaient de prévoir une période prolongée de taux négatifs pour l'Eonia jusque vers mi-2020, sans nouvelles réductions du taux de la facilité de dépôt.

## Graphique 6

### Taux anticipés de l'Eonia



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

**L'Eonia a oscillé autour de – 35 points de base au cours de la période sous revue.** Il a atteint un point bas historique à – 37,3 points de base le 5 juin du fait de volumes de transaction faibles, ce jour étant férié dans plusieurs pays. L'excédent de liquidité a augmenté de plus de 305 milliards d'euros pour ressortir à 1 670 milliards environ. Cette augmentation s'explique à la fois par la dernière opération de refinancement à plus long terme ciblée (TLTRO II) et par les achats dans le cadre du programme étendu d'achats d'actifs (APP). Les conditions de la liquidité sont examinées plus en détail dans l'encadré 3.

**Les écarts de rendement des obligations émises par les sociétés non financières (SNF) ont légèrement diminué au cours de la période sous revue (cf. graphique 7).** Le 7 juin, les écarts de rendement des obligations bien notées des SNF (pour les classes de notation AA, A et BBB) étaient inférieurs de 9 points de base en moyenne à leurs niveaux de début mars et inférieurs de quelque 30 points de base à ceux de mars 2016, lorsque le Conseil des gouverneurs a annoncé le lancement du CSPP. Les écarts de rendement des obligations de moins bonne qualité émises par les SNF et des titres de créance du secteur financier (qui ne sont pas éligibles aux achats dans le cadre du CSPP) ont également baissé au cours de la période sous revue, de 26 points de base et 5 points de base, respectivement.

### Graphique 7

#### Écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises de la zone euro

(en points de base)

- Financières
- Non financières



Sources : Indices iBoxx et calculs de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au 7 juin 2017.

**Les cours boursiers de la zone euro ont augmenté depuis début mars (cf. graphique 8), prolongeant ainsi une tendance qui se maintient depuis mi-2016 environ.** À la fin de la période sous revue, les prix des actions des SNF de la zone euro se situaient 7,5 % environ au-dessus du niveau observé au début de la période. S'agissant des sociétés financières, les prix des actions ont augmenté de 5,5 %. Sous l'effet des évolutions positives récentes des marchés boursiers de la zone euro, les prix des actions des banques ont atteint dans l'ensemble un niveau supérieur de 65 % environ aux points bas enregistrés à la suite du référendum organisé en juin 2016 par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE (cf. graphique 8). Comme dans le cas des obligations, l'incertitude politique a également affecté les évolutions sur les marchés des actions de la zone euro : ces marchés ont généralement affiché un profil d'évolution indécis à l'approche du résultat du premier tour de l'élection présidentielle en France, avant d'enregistrer des hausses significatives par la suite. Depuis début mars, les prix des actions des SNF ont également augmenté aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, mais dans une moindre mesure que dans la zone euro. Les actions des sociétés financières de ces trois pays ont affiché des performances encore moins bonnes par rapport à la zone euro que celles des SNF. Les anticipations de marché relatives à la volatilité des prix des actions ont fortement augmenté, atteignant 23 % environ à l'approche de l'élection présidentielle en France, mais elles sont ensuite revenues légèrement en dessous des niveaux observés début mars, soit 13 % environ. Aux États-Unis, les anticipations relatives à la volatilité des prix des actions ont globalement diminué, s'établissant en dessous de 9 %.

## Graphique 8

### Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

(1<sup>er</sup> janvier 2016 = 100)

- Banques, zone euro
- Non-banques, zone euro
- Banques, États-Unis
- Non-banques, États-Unis



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

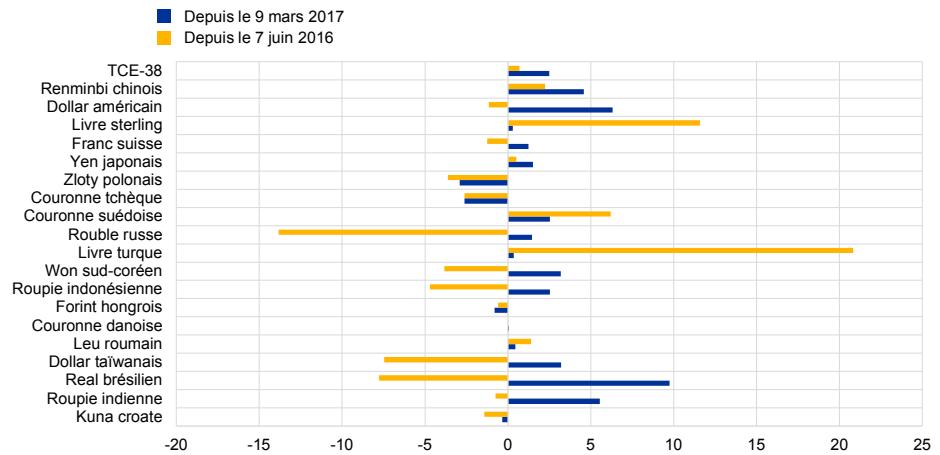
Note : La dernière observation se rapporte au 7 juin 2017.

**Sur les marchés des changes, l'euro s'est apprécié de 2,5 % en termes pondérés des échanges commerciaux depuis début mars (cf. graphique 9).** En particulier, l'euro s'est apprécié vis-à-vis de la plupart des autres grandes devises, reflétant les bonnes surprises pour l'économie de la zone euro. En termes bilatéraux, depuis le 9 mars, l'euro s'est renforcé de 6,3 % par rapport au dollar américain, de 4,6 % par rapport au renminbi chinois, de 1,5 % par rapport au yen japonais et de 1,3 % par rapport au franc suisse. L'euro s'est également apprécié vis-à-vis des devises de la plupart des économies émergentes et des devises des États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro, à l'exception des devises de certains États membres d'Europe centrale et orientale, dont la couronne tchèque, le zloty polonais et le forint hongrois, contre lesquelles il s'est déprécié.

## Graphique 9

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

(en pourcentage)



Source : BCE.

Note : 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 7 juin 2017.

### 3

## Activité économique

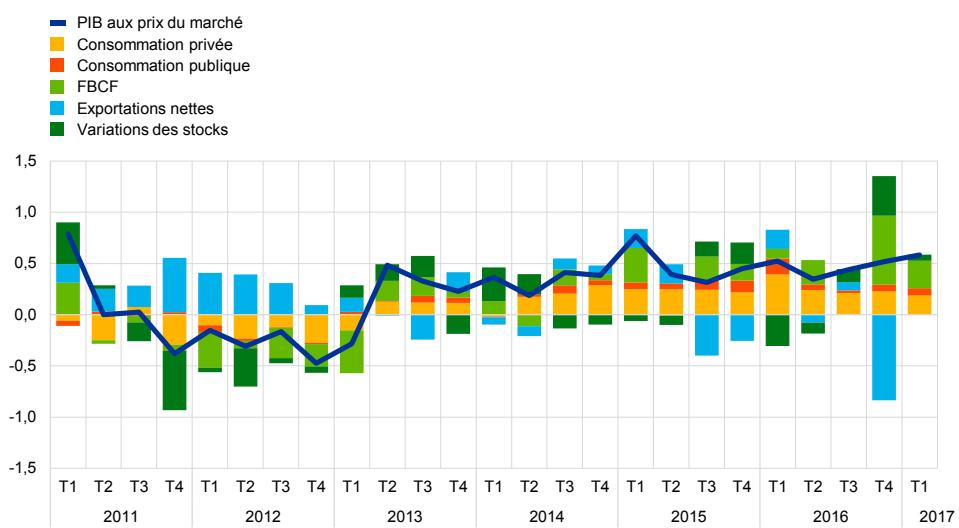
L'expansion économique en cours est de plus en plus solide et s'est élargie à l'ensemble des secteurs et des pays. La croissance dans la zone euro est soutenue principalement par la demande intérieure, même si les perspectives bénéficient de plus en plus du soutien de facteurs favorables liés à l'environnement extérieur. Les indicateurs à court terme comme ceux tirés d'enquêtes confirment une dynamique de croissance robuste à cette échéance. Par rapport aux projections de mars 2017 établies par les services de la BCE, les projections macroéconomiques de juin 2017 des services de l'Eurosystème ont été révisées à la hausse et tablent sur une croissance du PIB en volume de la zone euro de 1,9 % en 2017, 1,8 % en 2018 et 1,7 % en 2019.

**L'expansion économique de la zone euro s'est renforcée et est principalement soutenue par la demande intérieure.** Au premier trimestre 2017, le PIB en volume a augmenté de 0,6 % en rythme trimestriel, après 0,5 % au trimestre précédent (cf. graphique 10). Cela fait maintenant quatre années consécutives que l'économie de la zone euro est en expansion et la croissance est devenue de plus en plus solide, s'élargissant à l'ensemble des secteurs et des pays. La demande intérieure est restée le moteur de la croissance au premier trimestre 2017 et la variation des stocks a apporté une contribution positive, tandis que la contribution des exportations nettes a été neutre. S'agissant de la production, l'activité économique a été principalement soutenue par la robuste croissance dans les secteurs de la construction et des services, tandis que la valeur ajoutée dans l'industrie hors construction a augmenté plus lentement.

**Graphique 10**

PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



Source : Eurostat.

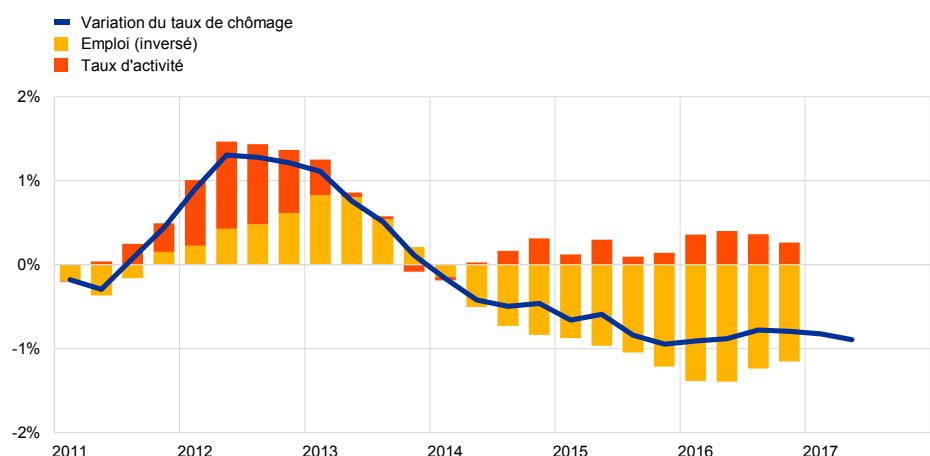
Notes : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2017. Les fortes variations de la FBCF et des exportations nettes au quatrième trimestre 2016 reflètent en grande partie des transactions sur des actifs réalisées par un petit nombre d'opérateurs économiques importants en Irlande.

**La reprise est particulièrement manifeste sur les marchés du travail de la zone euro, bien que les capacités inutilisées demeurent importantes.** L'emploi a continué d'augmenter au quatrième trimestre 2016 et, en conséquence, son niveau s'est établi 1,2 % au-dessus de celui enregistré un an auparavant. Les données d'enquêtes disponibles jusqu'en mai laissent entrevoir de nouvelles améliorations de la situation sur les marchés du travail. Le chômage dans la zone euro a continué de diminuer en 2017 après avoir enregistré un pic début 2013. En avril, le taux de chômage s'est établi à 9,3 %, son niveau le plus bas depuis mars 2009. La tendance générale à la baisse des taux de chômage s'est maintenue, malgré des hausses continues du taux d'activité dans la zone euro (cf. graphique 11), qui a été soutenu notamment par l'augmentation de la participation des travailleurs âgés. En outre, des mesures plus larges de l'emploi font état de capacités inutilisées encore élevées sur les marchés du travail de la zone euro, même si l'écart entre le taux de chômage global et les mesures plus larges s'est réduit récemment sous l'effet de légères baisses des effectifs de travailleurs découragés ou sous-employés<sup>1</sup>.

### Graphique 11

#### Décomposition de la baisse du chômage dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage du taux de chômage de la zone euro ; contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2016 pour l'emploi et le taux d'activité, et à avril 2017 pour le taux de chômage.

### Les améliorations sur les marchés du travail de la zone euro ont dopé les revenus disponibles réels des ménages et favorisé les dépenses de consommation.

La croissance régulière des revenus du travail, qui est le principal déterminant du revenu disponible des ménages, conjuguée à un taux d'épargne des ménages globalement stable, a continué de profiter à la consommation privée. Renforcée par les mesures de politique monétaire de la BCE, l'amélioration des conditions d'octroi de crédits bancaires a également continué de soutenir les dépenses des ménages. Si le bas niveau des taux d'intérêt affecte à la fois les intérêts perçus et les paiements d'intérêts des ménages, il tend aussi à redistribuer les ressources des épargnantes nets vers les emprunteurs nets. Ces derniers ayant

<sup>1</sup> Cf. l'encadré intitulé « Évaluation des capacités inutilisées sur le marché du travail », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2017.

généralement une propension marginale à consommer plus forte que les premiers, une telle redistribution devrait continuer de soutenir la consommation privée agrégée. La confiance des consommateurs, qui a de nouveau augmenté en mai pour le troisième mois consécutif, reste nettement supérieure à sa moyenne de long terme, dénotant une forte dynamique sous-jacente des dépenses de consommation à court terme. En outre, l'accroissement du patrimoine net des ménages, qui reflète les évolutions du patrimoine financier et du patrimoine immobilier, devrait également soutenir la consommation privée.

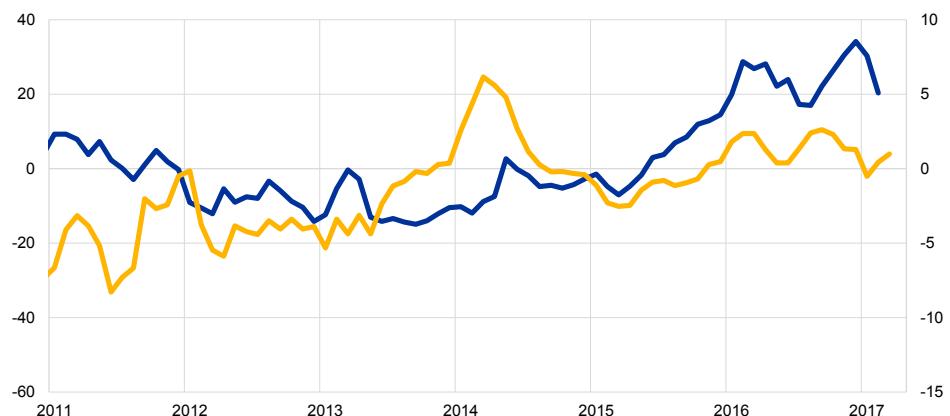
**Le rebond des marchés de l'immobilier résidentiel dans la zone euro soutient de plus en plus la dynamique de la croissance.** Bien que le redressement des marchés de l'immobilier résidentiel dans la zone euro ait été plus tardif et beaucoup plus faible que la reprise de l'activité économique générale dans la zone, sa dynamique s'est récemment renforcée. Ce redressement, à partir de très bas niveaux dans certains pays, a été soutenu par la robuste croissance du revenu disponible des ménages, des conditions de financement favorables et une préférence accrue pour l'investissement dans l'immobilier résidentiel dans le contexte de faibles rendements des actifs portant intérêt. En outre, les processus d'ajustement sur les marchés de l'immobilier résidentiel de certains pays de la zone euro semblent avoir pris fin et la confiance a fortement progressé dans le secteur de la construction. Une augmentation du nombre de permis de construire (cf. graphique 12), un accroissement de la demande de prêts au logement et une amélioration des conditions d'octroi de prêts bancaires devraient continuer de soutenir la tendance haussière actuelle de l'investissement dans la construction, qui touche l'ensemble des pays de la zone euro.

### Graphique 12

#### Permis de construire et production dans la construction

(variations annuelles en pourcentage)

- Permis de construire (échelle de gauche)
- Production dans la construction (échelle de droite)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Calculs effectués à partir des moyennes mobiles sur trois mois. Les dernières observations se rapportent à février 2017 pour les permis de construire et à mars 2017 pour la production dans le secteur de la construction.

**L'investissement des entreprises poursuit son redressement progressif.** La production industrielle dans le secteur des biens d'équipement à forte intensité en investissements a modérément progressé, de 0,3 %, au premier trimestre 2017.

Cependant, les données disponibles pour la plupart des pays de la zone euro font état d'une forte hausse de l'investissement hors construction. En outre, la confiance des chefs d'entreprise de ce secteur s'est encore renforcée à la faveur de prévisions de production favorables, de carnets de commande toujours plus remplis et d'un retournement des anticipations relatives aux prix de vente, tandis que l'utilisation des capacités de production s'est à nouveau accrue pour s'établir à des niveaux supérieurs aux moyennes d'avant la crise. D'après la dernière enquête semestrielle sur l'investissement réalisée par la Commission européenne, les perspectives d'investissement dans la zone euro en 2017 se sont améliorées.

**Pour la suite, le redressement de l'investissement des entreprises devrait se poursuivre.** Il sera soutenu par plusieurs facteurs, notamment les conditions de financement toujours très favorables, l'orientation très accommodante de la politique monétaire de la BCE, la nécessité de remplacer le stock de capital après plusieurs années d'investissement atone, les taux d'utilisation des capacités de production supérieurs à la moyenne, et les marges bénéficiaires élevées dans le secteur non financier. En outre, le net redressement des cours des actions enregistré ces dernières années ainsi que la croissance modérée du financement par endettement ont ramené le ratio d'endettement (dettes rapportées au total des actifs) à des niveaux historiquement bas (pour une synthèse de la réduction du levier d'endettement du secteur privé, cf. l'encadré 5 du présent *Bulletin économique*). Certains facteurs devraient cependant continuer de peser sur les perspectives d'investissement des entreprises. Il s'agit notamment d'anticipations d'un affaiblissement du potentiel de croissance à long terme par rapport aux niveaux du passé, de rigidités sur les marchés des biens et de l'ajustement en cours aux variations de l'environnement réglementaire. La faible rentabilité des banques et le stock encore élevé de créances douteuses au bilan des banques dans un certain nombre de pays continuent de peser sur la capacité d'intermédiation des banques et, donc, sur le financement de l'investissement des entreprises à court terme.

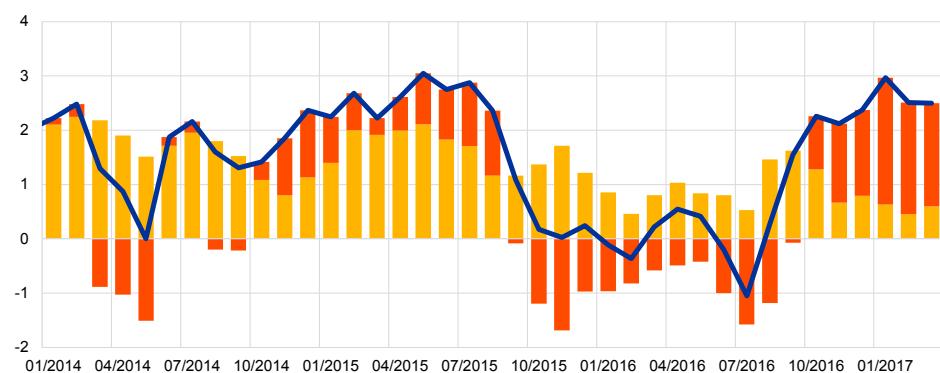
**Une amélioration de l'environnement extérieur a entraîné un rebond de la dynamique des exportations de la zone euro.** Les données mensuelles relatives aux échanges commerciaux jusqu'en mars 2017 vont dans le sens d'une poursuite de la croissance des exportations de biens hors de la zone euro, après un résultat relativement robuste au quatrième trimestre 2016. C'est de bon augure pour les perspectives globales de croissance, la hausse des exportations étant de plus en plus alimentée par le renforcement de la demande, tant en provenance d'Europe que du reste du monde. En particulier, les exportations vers la Chine, les États-Unis et la Russie ont fortement augmenté sur les trois derniers mois. Cette évolution contraste fortement avec l'expérience des trois dernières années, durant lesquelles les exportations avaient été principalement soutenues par les échanges intra-européens (cf. graphique 13), et reflète la reprise mondiale de plus en plus généralisée des échanges commerciaux. Les enquêtes et les nouvelles commandes à l'exportation portant sur le deuxième trimestre 2017 font état d'une robuste dynamique des exportations à court terme. À plus long terme, les exportations devraient progresser à la suite du redressement du commerce mondial. Toutefois, les risques pesant sur les échanges commerciaux restent élevés et sont

principalement liés à une augmentation du protectionnisme susceptible d'entraver la croissance mondiale.

### Graphique 13 Exportations de biens hors zone euro

(variations annuelles en pourcentage des moyennes mobiles sur trois mois ; contributions en points de pourcentage)

- Exportations hors zone euro
- Europe hors zone euro
- Reste du monde



Source : Eurostat.

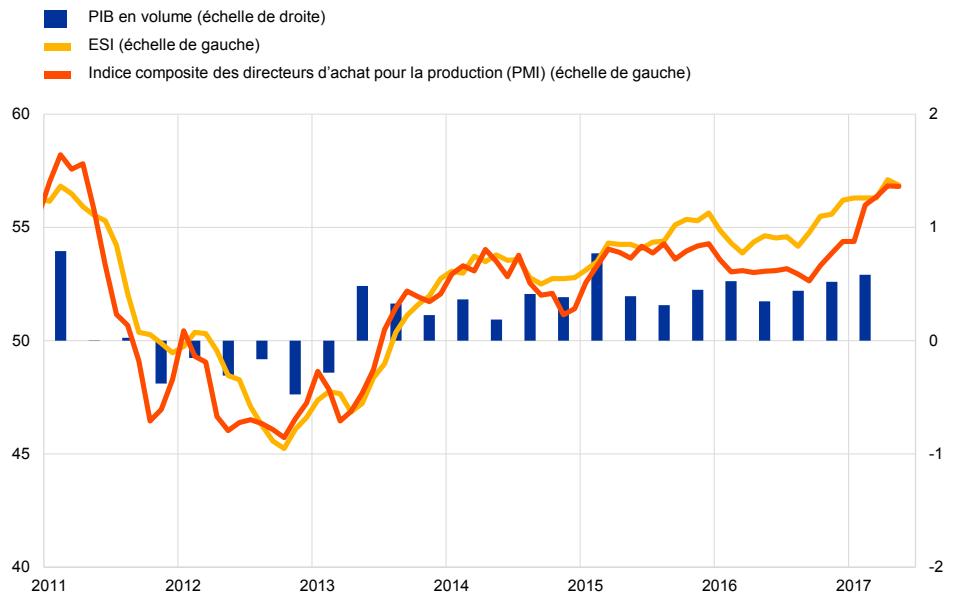
Note : Les données sont exprimées en volume et les dernières observations se rapportent à mars 2017.

**Les données devenues disponibles vont globalement dans le sens d'une croissance robuste au deuxième trimestre 2017.** L'indicateur du climat économique de la Commission européenne (*Economic Sentiment Indicator – ESI*) et l'indice composite des directeurs d'achat pour la production ont affiché des améliorations généralisées les quatre premiers mois de l'année. En mai, les deux indicateurs se sont établis à leur point haut d'après la crise, ou à un niveau proche, bien qu'ils aient légèrement reculé par rapport à avril. La hausse de ces indicateurs durant les deux premiers mois du deuxième trimestre 2017 reflète principalement l'amélioration des anticipations relatives aux niveaux de la production future et des carnets de commandes, et ces indicateurs sont actuellement tous deux supérieurs à leur moyenne de long terme (cf. graphique 14).

### Graphique 14

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

(variations trimestrielles en pourcentage ; soldes normalisés en pourcentage et indices de diffusion)



Sources : Markit, Commission européenne et Eurostat.

Note : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2017 pour le PIB en volume et à mai 2017 pour l'ESI et le PMI.

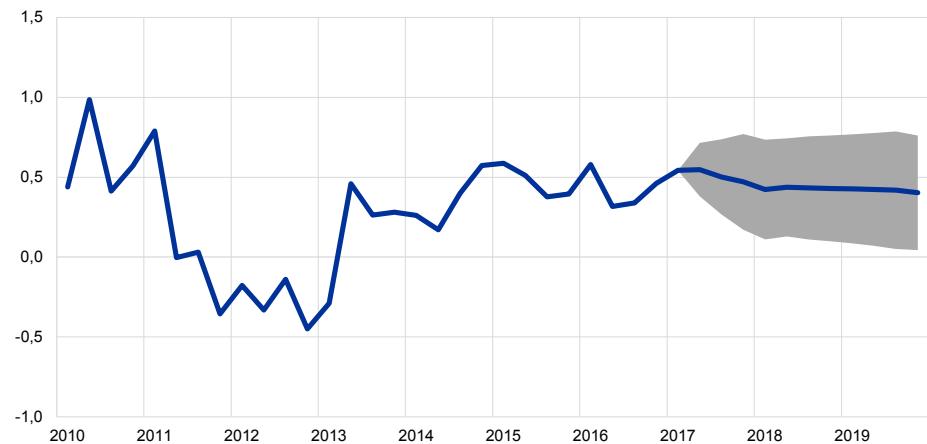
**L'expansion économique actuelle dans la zone euro devrait se poursuivre, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE qui se transmettent à l'économie réelle.** La demande intérieure devrait être soutenue par un certain nombre de facteurs favorables. Les conditions de financement très favorables et le bas niveau des taux d'intérêt continuent de favoriser une reprise de l'investissement dans un contexte de hausse des bénéfices et de diminution des besoins de désendettement. La croissance de la consommation privée devrait bénéficier d'une nouvelle amélioration de la situation sur les marchés du travail, imputable en partie aux réformes antérieures de ces marchés. Des éléments favorables résultant de la reprise conjoncturelle en dehors de la zone euro, qui devraient se renforcer, soutiendront les exportations. Toutefois, la croissance économique dans la zone euro devrait être freinée par la lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles et par les ajustements des bilans qui restent à réaliser dans un certain nombre de secteurs, malgré les améliorations en cours.

**Les projections macroéconomiques de juin 2017 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro prévoient une hausse du PIB annuel en volume de 1,9 % en 2017, de 1,8 % en 2018 et de 1,7 % en 2019**

(cf. graphique 15). Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2017 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées à la hausse. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro sont globalement équilibrés. D'une part, la dynamique conjoncturelle positive constatée actuellement accroît la probabilité d'une reprise économique plus vigoureuse qu'attendu. D'autre part, des risques à la baisse demeurent, en lien principalement avec des facteurs mondiaux (cf. l'encadré 1 du présent *Bulletin économique*).

**Graphique 15**  
PIB en volume de la zone euro (avec projections)

(variations trimestrielles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « Projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, juin 2017 » publié le 8 juin 2017 sur le site internet de la BCE.

Notes : Les intervalles présentés autour des projections centrales sont établis à partir des différences entre les résultats effectifs et les précédentes projections réalisées sur plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue de l'écart moyen observé entre projections et réalisation. La méthode utilisée pour calculer les intervalles, qui comprend une correction des événements exceptionnels, est décrite dans la *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, BCE, décembre 2009, disponible sur le site internet de la BCE.

## 4

## Prix et coûts

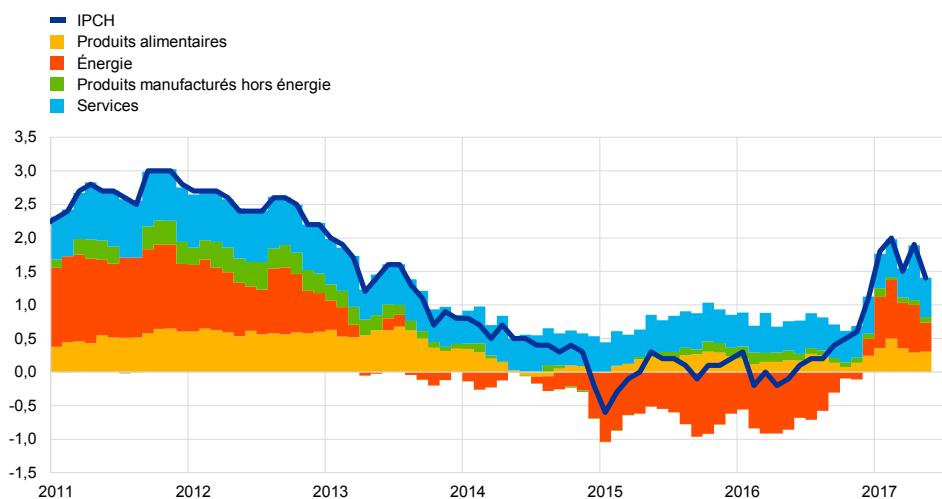
*Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,4 % en mai 2017, après 1,9 % en avril. Pour la suite, sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait fluctuer autour de ses niveaux actuels au cours des prochains mois. Abstraction faite de la récente volatilité, l'inflation sous-jacente n'a pas encore montré de signes convaincants d'un rebond et ne devrait augmenter que graduellement à moyen terme. Les projections macroéconomiques de juin 2017 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 1,5 % en 2017, de 1,3 % en 2018 et de 1,6 % en 2019.*

**L'inflation totale s'est ralentie en mai.** Sous l'effet des évolutions récentes des prix du pétrole et du calendrier des fêtes de Pâques, l'inflation totale a été assez volatile au cours des derniers mois. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, elle s'est établie à 1,4 % en mai 2017, après 1,9 % en avril et 1,5 % en mars. La baisse observée en mai a été anticipée pour deux raisons. Premièrement, la hausse des prix des services s'est nettement ralentie, annulant le fort rebond observé en avril. Cette évolution résulte de l'impact du calendrier des fêtes de Pâques en 2017, différent de celui de 2016, sur la variation annuelle de ces prix. Deuxièmement, la hausse des prix de l'énergie s'est ralentie en raison d'un effet de base baissier associé à la forte hausse des prix de l'énergie un an auparavant et d'une accentuation des pressions à la baisse exercées par le recul des prix du pétrole au cours des derniers mois.

### Graphique 16

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

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



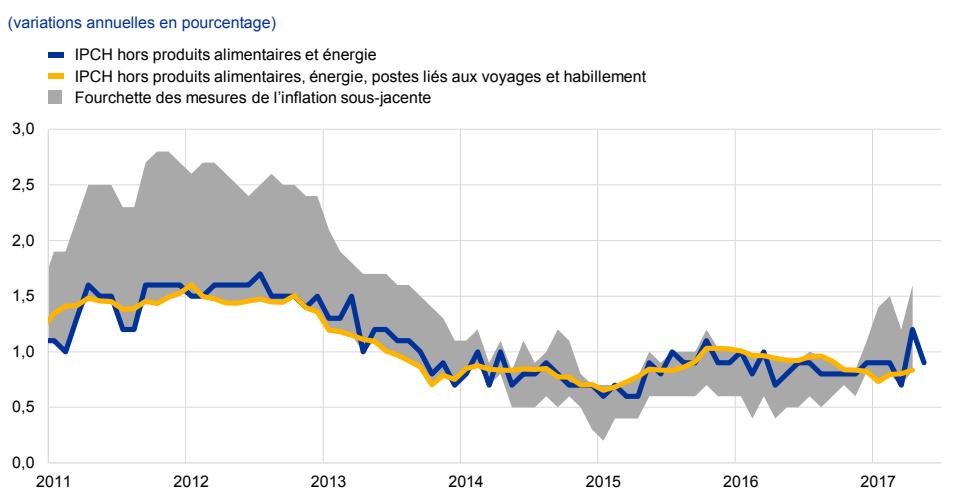
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2017 (estimations rapides).

**L'inflation sous-jacente n'a pas encore montré de signes convaincants d'un ajustement à la hausse.** Ces derniers mois, certaines mesures de l'inflation sous-jacente ont été faussées par des facteurs temporaires tels que le calendrier des fêtes de Pâques et l'impact des récentes fluctuations des prix du pétrole sur les composantes de la hausse des prix des services liées aux voyages (en particulier

les voyages organisés). Ainsi, l'estimation rapide d'Eurostat pour mai indique que la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est ressortie à 0,9 %, après 1,2 % en avril et 0,7 % en mars, tandis que la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires, énergie, postes liés aux voyages et habillement est demeurée globalement stable en avril. Le niveau toujours modéré de l'inflation sous-jacente pourrait refléter en partie les effets indirects baissiers décalés de la faiblesse passée des prix du pétrole, mais aussi, plus fondamentalement, la faiblesse persistante des tensions d'origine interne sur les coûts. Ses variations étant plus étroitement liées aux tendances de l'inflation à moyen terme, il est essentiel que l'inflation sous-jacente montre des signes convaincants d'un ajustement à la hausse pour permettre un ajustement durable de l'inflation totale.

### Graphique 17 Mesures de l'inflation sous-jacente



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La fourchette des mesures de l'inflation sous-jacente inclut les éléments suivants : l'IPCH hors énergie ; l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie ; l'IPCH hors produits alimentaires et énergie ; l'IPCH hors produits alimentaires, énergie, postes liés aux voyages et habillement ; la moyenne tronquée (10 %) ; la moyenne tronquée (30 %) ; la médiane de l'IPCH et une mesure fondée sur un modèle à facteur dynamique. Les dernières observations se rapportent à mai 2017 (IPCH hors produits alimentaires et énergie – estimation rapide) et à avril 2017 pour toutes les autres mesures.

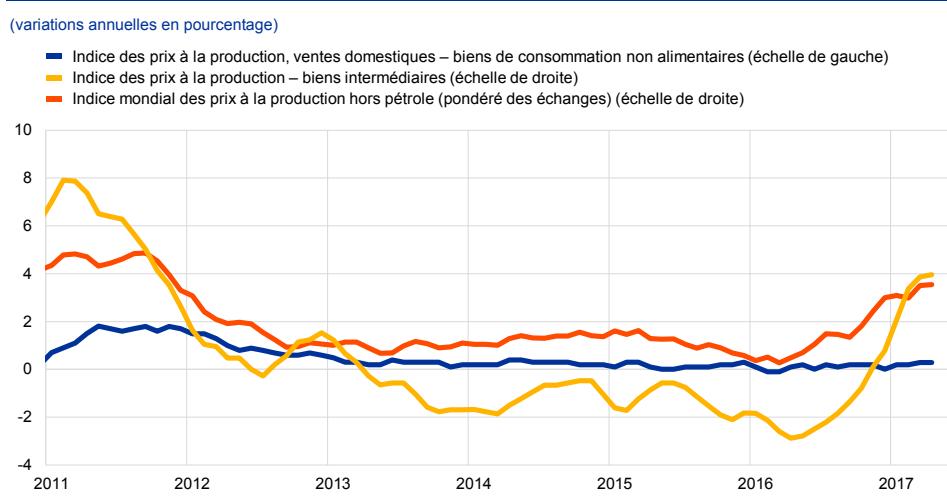
**Les tensions se sont renforcées en amont de la chaîne de production et de fixation des prix.** La transmission de la forte hausse des prix à la production des biens intermédiaires aux prix à la production des biens de consommation non alimentaires demeure faible (cf. graphique 18). Reflétant le net rebond de la hausse des prix à la production hors énergie au niveau mondial, qui a débuté mi-2016, la hausse annuelle des prix à la production des biens intermédiaires dans la zone euro a continué de se renforcer pour s'établir à 4 % en avril 2017, après le récent point bas (- 2,9 %) enregistré en avril 2016. Si l'on observe les régularités historiques, l'augmentation soutenue des prix à la production des biens intermédiaires entraînerait déjà une accélération de la hausse des prix des biens de consommation non alimentaires<sup>2</sup>. Or, en dépit de la hausse des prix à la production des biens intermédiaires et également de la nouvelle accentuation de la hausse des prix à

<sup>2</sup> Cf. également l'encadré intitulé « Que nous apprennent les évolutions récentes des prix à la production sur la présence de tensions en amont ? », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2017.

l'importation des biens de consommation non alimentaires, passée de 0,1 % en janvier 2017 à 1,1 % en avril, la hausse annuelle des prix à la production des biens de consommation non alimentaires reste modérée, ressortant à 0,3 % en mars et en avril. La forte réduction des marges est une raison pouvant expliquer la faible augmentation de l'indice des prix à la production en dépit de l'accentuation des tensions sur les prix en amont de la chaîne de production et de fixation des prix.

### Graphique 18

#### Prix à la production aux niveaux mondial, intermédiaire et domestique



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2017.

**La croissance des salaires dans la zone euro demeure faible.** La croissance annuelle de la rémunération par tête ainsi que la hausse de la rémunération par heure travaillée se sont légèrement accentuées vers la fin 2016. Les dernières informations relatives à la croissance annuelle des salaires négociés dans la zone euro, qui s'est inscrite à 1,4 % au premier trimestre 2017, en légère baisse par rapport au quatrième trimestre 2016 (1,5 %), n'indiquent pas d'accentuation des tensions à la hausse début 2017. La croissance des salaires reste globalement faible par rapport aux moyennes historiques. Cela peut être attribué aux capacités inutilisées sur le marché du travail, qui demeurent élevées d'après les mesures plus larges de la sous-utilisation des capacités sur le marché du travail<sup>3</sup>, ainsi qu'à la faible inflation, à la faible croissance de la productivité et aux effets des réformes du marché du travail menées dans certains pays durant la crise financière.

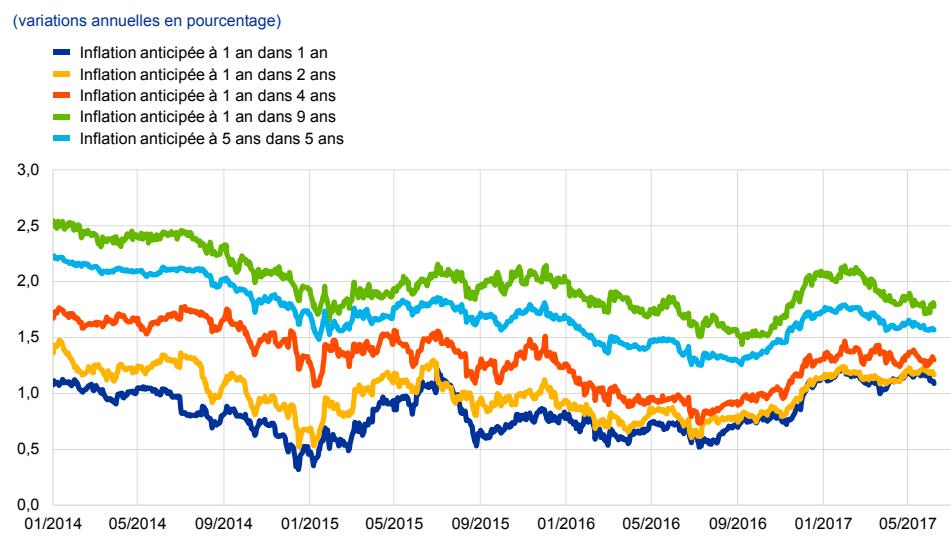
**Les anticipations d'inflation à long terme extraites des instruments de marché se sont inscrites en légère baisse, tandis que les mesures tirées d'enquêtes sont restées stables.** Les mesures extraites des instruments de marché ont diminué sur toutes les échéances (cf. graphique 19). Le taux d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans s'est établi à 1,57 % le 7 juin 2017, soit légèrement en dessous du niveau observé fin avril. En revanche, la mesure des anticipations d'inflation à long terme pour la zone euro publiée dans l'enquête menée par la BCE

<sup>3</sup> Cf. l'encadré intitulé « Évaluation des capacités inutilisées sur le marché du travail », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2017.

auprès des prévisionnistes professionnels pour le deuxième trimestre 2017 est demeurée inchangée à 1,8 %.

### Graphique 19

#### Mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 7 juin 2017.

**Pour la suite, la hausse de l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro devrait être un peu plus modérée qu'anticipé.** Sur la base des informations disponibles mi-mai, les projections macroéconomiques de juin 2017 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème tablent sur une hausse de l'inflation mesurée par l'IPCH, à 1,5 % en 2017, à 1,3 % en 2018 et à 1,6 % en 2019, après 0,2 % en 2016 (cf. graphique 20)<sup>4</sup>. Le profil en forme de « V » de l'inflation totale sur l'horizon de projection s'explique essentiellement par la forte contribution positive de la composante énergie de l'IPCH en 2017, contribution qui diminue nettement en 2018. Par comparaison avec les projections macroéconomiques de mars 2017 établies par les services de la BCE, les perspectives d'augmentation de l'IPCH total ont été révisées à la baisse, de 0,3 point de pourcentage en 2017 et en 2018 et de 0,1 point de pourcentage en 2019. Cette révision à la baisse reflète essentiellement le recul des prix du pétrole.

<sup>4</sup> Cf. l'article intitulé « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2017 » publié le 8 juin 2017 sur le site internet de la BCE.

## Graphique 20

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

(variations annuelles en pourcentage)

— IPCH  
— Fourchette de projection



Sources : Eurostat et l'article intitulé « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2017 » publié le 8 juin 2017 sur le site internet de la BCE.

**La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires ne devrait se renforcer que graduellement à moyen terme.** L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait ressortir en hausse, à 1,1 % en 2017, 1,4 % en 2018 et 1,7 % en 2019, après 0,9 % en 2016. L'un des principaux facteurs de cette accélération progressive est l'augmentation prévue des salaires et des coûts unitaires de main-d'œuvre au fur et à mesure de la progression et de la consolidation de la reprise. La réduction des capacités inutilisées sur le marché du travail et l'atténuation progressive des facteurs liés à la crise, qui ont freiné la croissance des salaires au cours des dernières années, devraient entraîner un rebond de la croissance de la rémunération par tête ainsi que de la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre, étant donné les prévisions de reprise plus modeste de la productivité. Le rebond des cours du pétrole observé depuis début 2016 devrait également alimenter un peu ces tensions haussières sur les coûts, de façon indirecte via des coûts de production plus élevés et leurs répercussions sur les salaires nominaux.

## 5

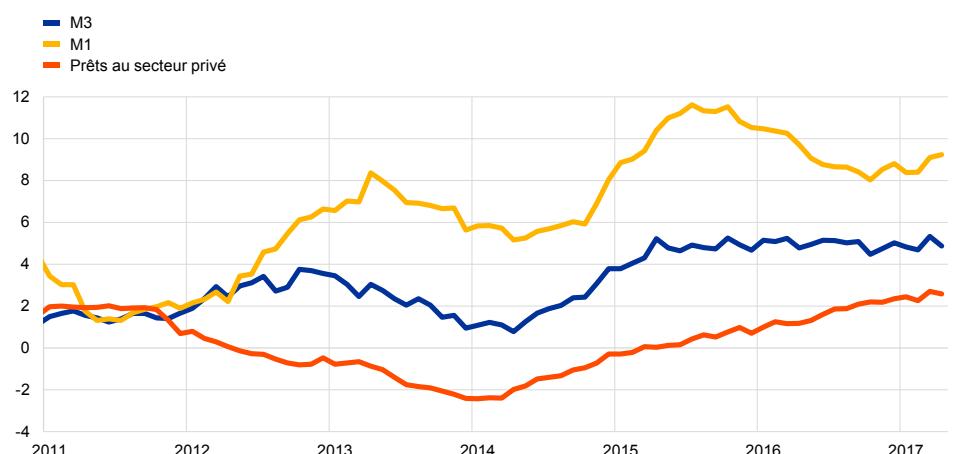
## Monnaie et crédit

*La croissance de la monnaie au sens large continue de progresser à un rythme vigoureux, tandis que la reprise de la croissance des prêts accordés au secteur privé observée depuis début 2014 se poursuit. Selon les estimations, le flux annuel du financement externe total à destination des sociétés non financières a continué de se renforcer au premier trimestre 2017.*

**La croissance de la monnaie au sens large est demeurée robuste au premier trimestre 2017 et en avril, suivant le même rythme que celui observé depuis mi-2015.** Le taux de croissance annuel de M3 s'est établi à 4,9 % en avril (cf. graphique 21). Le faible coût d'opportunité de la détention des instruments les plus liquides dans un environnement de taux d'intérêt très bas, ainsi que l'incidence des mesures de politique monétaire de la BCE, ont continué de soutenir la croissance de la monnaie. Comme au cours des mois précédents, la progression annuelle de M3 est restée principalement soutenue par ses composantes les plus liquides : la croissance annuelle de M1 est ressortie à 9,2 % en avril (en hausse après 8,8 % en décembre 2016).

**Graphique 21**  
M3, M1 et prêts au secteur privé

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



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 avril 2017.

**Les dépôts à vue ont continué d'être le principal facteur de la croissance de M3.** Plus précisément, les taux de croissance annuels des dépôts à vue des ménages et des sociétés non financières (SNF) sont restés robustes au premier trimestre 2017 et en avril 2017, ressortant à 11,4 % et 10,6 %, respectivement. Le taux de croissance annuel des dépôts à vue détenus par les intermédiaires financiers (à l'exclusion des IFM), qui affiche une certaine volatilité, a augmenté en mars et en avril. La croissance annuelle des billets et pièces en circulation a légèrement augmenté, n'indiquant pas, de la part du secteur détenteur de monnaie, de tendance générale à remplacer les dépôts par des espèces dans un environnement de taux d'intérêt très faibles ou négatifs. Les dépôts à court terme

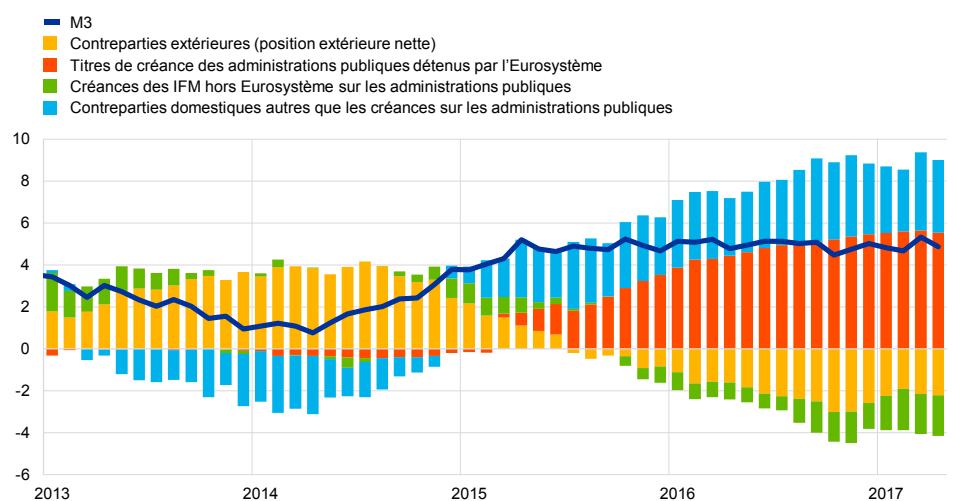
autres que les dépôts à vue ( $M_2 - M_1$ ) ont continué d'avoir une incidence négative sur  $M_3$  au premier trimestre et en avril. Le taux de croissance des instruments négociables ( $M_3 - M_2$ ), qui représentent une faible part de  $M_3$ , a été robuste au premier trimestre 2017, soutenu principalement par la croissance vigoureuse des parts de fonds d'investissement monétaires, mais il est devenu plus modéré en avril.

**Les sources internes de la création monétaire sont restées le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large du point de vue des contreparties (cf. graphique 22).** Parmi les contreparties de  $M_3$ , les achats de titres de créance des administrations publiques par l'Eurosystème (cf. la partie en rouge des barres du graphique 22), principalement dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) de la BCE, ont contribué positivement à la croissance de  $M_3$ . De plus, la croissance de  $M_3$  a continué d'être soutenue par les contreparties domestiques autres que les créances sur les administrations publiques (cf. la partie en bleu des barres du graphique 22). Ce phénomène s'explique par la reprise actuelle des concours au secteur privé, ainsi que par la contraction persistante des engagements financiers à long terme des IFM. Ces ressources non monétaires (hors capital et réserves), dont le rythme annuel de variation est négatif depuis le deuxième trimestre 2012, ont encore fléchi au premier trimestre 2017 et en avril. Leur contraction en rythme annuel est due pour partie à l'incidence des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II) de la BCE, ces opérations pouvant faire office de substitut au financement de marché à long terme des banques et réduire l'intérêt pour les investisseurs de détenir des dépôts à long terme et des obligations bancaires. Dans le même temps, les cessions d'emprunts publics 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 pesé sur la croissance de  $M_3$  (cf. la partie en vert des barres du graphique 22).

### Graphique 22

#### M3 et ses contreparties

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



Source : BCE.  
Note : La dernière observation se rapporte à avril 2017.

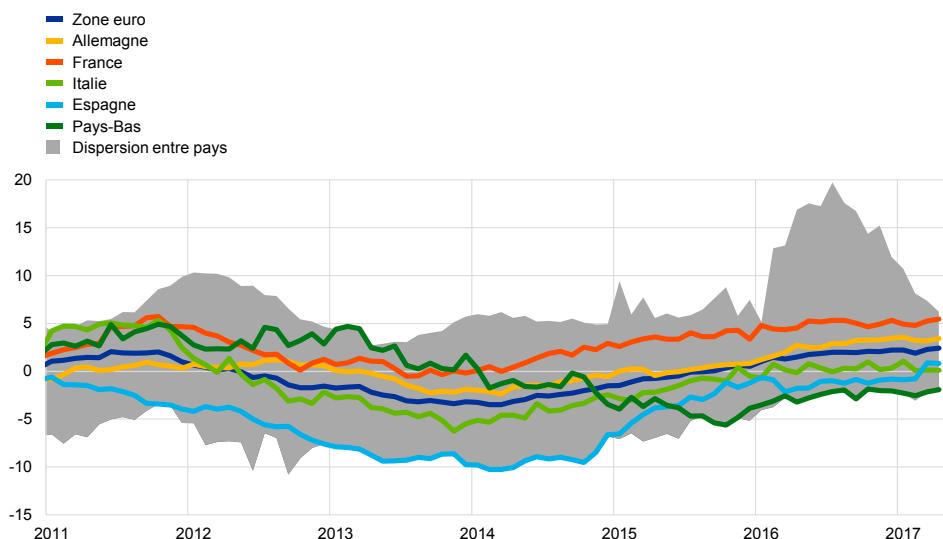
**La position extérieure nette des IFM a continué d'exercer une pression à la baisse sur la croissance annuelle de M3.** Elle a enregistré une faible sortie mensuelle négative au premier trimestre 2017 et en avril. Cela a légèrement accru la pression à la baisse exercée par la position extérieure nette sur la croissance annuelle de M3 (cf. la partie jaune des barres du graphique 22). Cette évolution reflète la persistance de sorties de capitaux de la zone euro. Les cessions d'emprunts publics de la zone euro par les non-résidents dans le cadre du PSPP sont un facteur participant à cette tendance (cf. également l'encadré 6).

**La reprise de la croissance des prêts accordés au secteur privé observée depuis début 2014 se poursuit.** Le rythme annuel de croissance 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 augmenté au premier trimestre 2017 et en avril (cf. graphique 21). Dans tous les secteurs, la croissance annuelle des prêts aux SNF s'est encore renforcée, ressortant à 2,4 % en avril (cf. graphique 23). Dans l'ensemble, la croissance des prêts aux SNF s'est considérablement redressée par rapport au point bas du premier trimestre 2014. Cette évolution est largement commune aux principaux pays, même si les taux de variation des prêts sont encore négatifs dans certaines juridictions. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a augmenté au premier trimestre 2017 et est resté inchangé à 2,4 % en avril (cf. graphique 24). La baisse significative des taux débiteurs bancaires observée dans la zone euro depuis l'été 2014 (notamment en raison des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE) et l'amélioration globale de l'offre et de la demande de prêts bancaires ont favorisé ces tendances. 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 la distribution du crédit bancaire.

### Graphique 23

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

(variations annuelles en pourcentage)



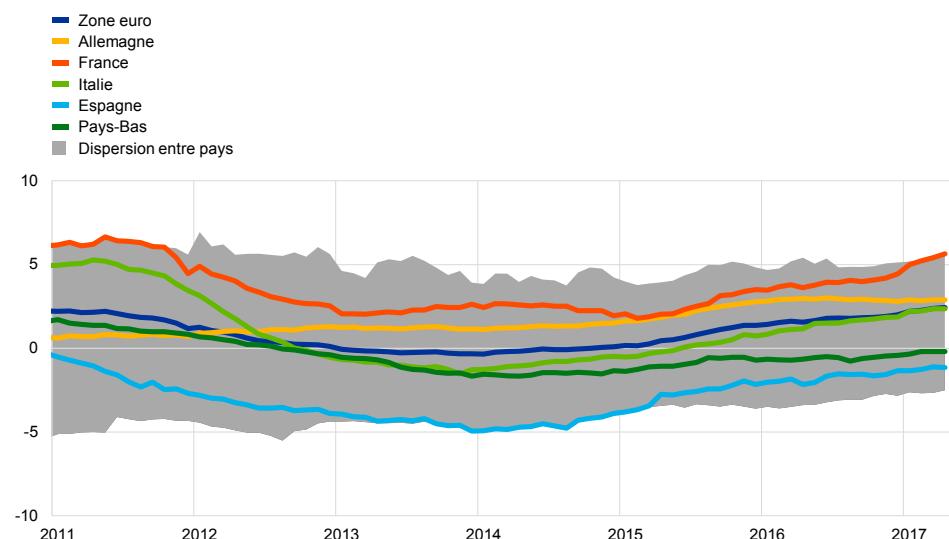
Source : BCE.

Notes : En données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dispersion entre pays est calculée comme l'écart entre minimum et maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à avril 2017.

### Graphique 24

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

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : En données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dispersion entre pays est calculée comme l'écart entre minimum et maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à avril 2017.

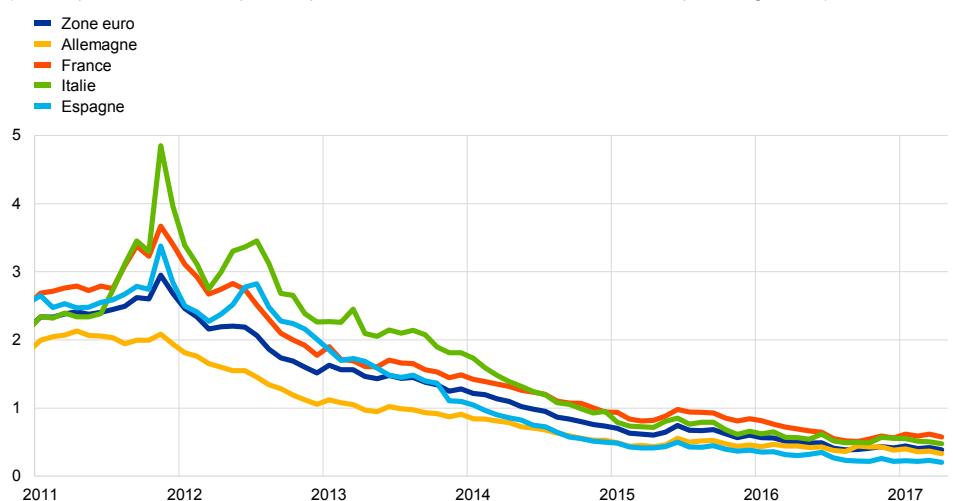
**Les conditions de financement des banques demeurent favorables.** Le coût composite du financement par endettement des banques a légèrement diminué au premier trimestre 2017 et en avril (cf. graphique 25). Cette évolution s'explique par une baisse des rendements des obligations bancaires, tandis que le coût des dépôts

est demeuré stable. Le coût composite du financement par endettement des banques continue de ressortir à des niveaux historiquement bas. L'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE, le remboursement net des engagements financiers à long terme des IFM, le renforcement des bilans des banques et la diminution de la fragmentation sur les marchés financiers ont contribué collectivement à ces conditions favorables.

### Graphique 25

#### Coût composite du financement par endettement des banques

(coût composite du financement par les dépôts et du financement de marché non sécurisé ; en pourcentage annuel)



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

Notes : Le coût composite des dépôts est calculé comme une moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôts à vue, de dépôts à terme et de dépôts remboursables avec préavis, pondérés par les encours correspondants. La dernière observation se rapporte à avril 2017.

**Les taux débiteurs bancaires appliqués aux SNF et aux ménages ont légèrement augmenté mais se sont toutefois maintenus à des niveaux très faibles au premier trimestre 2017 et en avril (cf. graphiques 26 et 27).** La baisse des taux débiteurs, qui s'était amorcée début 2014, s'est atténuée début 2017 et depuis, les taux sont demeurés proches de leurs points bas historiques. Le taux d'intérêt composite sur les prêts consentis par les banques aux SNF, qui a augmenté modérément au premier trimestre 2017, est demeuré globalement stable en avril. Dans le même temps, le taux d'intérêt composite sur les prêts au logement accordés par les banques aux ménages a légèrement augmenté. Depuis l'annonce par la BCE de mesures d'assouplissement du crédit en juin 2014, les taux d'intérêt composites sur les prêts bancaires aux SNF et aux ménages ont enregistré une baisse sensiblement plus forte que les taux de référence du marché, indiquant ainsi une amélioration de la répercussion des mesures de politique monétaire sur les taux débiteurs bancaires. La baisse des coûts composites du financement des banques a favorisé le fléchissement des taux débiteurs composites. Entre mai 2014 et avril 2017, les taux débiteurs composites sur les prêts consentis aux SNF et aux ménages ont fléchi de 112 et 104 points de base, respectivement. La réduction des taux des prêts bancaires consentis aux SNF a été particulièrement forte dans les pays vulnérables, contribuant ainsi à réduire les asymétries constatées antérieurement entre les différents pays dans la transmission de la politique

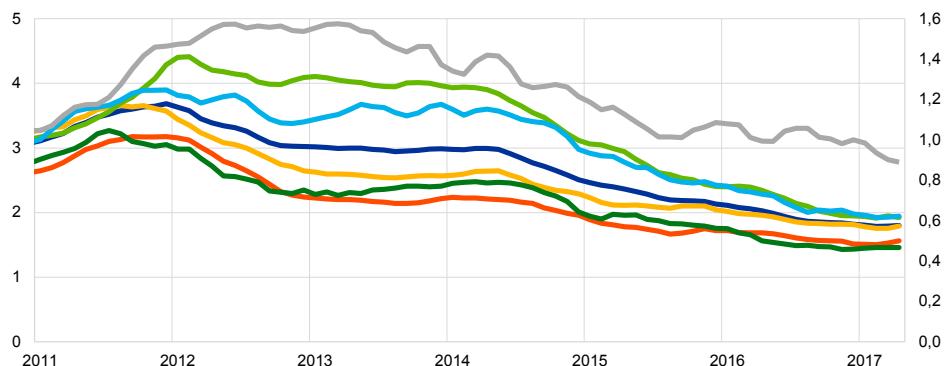
monétaire. Au cours de la même période, l'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de très faible montant (inférieur ou égal à 250 000 euros) et ceux pratiqués sur les prêts de montant élevé (supérieur à 1 million) dans la zone euro s'est considérablement réduit et a atteint un nouveau point bas historique en avril 2017. 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 26

#### Taux d'intérêt composites sur les prêts aux SNF

(en pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur trois mois)

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



Source : BCE.

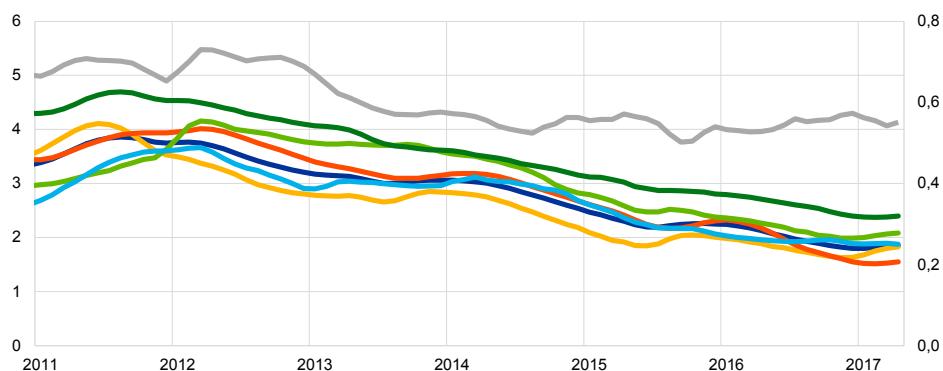
Notes : L'indicateur relatif au coût total de l'emprunt bancaire est calculé en agrégant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à avril 2017.

## Graphique 27

### Taux d'intérêt composites sur les prêts au logement

(en pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur trois mois)

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



Source : BCE.

Notes : L'indicateur relatif au coût total de l'emprunt bancaire est calculé en agrégant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à avril 2017.

**Selon les estimations, le flux annuel du financement externe total des SNF de la zone euro a continué de se renforcer au premier trimestre 2017.** Ce renforcement reflète l'amélioration continue de la dynamique des prêts bancaires et le rythme soutenu des émissions de titres de créance. Le financement externe des SNF s'établit désormais aux niveaux observés début 2005 (juste avant la période de croissance excessive du crédit). Bien que les données relatives aux comptes sectoriels montrent que les émissions nettes d'actions cotées par les SNF ont fortement augmenté au quatrième trimestre 2016, cette évolution est due à la réalisation d'une seule fusion importante. Sans cette fusion, les émissions nettes au cours de ce trimestre auraient été négatives en raison de volumes importants de rachats d'actions. Les prêts des non-IFM aux SNF ont également enregistré de forts remboursements nets trimestriels pour la deuxième fois d'affilée au quatrième trimestre 2016, reflétant la liquidation d'une importante entité à vocation spéciale et la poursuite du remboursement des titres de créance émis par d'autres institutions. Globalement, le redressement du financement externe des SNF observé depuis début 2014 a été favorisé par le renforcement de l'activité économique, de nouvelles diminutions du coût du financement par endettement, l'assouplissement des conditions de distribution du crédit bancaire et le nombre plus élevé de fusions et acquisitions. Dans le même temps, le niveau record de la trésorerie des SNF (qui se renforce) a réduit la nécessité du recours au financement externe.

**Les émissions nettes de titres de créance par les SNF sont devenues plus modestes en avril et en mai 2017, après être restées soutenues en mars.**

L'activité d'émission a continué d'être soutenue, entre autres facteurs, par les achats d'obligations du secteur des entreprises effectués par la BCE. Les émissions nettes d'actions cotées par les SNF au cours des premiers mois de 2017 ont été modérées.

**Les coûts de financement des SNF demeurent très favorables.** Selon les estimations, le coût nominal total du financement externe des SNF a légèrement augmenté, en moyenne, au cours des deux derniers mois, pour ressortir en mai 2017 à un niveau supérieur de 15 points de base à son point bas historique de juillet 2016. Cette récente augmentation du coût global du financement s'explique par une hausse modérée du coût des fonds propres, imputable à une augmentation des primes de risque sur actions. En revanche, le coût de la dette est demeuré pratiquement inchangé, à des niveaux historiquement bas, depuis août 2016.

**Selon les résultats de la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement dans la zone euro (octobre 2016 à mars 2017), les PME continuent de faire état d'une amélioration de l'accès au financement externe.** Pour la première fois depuis le début de l'enquête, les PME ont indiqué que les perspectives économiques d'ensemble étaient favorables à l'accès au financement externe. Elles continuent de considérer l'accès au financement comme le moindre de leurs problèmes, même si d'importantes disparités subsistent d'un pays à l'autre. Dans l'ensemble, les PME de la zone euro ont indiqué une amélioration de leur situation en termes de chiffre d'affaires et d'endettement, parallèlement à une stabilité des bénéfices et à une hausse des coûts de main-d'œuvre et des autres coûts.

## 6

## Évolutions budgétaires

*Le déficit budgétaire de la zone euro devrait continuer de décliner au cours de la période de projection (2017-2019), essentiellement à la suite d'une amélioration des conditions conjoncturelles et d'une diminution des paiements d'intérêts. L'orientation budgétaire globale dans la zone euro devrait prendre un tour largement neutre au cours de la période 2017-2019. Le ratio dette publique/PIB de la zone euro, bien que toujours élevé, va continuer de diminuer. Toutefois, les pays dont les niveaux de dette publique sont élevés bénéficieraient d'efforts d'assainissement supplémentaires visant à résolument imprimer une tendance baissière à leur ratio dette/PIB.*

**Le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait continuer de se réduire au cours de la période de projection.** Selon les prévisions macroéconomiques établies en juin 2017 par les services de l'Eurosystème<sup>5</sup>, le ratio de déficit des administrations publiques de la zone euro devrait revenir de 1,5 % du PIB en 2016 à 1,0 % du PIB en 2019 (cf. le tableau ci-dessous). L'amélioration des perspectives budgétaires, qui demeurent globalement inchangées par rapport aux projections de mars 2017, s'appuie principalement sur des conditions conjoncturelles favorables et sur des paiements d'intérêts en baisse, tandis que les mesures structurelles de politique budgétaire devraient être limitées. Pour une grande majorité des pays de la zone euro, les projections sont moins optimistes que celles définies dans les mises à jour de leurs programmes de stabilité respectifs pour 2017, notamment en ce qui concerne la fin de la période de projection. Cette différence tient entre autres au fait que les mises à jour des programmes de stabilité incluent des mesures budgétaires qui n'ont soit pas encore été traduites dans la loi, soit pas été suffisamment précisées pour être prises en compte dans les projections.

---

<sup>5</sup> Cf. les Projections macroéconomiques de juin 2017 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème.

## Tableau

### Évolutions budgétaires dans la zone euro

(en pourcentages du PIB)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>a. Recettes totales</b>	46,7	46,4	46,3	46,1	45,9	45,9
<b>b. Dépenses totales</b>	49,3	48,5	47,8	47,5	47,1	46,8
<b>dont:</b>						
<b>c. Paiements d'intérêts</b>	2,7	2,4	2,2	2,0	1,9	1,9
<b>d. Dépenses primaires (b - c)</b>	46,6	46,1	45,6	45,4	45,2	45,0
<b>Solde budgétaire (a - b)</b>	-2,6	-2,1	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0
<b>Solde budgétaire primaire (a - d)</b>	0,1	0,3	0,7	0,7	0,7	0,9
<b>Solde budgétaire corrigé du cycle</b>	-1,9	-1,7	-1,5	-1,4	-1,4	-1,2
<b>Solde structurel primaire</b>	1,0	0,8	0,6	0,6	0,5	0,6
<b>Endettement brut</b>	92,0	90,3	89,2	87,9	86,4	84,7
<b>Pour mémoire: PIB en volume (variations en pourcentages)</b>	1,2	1,9	1,7	1,9	1,8	1,7

Sources : Eurostat, BCE et projections macroéconomiques de juin 2017 établies par les services de l'Eurosystème.

Notes : Les données se réfèrent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro. La somme des composantes peut ne pas être égale à 100 en raison des arrondis. Comme les projections prennent généralement en compte les révisions de données les plus récentes, il se peut qu'il y ait des écarts par rapport aux dernières données Eurostat validées.

**L'orientation budgétaire devrait prendre un tour globalement neutre de 2017 à 2019 dans la zone euro<sup>6</sup>.** Les perspectives très stables quant au solde structurel primaire sont demeurées quasiment inchangées par rapport à l'exercice de mars 2017. Du côté des recettes, de légers allégements de la fiscalité directe dans une série de pays ont été compensés par d'autres facteurs de recettes (réflétant principalement un changement dans l'enregistrement statistique des recettes du système universel de télécommunications mobiles (UMTS)). Du côté des dépenses, les investissements publics et les allocations sociales devraient croître à un rythme légèrement supérieur à la tendance du PIB nominal.

**La dette des administrations publiques de la zone euro, actuellement élevée, devrait continuer de décroître.** Le ratio dette/PIB des administrations publiques de la zone euro, qui avait culminé en 2014, devrait continuer de se replier et revenir de 89,2 % en 2016 à 84,7 % d'ici fin 2019. La baisse attendue de la dette publique reposerait principalement sur les évolutions favorables de l'écart entre les taux d'intérêt et de croissance, compte tenu de la robustesse des perspectives macroéconomiques et du bas niveau des taux d'intérêt. Les excédents primaires prévus contribueront à réduire le ratio dette/PIB des administrations publiques, tandis que les ajustements dette-déficit devraient légèrement gonfler la dette. Par rapport aux projections de mars 2017, le ratio dette/PIB agrégé de la zone euro devrait demeurer globalement inchangé, abstraction faite d'une amélioration marginale des perspectives à la fin de l'horizon de projection. Le ratio dette/PIB de la

<sup>6</sup> L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance des politiques budgétaires sur l'économie au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée comme la variation du solde primaire structurel, c'est-à-dire le ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite des mesures temporaires telles que le soutien des pouvoirs publics au secteur financier. Pour plus de détails concernant le concept d'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « L'orientation budgétaire de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

plupart des pays de la zone euro devrait diminuer, tandis que celui d'un petit nombre de pays devrait augmenter.

**Les pays doivent poursuivre leurs efforts budgétaires, en respectant pleinement les dispositions du Pacte de stabilité et de croissance.** En particulier dans les pays lourdement endettés, des efforts d'assainissement supplémentaires sont essentiels pour résolument imprimer une tendance baissière au ratio dette publique/PIB; leurs niveaux d'endettement élevés rendent ces pays particulièrement vulnérables à un regain d'instabilité sur les marchés financiers ou à un rapide rebond des taux d'intérêt. Le 16 mai 2017, la Commission européenne a publié ses propositions de recommandations annuelles par pays, qui donnent des indications quant aux politiques économique et budgétaire des pays de l'UE et sont appelées à être adoptées par le Conseil. Pour une évaluation des recommandations par pays en matière de politique budgétaire, cf. l'encadré intitulé « Recommandations par pays en matière de politique budgétaire dans le cadre du Semestre européen 2017 » publié dans le présent *Bulletin économique*.

**De nouveaux progrès s'imposent sur le plan du cadre de gouvernance budgétaire de l'UE.** En particulier, le pacte budgétaire, s'il est pleinement transposé dans la législation nationale et mis en œuvre, devrait renforcer la discipline budgétaire et accroître l'appropriation du cadre de gouvernance budgétaire au niveau national. Toutefois, comme expliqué dans l'encadré 8, il semble que, dans certains pays, le pacte budgétaire n'ait été transposé que partiellement dans la législation nationale. À plus long terme, la Commission européenne a contribué au débat sur l'avenir de l'Europe en publiant, le 31 mai 2017, son « Document de réflexion sur l'approfondissement de l'Union économique et monétaire », qui inclut notamment des propositions sur la manière de parvenir à une union budgétaire<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Cf. le « Document de réflexion sur l'approfondissement de l'Union économique et monétaire ».

# Encadrés

## 1 Évolution récente des risques au niveau mondial - une évaluation

Cet encadré présente une évaluation qualitative de la manière dont les principaux risques mondiaux ont évolué depuis début 2016.

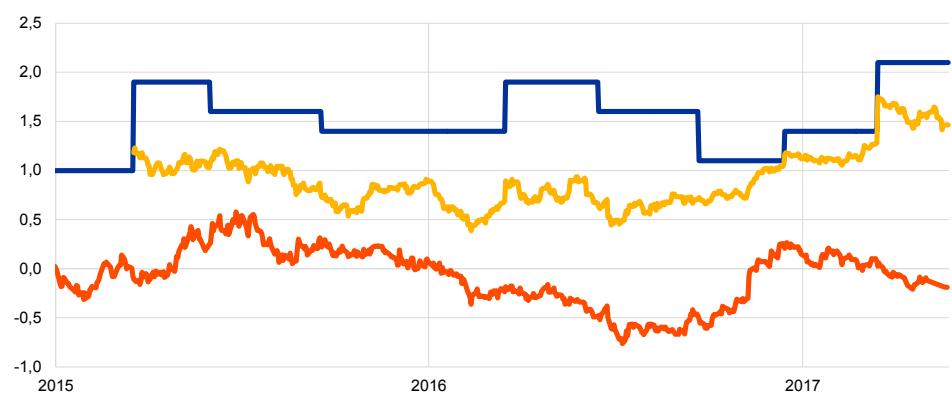
**Les risques d'un retourment brutal des conditions financières mondiales semblent s'être atténués mais n'ont pas disparu.** Depuis l'épisode du *taper tantrum* en 2013, quand les anticipations relatives à la politique monétaire américaine ont brutalement changé, la combinaison d'une communication prudente et de l'approche très progressive adoptée par le Système fédéral de réserve en matière de resserrement monétaire semble avoir légèrement atténué ces risques. En particulier, l'écart entre les anticipations des marchés et les projections du Comité fédéral de l'*open market* (FOMC) relatives aux taux d'intérêt s'est réduit (cf. graphique A), laissant penser que la perspective de décisions de politique monétaire surprenantes a diminué. Toutefois, l'incertitude sur le cycle de resserrement monétaire aux États-Unis subsiste et, malgré un léger rebond de la prime de terme depuis mi-2016, les taux d'intérêt à long terme demeurent très bas.

### Graphique A

Taux des fonds fédéraux aux États-Unis par rapport aux projections du Comité fédéral de l'*open market*

(projections pour la fin de l'année civile suivante ; pourcentages)

- Projections du Comité fédéral de l'*open market*
- Contrats à terme sur les fonds fédéraux
- Prime de terme



Source : Calculs des services de la BCE à partir des données de Bloomberg et du Federal Reserve Board.

Notes : La dernière observation se rapporte au 23 mai 2017 pour les contrats à terme sur les fonds fédéraux et au 15 mars 2017 pour les projections du Comité fédéral de l'*open market*. La prime de terme correspond à l'estimation réalisée par la Federal Reserve Bank of New York à partir des rendements des bons du Trésor à dix ans.

**Dans le même temps, les principales économies de marché émergentes (EME) semblent mieux placées qu'il y a quelques années pour surmonter un durcissement des conditions financières extérieures.** Au cours des dernières années, les vulnérabilités et les déséquilibres extérieurs se sont réduits dans

plusieurs EME, avec une hausse des taux d'intérêt réels, un recul de l'inflation, un ralentissement de la croissance du crédit et une réduction des déséquilibres des transactions courantes. Cela devrait leur permettre de mieux résister à des chocs financiers externes défavorables. Néanmoins, certaines EME, en particulier celles qui ont des dettes extérieures importantes, demeurent exposées à un durcissement brutal des conditions financières mondiales. Par conséquent, le risque d'un retournement soudain du sentiment sur les marchés financiers mondiaux qui affecterait l'activité mondiale, et en particulier celle des EME, continue de peser sur les perspectives économiques mondiales.

**Les mesures de soutien à la croissance ont atténué les inquiétudes relatives aux perspectives économiques à court terme de la Chine.** À partir de mi-2015, les inquiétudes relatives aux perspectives de l'économie chinoise ont été particulièrement fortes, alimentées par les craintes concernant le ralentissement prononcé de l'activité, les sorties de capitaux et la dépréciation du renminbi, amplifiées par une montée de l'incertitude sur la politique économique. Les mesures vigoureuses adoptées en réponse, notamment un soutien budgétaire substantiel, des dépenses en infrastructures, un assouplissement des conditions financières et un durcissement des contrôles des capitaux, ont permis d'atténuer ces inquiétudes. En soulignant la détermination des autorités à maintenir la croissance à un niveau proche des objectifs, ces mesures ont pu contribuer à apaiser les craintes s'agissant des perspectives à court terme. Toutefois, elles ont entraîné des coûts importants, notamment une nouvelle hausse de l'endettement et une aggravation de la mauvaise allocation des ressources (la relance étant de nouveau concentrée sur le secteur public). Les contrôles des capitaux plus stricts ont également contribué à alimenter une envolée du marché de l'immobilier résidentiel, les fonds disponibles s'étant dirigés vers des actifs domestiques.

**L'incertitude a augmenté au niveau mondial, avec des inquiétudes liées à des politiques davantage orientées vers le repli sur soi, tandis les tensions géopolitiques demeurent élevées.** Les tensions géopolitiques ont constitué un risque à la baisse majeur pour la croissance ces dernières années, même si leur intensité et leur localisation ont varié au fil du temps, allant du conflit au Moyen-Orient et des tensions avec la Corée du Nord et en mer de Chine méridionale aux tensions politiques entre la Turquie et l'UE et à leur incidence sur les flux de réfugiés vers l'UE. Certains de ces risques sont de nature plus locale ou régionale, tandis que d'autres ont une dimension plus mondiale et leurs probabilités de se concrétiser et leurs effets sont difficiles à estimer. Un indice des tensions géopolitiques, qui prend en compte les incidents guerriers, les tensions politiques et les attentats, est resté à un niveau globalement stable entre début 2016 et début 2017<sup>8</sup>. De plus, depuis l'élection présidentielle américaine, les pressions se sont accrues en faveur de politiques davantage orientées vers le repli sur soi. Globalement, l'incertitude politique mondiale a affiché une tendance haussière ces dernières années (cf. graphique B).

---

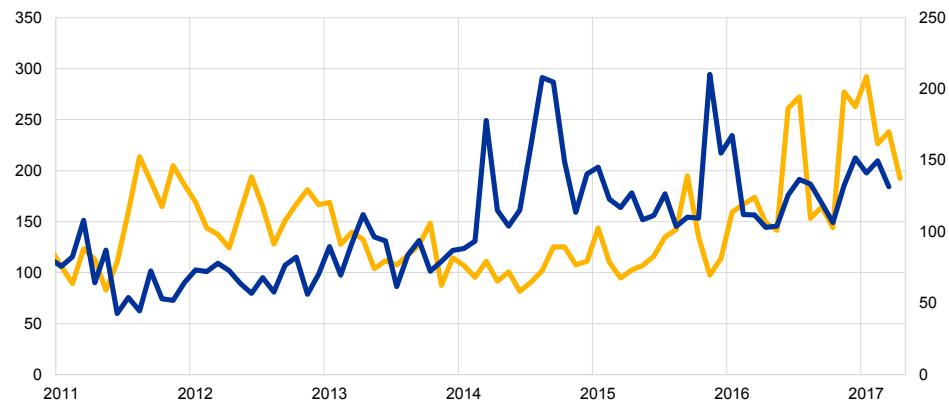
<sup>8</sup> Caldara, Dario et Iacoviello, Matteo, « *Measuring Geopolitical Risk* », *Working Paper*, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, 2016.

## Graphique B

### Incertitude sur la politique économique au niveau mondial et mesures des tensions géopolitiques

(indices)

- Indice du risque géopolitique (échelle de droite)
- Indice mondial d'incertitude sur la politique économique (échelle de gauche)



Sources : Haver, Federal Reserve Board et calculs des services de la BCE.

Notes : L'indice d'incertitude sur la politique économique au niveau mondial est une moyenne pondérée du PIB pour 17 pays. L'indice du risque géopolitique mesure l'incidence des guerres, des tensions géopolitiques et des attentats. La dernière observation se rapporte à mars 2017 pour le risque géopolitique et à avril 2017 pour l'incertitude sur la politique économique au niveau mondial.

### Les risques à moyen terme de retombées négatives du Brexit persistent.

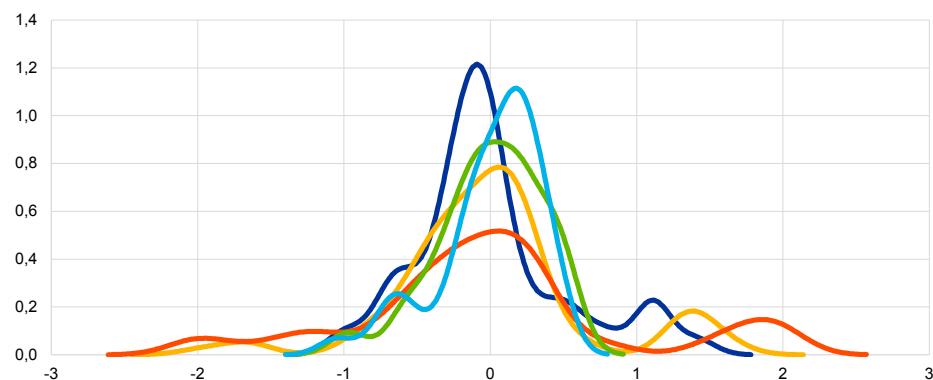
L'impact immédiat du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE a été plus favorable que prévu initialement. L'activité au Royaume-Uni a été relativement robuste en 2016, même si elle s'est ralentie au début de cette année, l'inflation augmentant à la suite de la dépréciation de la livre sterling. La dispersion des prévisions élaborées par le Consensus économique a diminué (cf. graphique C), même si elle demeure plus importante que lors de la période qui a précédé le référendum. Néanmoins, les risques à moyen terme persistent et sont liés en particulier au résultat des négociations sur les modalités de sortie de l'UE et les futurs échanges commerciaux.

### Graphique C

#### Dispersion des prévisions de croissance pour le Royaume-Uni

(densités de noyau de la croissance à un an centrée)

- T1 2017
- T4 2016
- T3 2016
- T2 2016
- T1 2016



Sources : Consensus économique et calculs des services de la BCE.

**En résumé, l'analyse laisse penser que les risques à la baisse existants pour la croissance mondiale ont probablement diminué au cours de l'année dernière mais n'ont pas disparu. De plus, de nouveaux risques sont apparus.**

D'une part, la communication prudente du Système fédéral de réserve, ainsi qu'un resserrement très progressif de la politique monétaire et la diminution des vulnérabilités dans les principales EME semblent avoir atténué le risque d'un durcissement désordonné des conditions financières mondiales. D'autre part, même si les mesures prises pour soutenir l'activité ont contribué à apaiser les craintes quant aux perspectives à court terme de la Chine, les vulnérabilités à moyen terme demeurent importantes, compte tenu des nouvelles hausses de l'endettement. En outre, les tensions géopolitiques restent élevées. Dans le même temps, de nouvelles sources de risques sont apparues - une forte incertitude entoure notamment les intentions de la nouvelle Administration américaine s'agissant des politiques budgétaires et, surtout, des politiques commerciales, ces dernières étant susceptibles d'avoir des répercussions négatives importantes sur l'économie mondiale. De plus, la reprise progressive attendue de l'économie mondiale est subordonnée à plusieurs hypothèses importantes relatives aux politiques menées et continue de s'appuyer fortement sur le soutien apporté actuellement par les politiques monétaire et budgétaire. Par conséquent, globalement, même si certains risques semblent avoir diminué, la balance des risques pesant sur les perspectives économiques mondiales demeure orientée à la baisse.

## 2

# Le programme d'achats de titres du secteur des entreprises de la BCE : mise en œuvre et impact

**Le 8 juin 2017 a marqué le premier anniversaire du début du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP)<sup>9</sup>.** Le CSPP s'inscrit dans le cadre du programme étendu d'achats d'actifs (*expanded asset purchase programme - APP*) de l'Eurosystème et vise à renforcer la transmission des achats d'actifs effectués par l'Eurosystème aux conditions de financement de l'économie réelle.

**L'éventail des obligations éligibles au CSPP est délibérément large et sa composition est principalement guidée par des considérations de politique monétaire et de gestion des risques.** Pour poursuivre son objectif de maintien de la stabilité des prix, la BCE est tenue, dans le cadre de son mandat, d'agir conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, favorisant une allocation efficace des ressources. En conséquence, la BCE vise une mise en œuvre de l'APP neutre pour les marchés. Les achats réalisés dans le cadre du CSPP sont donc effectués en fonction d'une référence qui reflète de façon proportionnelle la valeur de marché des obligations éligibles<sup>10</sup>.

**La composition du portefeuille CSPP reflète globalement celle de l'ensemble des obligations éligibles.** Les avoirs détenus au titre du CSPP se sont établis à 92 milliards d'euros le 7 juin 2017, ce qui correspond à 11 % environ de l'éventail d'obligations éligibles. Ils sont bien diversifiés et recouvrent environ 950 titres, émis par quelque 200 groupes d'émetteurs. Leur ventilation par pays de risque suit très étroitement celle de l'ensemble des obligations éligibles (cf. graphique A). Il n'existe pas non plus d'écart majeur entre les avoirs au titre du CSPP et leur part respective dans l'éventail éligible en termes de secteur d'activité économique ou de groupe de notation. 12 % des acquisitions réalisées au titre du CSPP l'ont été à un rendement négatif, mais supérieur au niveau du taux de la facilité de dépôt.

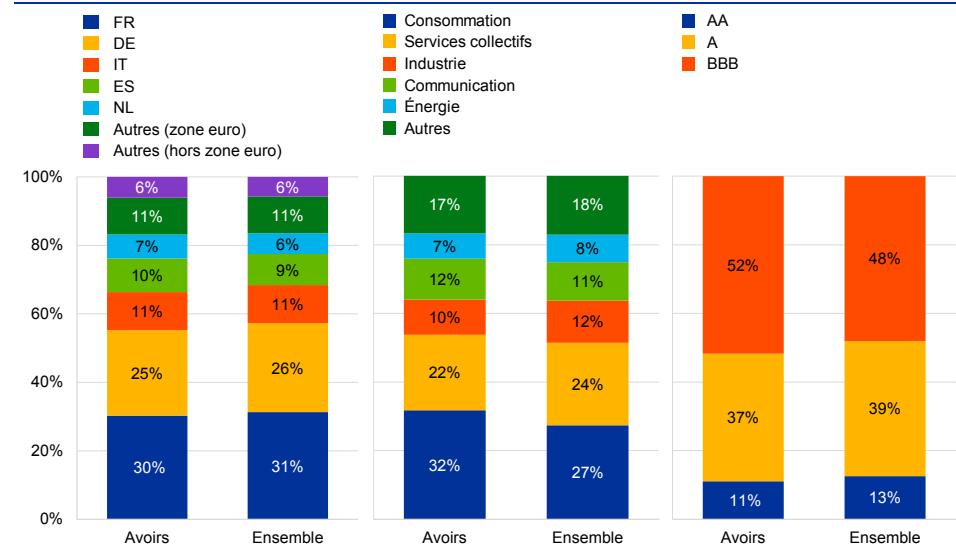
---

<sup>9</sup> Pour une première analyse de l'impact du CSPP, 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, août 2016.

<sup>10</sup> La BCE fait l'acquisition de titres émis par des sociétés non bancaires constituées dans la zone euro, aussi bien sur le marché primaire que sur le marché secondaire. L'éligibilité de ces titres en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème est une condition de leur éligibilité au CSPP. Pour plus de détails sur la conception du programme et les critères d'éligibilité, cf. la décision (UE) 2016/948 de la Banque centrale européenne du 1<sup>er</sup> juin 2016 portant sur la mise en œuvre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (BCE/2016/16) (JO L 157, 15.06.2016).

## Graphique A

Pays, secteur et catégorie de notation des avoirs et de l'ensemble des obligations éligibles au CSPP



Sources : BCE, Bloomberg.

Notes : Sont utilisés le classement Bloomberg des pays de risque, la classification sectorielle et la meilleure notation des titres (catégories élargies). La distribution est effectuée en fonction des valeurs nominales.

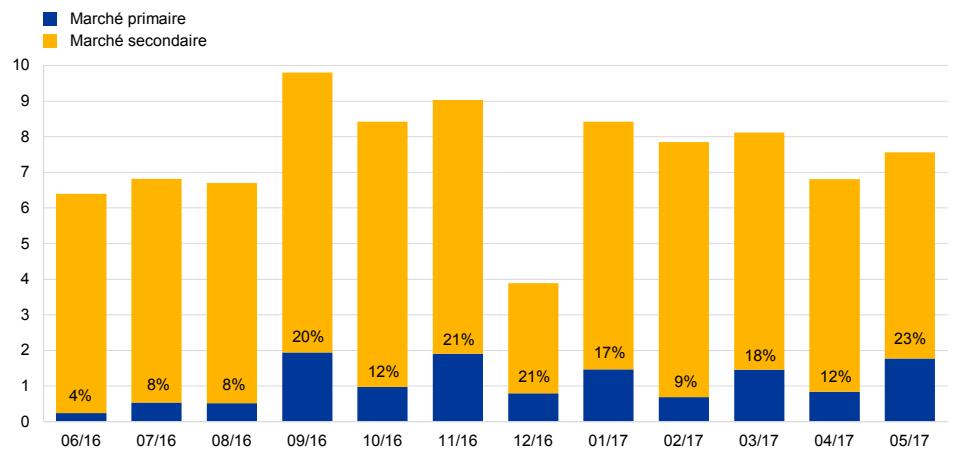
**Afin de garantir l'efficacité de la politique monétaire tout en maintenant une égalité de traitement entre tous les intervenants et en évitant les distorsions excessives sur les marchés, aucune discrimination, tant positive que négative, sur la base de critères environnementaux ou sociaux n'est exercée sur l'éventail d'obligations éligibles au CSPP.** Si la BCE partage le point de vue selon lequel le fait d'être sensibilisé aux questions environnementales, ainsi que l'adoption d'un comportement éthique et socialement responsable, sont importants pour la société, il appartient néanmoins aux pouvoirs publics (en premier lieu) de s'accorder sur les politiques et mesures appropriées, de les définir et de les promouvoir. Il est cependant impossible d'intégrer ces questions dans un programme d'achats d'actifs de grande ampleur mis en œuvre comme mesure de politique monétaire temporaire sur un laps de temps relativement court. Le faire limiterait l'efficacité de l'APP en termes de contribution à l'accomplissement, par la BCE, de son mandat de maintien de la stabilité des prix. Il convient de noter qu'un certain nombre d'avoirs classés dans les « obligations vertes » sont éligibles au CSPP et ont également été acquis par l'Eurosystème. La détention de ce type d'obligations est globalement conforme à leur poids dans la référence.

**Le rythme des achats réalisés dans le cadre du CSPP dépend des conditions prévalant sur le marché.** Les achats nets mensuels réalisés entre juin 2016 et mai 2017 (inclus) se sont inscrits entre près de 4 milliards d'euros et près de 10 milliards d'euros (cf. graphique B). Les achats ont été particulièrement faibles avant la fin de l'année, une période qui se caractérise généralement par une atonie des émissions d'obligations et le bas niveau de la liquidité du marché secondaire.

## Graphique B

### Achats nets mensuels au titre du CSPP selon la méthode de transaction

(en milliards d'euros)



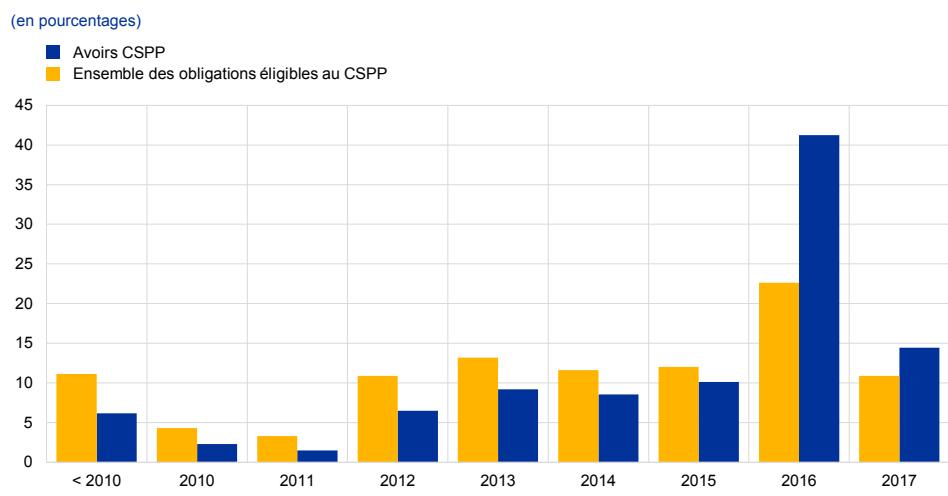
Sources : BCE, Bloomberg.

Note : La distribution est fondée sur la valeur comptable.

**Les achats réalisés dans le cadre du CSPP sont effectués sur les marchés primaire et secondaire ; depuis l'entrée en vigueur du programme, 15 % des achats ont été réalisés sur le marché primaire.** Du fait de ces achats sur le marché primaire et en raison d'une meilleure liquidité des obligations nouvellement émises, les détentions d'avoirs au titre du CSPP ont tendance à être concentrées sur les obligations émises plus récemment ; il s'agit pour plus de la moitié de titres émis entre 2016 et 2017 (cf. graphique C). La demande d'émissions d'obligations d'entreprises éligibles au CSPP de la part des investisseurs a été, en moyenne, trois fois plus élevée que le montant émis. En termes d'allocation finale, l'Eurosystème est généralement traité par les émetteurs de la même façon que la plupart des autres investisseurs.

## Graphique C

### Avoirs CSPP par année d'émission



Sources : BCE, Bloomberg.

Notes : La distribution est fondée sur les valeurs nominales. Les données se rapportent à l'année 2017 recouvrent les achats d'obligations réglés entre le 1<sup>er</sup> janvier et le 7 juin.

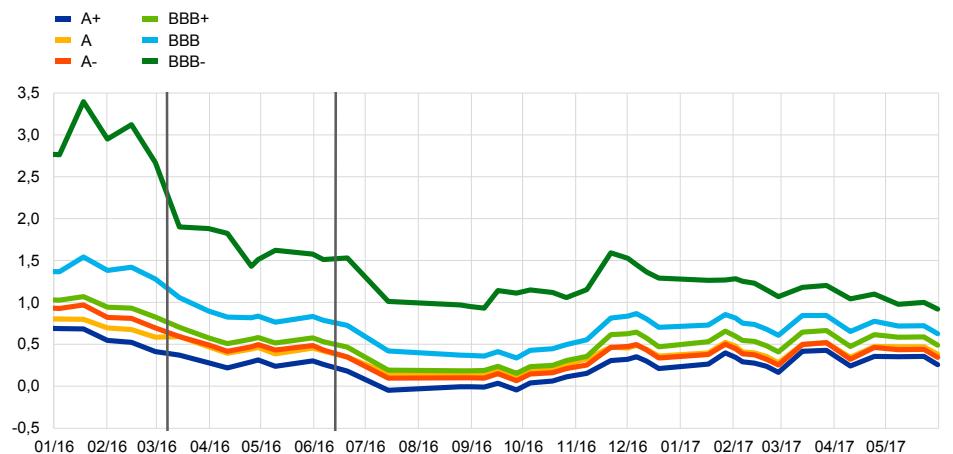
**Le marché des obligations d'entreprises a enregistré des évolutions positives depuis l'annonce du CSPP en mars 2016.** Au moment où elle a été faite, cette annonce a exercé un effet mesurable sur la valorisation du second marché des obligations d'entreprises<sup>11</sup>. Les rendements des obligations d'entreprises de la zone euro ont ensuite continué de diminuer jusqu'à l'automne 2016 (cf. graphique D), avant de s'inscrire de nouveau en hausse dans un contexte d'expansion de l'offre de nouvelles obligations et d'augmentation des primes de risque au plan mondial. Depuis début 2017, les rendements des obligations d'entreprises ont globalement reculé dans la zone euro, sur fond de relative faiblesse de la volatilité. Les conditions de la liquidité sur le marché demeurent généralement favorables aux achats d'obligations par l'Eurosystème dans le cadre du CSPP.

<sup>11</sup> Pour une première analyse de l'impact du CSPP, 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, août 2016.

## Graphique D

Rendements réels à 5 ans des obligations éligibles au CSPP par catégorie de notation

(en pourcentages)



Sources : BCE, Bloomberg.

Notes : Les données utilisées sont bimensuelles. Les lignes verticales marquent l'annonce du CSPP le 10 mars 2016 et le début des achats dans le cadre du CSPP le 8 juin 2016. Les rendements à maturité constante de 5 ans sont fondés sur les courbes de rendement estimées des portefeuilles d'obligations éligibles au CSPP en utilisant la meilleure note d'évaluation du crédit.

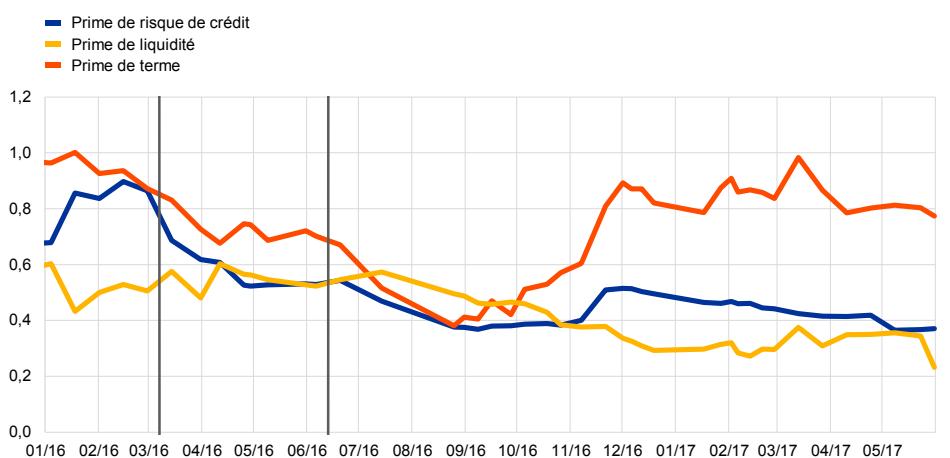
**Les primes de risque sur le marché des obligations éligibles au CSPP ont été contenues et ont fait preuve d'une bonne résistance aux chocs.** La prime de risque de crédit s'est inscrite en baisse presque continue depuis l'annonce du CSPP (cf. graphique E) ; d'après les réactions des intervenants de marché, cela reflète (entre autres facteurs) l'appétence des investisseurs pour les obligations émises par des entreprises moins bien notées. Les intervenants de marché indiquent également que, en conséquence du CSPP, les investisseurs rééquilibrent leurs portefeuilles en faveur d'actifs non-éligibles plus risqués ou pour ajuster la distribution géographique des avoirs hors zone euro. La prime de terme a également décliné durant la plus grande partie de 2016, avant de s'inscrire de nouveau en hausse au quatrième trimestre de l'année. Selon les intervenants de marché, certains investisseurs deviennent moins disposés à assumer l'exposition au risque de terme sur le marché des obligations d'entreprises, en prévision d'une possible hausse des taux d'intérêt au niveau mondial. La prime de liquidité est orientée légèrement à la baisse depuis le début du CSPP ; c'est un signe positif du bon fonctionnement du marché<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> Cette compression est survenue alors que les achats réalisés dans le cadre du CSPP ont été concentrés sur les obligations aux encours plus élevés, qui sont habituellement plus liquides que celles aux encours moins élevés, et sont en conséquence plus fréquemment proposées à l'Eurosystème.

### Graphique E

Valorisation du crédit, de la liquidité et des différences de termes sur le marché des obligations éligibles au CSPP

(en pourcentages)



Sources : BCE, Bloomberg.

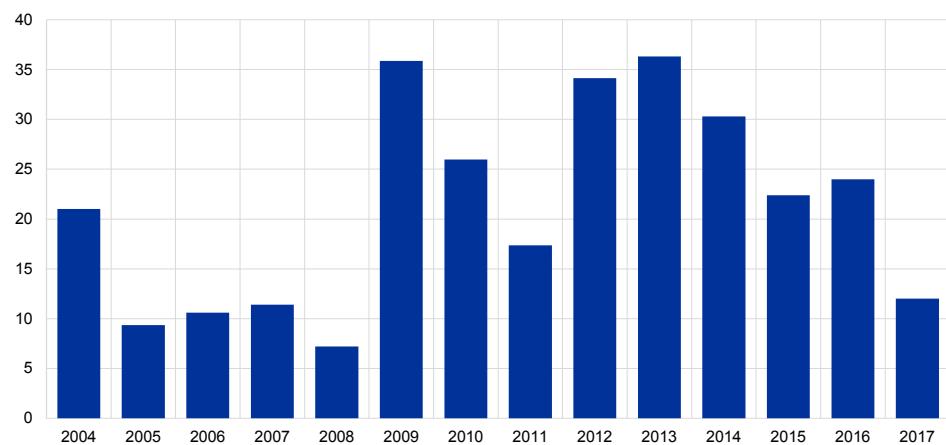
Notes : Les données utilisées sont bimensuelles. Les lignes verticales marquent l'annonce du CSPP le 10 mars 2016 et le début des achats dans le cadre du CSPP le 8 juin 2016. Une approximation de la prime de crédit est donnée par l'écart de rendement entre les obligations d'entreprises éligibles au CSPP à 5 ans notées A+ et BBB. Une approximation de la prime de terme est donnée par la pente moyenne (à 7 ans moins à 2 ans) des courbes de rendement des portefeuilles d'obligations d'entreprises éligibles au CSPP notées A-, A et A+. Une approximation de la prime de liquidité est donnée par la différence entre les rendements estimés à 5 ans sur deux portefeuilles d'obligations d'entreprises éligibles au CSPP notées BBB+ contenant des obligations aux encours inférieurs à 300 millions d'euros pour l'un et supérieurs à 500 millions pour l'autre (les deuxièmes étant considérées comme des obligations de référence sur le marché des obligations d'entreprises de la zone euro).

**Les conditions de financement des entreprises se sont améliorées.** Les intervenants de marché citent le CSPP comme facteur ayant soutenu la capacité des entreprises à émettre des obligations et approfondi le marché des obligations d'entreprises. Toutefois, le CSPP ne semble pas avoir directement déclenché de hausse des émissions d'émetteurs nouveaux ou peu actifs (cf. graphique F).

### Graphique F

Émission d'obligations par des émetteurs d'obligations d'entreprises non financières peu actifs de la zone euro

(en milliards d'euros)



Source : Dealogic.

Notes : Les émetteurs d'obligations d'entreprises non financières peu actifs de la zone euro sont définis comme les entreprises qui n'ont pas émis d'obligations au cours des cinq précédentes années civiles. Les données relatives à 2017 couvrent la période allant du 1<sup>er</sup> janvier au 7 juin. Les données incluent l'ensemble des entreprises non financières de la zone euro émettant en euros, qu'elles soient notées ou non.

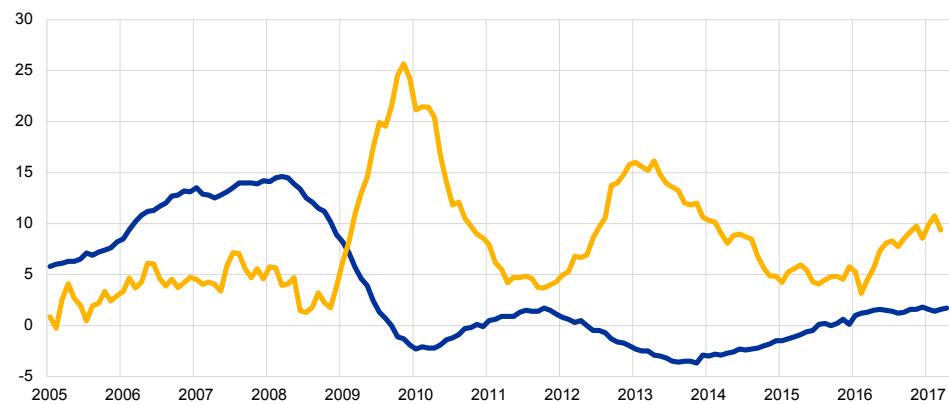
**Le taux de croissance annuel de l'activité d'émission d'obligations d'entreprises s'est globalement accéléré depuis le printemps 2016, atteignant 10 % environ au cours des premiers mois de 2017.** L'émission d'obligations par les sociétés non financières de la zone euro (SNF) a particulièrement augmenté entre 2009 et 2010 et en 2013, lorsqu'elle a servi de substitut aux prêts bancaires dans un contexte de déclin de l'activité de prêts consentis par les banques aux SNF. La récente augmentation des émissions s'est en revanche inscrite dans un contexte de hausse des prêts bancaires et a, en conséquence, complété le crédit bancaire pour soutenir le financement du secteur des entreprises (cf. graphique G).

### Graphique G

#### Évolution des sources de financement des sociétés non financières (SNF) de la zone euro

(en pourcentages ; en rythme annuel)

- Prêts aux SNF
- Dette à long terme émise par les SNF



Source : BCE.

Notes : Les données incluent les émissions de titres de créance et les prêts libellés en euros consentis à l'ensemble des SNF de la zone euro couvertes par les statistiques relatives aux titres de la BCE et par les statistiques des IFM (institutions financières monétaires). Les dernières observations se rapportent à mars 2017 pour les statistiques relatives aux titres de la BCE et à avril 2017 pour les statistiques des IFM.

**Le CSPP a également bénéficié aux entreprises qui ne font pas appel aux marchés de capitaux pour leur financement.** C'est particulièrement vrai pour les petites et moyennes entreprises (PME), dans la mesure où les conditions favorables sur le marché obligataire ont eu des répercussions positives qui ont soutenu le crédit bancaire par le biais de divers canaux. Par exemple, lorsque de grandes entreprises se financent de plus en plus elles-mêmes via l'émission d'obligations (plutôt que par des prêts bancaires), des capacités sont libérées au bilan des banques pour l'octroi de prêts aux PME. Les résultats de l'enquête sur l'accès des petites et moyennes entreprises (PME) au financement dans la zone euro - octobre 2016 à mars 2017 confirment que les PME continuent de profiter de la disponibilité accrue de prêts bancaires à des taux d'intérêt moins élevés que ceux déclarés lors de la précédente campagne.

### 3

## Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 25 janvier au 2 mai 2017

**Le présent encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE durant les première et deuxième périodes de constitution de réserves de 2017, qui se sont déroulées du 25 janvier au 14 mars 2017 et du 15 mars au 2 mai 2017, respectivement.** Durant ces périodes, les taux des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt sont demeurés inchangés à 0,00 %, 0,25 % et – 0,40 %, respectivement.

Le 29 mars est intervenu le règlement de la quatrième opération de refinancement à plus long terme ciblée (TLTRO) de la deuxième série de TLTRO (TLTRO II). Elle a fourni 233,4 milliards d'euros à 474 soumissionnaires. Le niveau de participation a été nettement supérieur aux anticipations des marchés et s'explique essentiellement par les conditions de taux intéressantes et par le fait que cette opération était la dernière de la série. La liquidité injectée par le biais de cette opération n'a été que légèrement contrebalancée par les remboursements volontaires au titre des première et deuxième opérations de la première série de TLTRO (TLTRO I), qui ont absorbé 16,7 milliards d'euros. Sous l'effet d'un apport net de liquidité de 216,7 milliards d'euros, l'encours total des deux programmes de TLTRO a augmenté pour s'établir à 761,7 milliards à la fin de la période sous revue. Le règlement de la quatrième opération TLTRO II a coïncidé avec une baisse de l'allocation moyenne dans le cadre des opérations principales de refinancement par rapport aux septième et huitième périodes de constitution de 2016. L'allocation moyenne a diminué de 10,5 milliards d'euros pour ressortir à 23,8 milliards.

En outre, l'Eurosystème a continué d'acquérir des titres du secteur public, des obligations sécurisées, des titres adossés à des actifs et des titres du secteur des entreprises dans le cadre du programme étendu d'achats d'actifs (*Asset Purchase Programme* – APP), prévoyant une cible d'achats mensuels de 80 milliards d'euros en moyenne jusqu'en mars 2017 et une cible mensuelle réduite de 60 milliards à compter d'avril 2017.

### Besoin de refinancement

**Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire de la zone euro, qui correspond à la somme des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, est ressorti à 1 086,2 milliards d'euros, soit une hausse de 93 milliards par rapport à la précédente période sous revue (couvrant les septième et huitième périodes de constitution de 2016).** Cette hausse du besoin de refinancement est presque entièrement due aux facteurs autonomes nets, qui ont augmenté de 90,6 milliards d'euros pour atteindre un niveau moyen record de 965,7 milliards au cours de la période sous revue, tandis que les réserves obligatoires n'ont que légèrement augmenté, enregistrant une hausse de 2,5 milliards pour s'établir à 120,5 milliards.

**L'accroissement du montant global des facteurs autonomes résulte principalement d'une augmentation des facteurs d'absorption de la liquidité.**

La principale contribution a été apportée par les dépôts des administrations publiques, qui ont augmenté de 19,1 milliards d'euros pour s'établir à 171,1 milliards en moyenne au cours de la période sous revue. Les autres facteurs autonomes ont également augmenté, de 15,7 milliards d'euros, pour s'inscrire en moyenne à 698 milliards. La demande moyenne de billets de banque a augmenté seulement de 4,1 milliards d'euros pour s'établir à 1 146,6 milliards, se stabilisant après la hausse enregistrée habituellement en fin d'année.

## Tableau

### Situation de liquidité de l'Eurosystème

	Du 25 janvier 2017 au 2 mai 2017	Du 26 octobre 2016 au 24 janvier 2017	Deuxième période de constitution de 2017	Première période de constitution de 2017
<b>Engagements – Besoins de refinancement (moyennes ; en milliards d'euros)</b>				
<b>Facteurs autonomes de la liquidité</b>	<b>1 983,7</b>	<b>(+39,0)</b>	<b>1 944,8</b>	<b>2 014,9</b>
Billets en circulation	1 114,6	(+4,1)	1 110,5	1 118,4
Dépôts des administrations publiques	171,1	(+19,1)	152,0	182,0
Autres facteurs autonomes	698,0	(+15,7)	682,3	714,6
<b>Comptes courants</b>	<b>1 021,0</b>	<b>(+153,2)</b>	<b>867,8</b>	<b>1 081,1</b>
<b>Instruments de politique monétaire</b>	<b>635,1</b>	<b>(+80,0)</b>	<b>555,1</b>	<b>670,6</b>
Réserves obligatoires	120,5	(+2,5)	118,0	120,6
Facilité de dépôt	514,6	(+77,5)	437,1	550,0
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	-	(+0,0)	-	(+0,0)
<b>Actifs – Offre de liquidité (moyennes ; en milliards d'euros)</b>				
<b>Facteurs autonomes de la liquidité</b>	<b>1 018,3</b>	<b>(-51,7)</b>	<b>1 070,0</b>	<b>1 014,7</b>
Avoirs extérieurs nets	670,5	(-11,1)	681,5	678,6
Actifs nets libellés en euros	347,8	(-40,6)	388,4	336,2
<b>Instruments de politique monétaire</b>	<b>2 501,3</b>	<b>(+321,2)</b>	<b>2 180,1</b>	<b>2 631,5</b>
Opérations d' <i>open market</i>	2 501,0	(+321,1)	2 179,9	2 631,2
Opérations d'appels d'offres	654,6	(+91,4)	563,2	725,9
Opérations principales de refinancement	23,8	(-10,5)	34,3	18,5
Opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	8,2	(-5,0)	13,3	7,4
Première série de TLTRO (TLTRO I)	32,5	(-14,7)	47,2	26,5
Deuxième série de TLTRO (TLTRO II)	590,1	(+121,6)	468,5	673,5
Portefeuilles d'achats fermes de titres	1 846,4	(+229,7)	1 616,7	1 905,3
1 <sup>er</sup> programme d'achats d'obligations sécurisées	10,3	(-2,8)	13,1	9,6
2 <sup>e</sup> programme d'achats d'obligations sécurisées	6,4	(-0,6)	7,0	6,1
3 <sup>e</sup> programme d'achats d'obligations sécurisées	213,3	(+10,5)	202,7	215,3
Programme pour les marchés de titres	99,5	(-2,7)	102,2	99,3
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	23,8	(+1,4)	22,4	24,1
Programme d'achats de titres du secteur public	1 422,0	(+200,8)	1 221,2	1 473,5
Programme d'achats de titres du secteur des entreprises	71,1	(+23,1)	48,0	77,5
Facilité de prêt marginal	0,3	(+0,1)	0,2	0,3
Autres informations fondées sur la liquidité (moyennes ; en milliards d'euros)				
Besoin global de refinancement	1 086,2	(+93,0)	993,2	1 121,1
Facteurs autonomes <sup>1</sup>	965,7	(+90,6)	875,2	1 000,5
Excédent de liquidité	1 414,8	(+228,1)	1 186,7	1 510,2
<b>Évolution des taux d'intérêt (moyennes ; en pourcentage)</b>				
Opérations principales de refinancement	0,00	(+0,00)	0,00	0,00
Facilité de prêt marginal	0,25	(+0,00)	0,25	0,25
Facilité de dépôt	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40
Eonia	-0,354	(-0,004)	-0,350	-0,356

Source : BCE.

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

1) La valeur globale des facteurs autonomes inclut également les « Éléments en cours de règlement ».

**En outre, les facteurs autonomes d'élargissement de la liquidité ont diminué au cours de la période sous revue, en raison de la poursuite de la baisse des actifs nets libellés en euros et d'une légère diminution des avoirs extérieurs**

**nets.** Les actifs nets libellés en euros ont diminué pour ressortir en moyenne à 347,8 milliards d'euros, soit 40,6 milliards de moins que durant la précédente période sous revue, en raison d'une baisse des actifs financiers détenus par l'Eurosystème à des fins autres que la politique monétaire. De plus, les engagements des institutions officielles étrangères vis-à-vis des banques centrales nationales ont enregistré une augmentation. Les avoirs extérieurs nets ont diminué de 11,1 milliards d'euros pour ressortir en moyenne à 670,5 milliards.

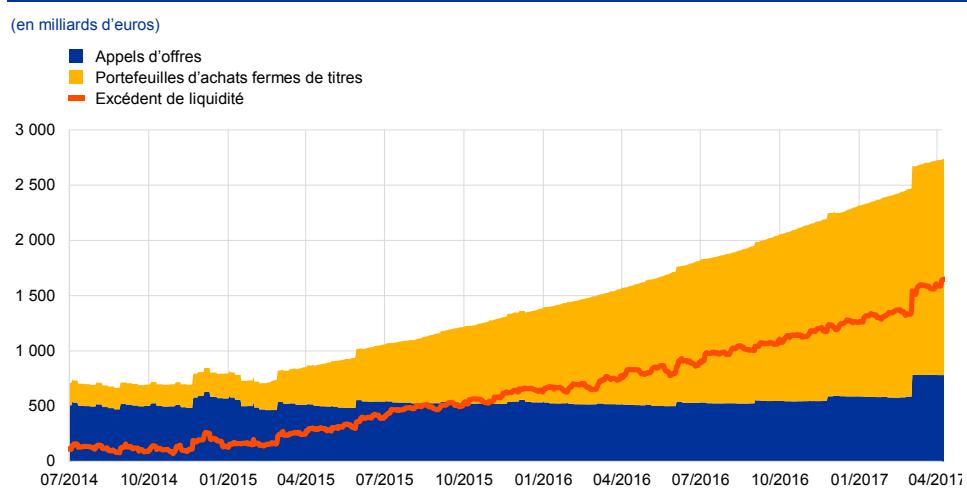
**La volatilité des facteurs autonomes est restée élevée, globalement sans changement par rapport à la précédente période de constitution.** Cette volatilité reflète essentiellement les fluctuations des dépôts des administrations publiques et des actifs nets libellés en euros.

## Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

**Le montant moyen de liquidité fournie par le biais d'opérations d'*open market* (via les appels d'offres et les programmes d'achats d'actifs) a augmenté de 321,1 milliards d'euros pour s'établir à 2 501 milliards à la fin de la période (cf. graphique).** Cette hausse résulte principalement du programme étendu d'achats d'actifs et de la quatrième opération TLTRO II de la BCE, qui s'est soldée par une allocation de 233,4 milliards d'euros le 29 mars 2017.

### Graphique

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



Source : BCE.

**Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations d'appels d'offres a augmenté de 91,4 milliards d'euros pour s'établir à 654,6 milliards.**

L'augmentation de la liquidité fournie par le biais des TLTRO a largement contrebalancé la baisse de la liquidité fournie par les opérations régulières.

La liquidité moyenne fournie par les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois a diminué

de 10,5 milliards d'euros et de 5 milliards, respectivement, alors que l'encours moyen des opérations TLTRO a augmenté de 106,9 milliards sous l'effet, en termes nets, du règlement de la quatrième opération TLTRO II et des remboursements volontaires anticipés des fonds empruntés dans le cadre des première et deuxième opérations de la première série de TLTRO.

**La liquidité moyenne fournie par le biais de l'APP a augmenté de 229,7 milliards d'euros pour s'établir à 1 846,4 milliards, sous l'effet principalement du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP).**

La liquidité moyenne fournie par le programme d'achats de titres du secteur public, par le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées, par le programme d'achats de titres adossés à des actifs et par le programme d'achats de titres du secteur des entreprises a augmenté de 200,8 milliards d'euros, de 10,5 milliards, de 1,4 milliard et de 23,1 milliards, respectivement. Le remboursement des obligations détenues dans le cadre du programme pour les marchés de titres et des premier et deuxième programmes d'achats d'obligations sécurisées s'est élevé au total à 6,1 milliards d'euros.

## Excédent de liquidité

**Par suite des évolutions examinées en détail précédemment, l'excédent de liquidité moyen a augmenté de 228,1 milliards d'euros, pour s'établir à 1 414,8 milliards au cours de la période sous revue (cf. graphique).**

Cet accroissement est intervenu pour l'essentiel durant la deuxième période de constitution de 2017, au cours de laquelle l'excédent de liquidité moyen a augmenté de 190,7 milliards d'euros sous l'effet de l'apport de liquidité résultant de la quatrième opération de la deuxième série de TLTRO. Cela étant, la cible retenue pour les achats mensuels d'actifs dans le cadre du programme d'achats a été réduite à 60 milliards d'euros en moyenne à compter d'avril 2017. La hausse plus modérée (84,9 milliards d'euros) enregistrée au cours de la première période de constitution résulte principalement des évolutions de la liquidité fournie par les achats fermes, qui a augmenté de 116,6 milliards mais a été partiellement contrebalancée par une baisse de 20,2 milliards des facteurs autonomes d'élargissement de la liquidité.

Cette augmentation de l'excédent de liquidité s'est reflétée dans la hausse des encours moyens sur les comptes courants, qui se sont renforcés de 153,2 milliards d'euros pour s'établir à 1 021 milliards au cours de la période sous revue, tandis que le recours moyen à la facilité de dépôt s'est encore accru, de 77,5 milliards, pour ressortir à 514,6 milliards.

## Évolution des taux d'intérêt

**Les taux du marché monétaire au jour le jour sont demeurés proches du taux de la facilité de dépôt, les taux de certains paniers de garanties sur le compartiment des opérations garanties revenant même en dessous de ce**

**niveau.** Sur le compartiment des opérations en blanc, l’Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour de l’euro) s’est établi en moyenne à – 0,354 %, en légère baisse par rapport à une moyenne de – 0,350 % lors de la précédente période sous revue. L’Eonia a oscillé au sein d’une fourchette relativement étroite, avec un point haut à – 0,345 % le dernier jour de janvier et février 2017 et un point bas historique à – 0,363 % à l’approche de la fin avril. En outre, sur le marché des opérations garanties, les taux moyens des opérations de pension au jour le jour sur le marché GC Pooling<sup>13</sup> ont légèrement fléchi, le panier de garanties standard ressortant à – 0,423 % et le panier étendu à – 0,403 %, soit une baisse de 0,018 point de pourcentage et 0,005 point de pourcentage, respectivement, par rapport à la précédente période sous revue.

La baisse de fin de trimestre enregistrée en mars sur les taux des opérations de pension des émetteurs des pays du « cœur » de la zone euro a été moins prononcée que la baisse enregistrée en fin d’année. Cette évolution peut être considérée comme une indication que les intervenants de marché ont largement anticipé une insuffisance de liquidité sur les titres en garantie. En outre, cette évolution pourrait refléter les effets positifs du mécanisme de garantie espèces pour les prêts de titres dans le cadre du PSPP.

---

<sup>13</sup> Le marché GC Pooling permet de négocier les accords de pension sur la plate-forme Eurex contre des paniers standardisés de garanties.

## 4

# Évolutions récentes du solde du compte des transactions courantes de la zone euro

Depuis le début de la décennie, le solde du compte des transactions courantes de la zone euro a augmenté de façon constante, passant d'une position globalement équilibrée à un excédent. En 2016, cet excédent s'est stabilisé à un niveau légèrement supérieur à 3 % du PIB. Le présent encadré examine les principaux facteurs à l'origine de cette évolution.

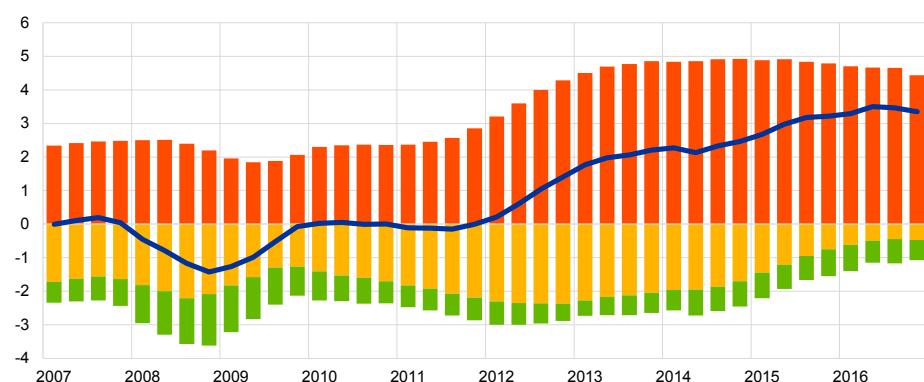
**En 2016, la zone euro a enregistré un excédent de son compte des transactions courantes de 3,3 % du PIB, légèrement supérieur à celui observé en 2015 (3,2 %). Les déficits des échanges pétroliers et des revenus combinés se sont légèrement contractés, tandis que l'excédent des échanges non-pétroliers a continué de se réduire (cf. graphique A).** La faible hausse globale de l'excédent des transactions courantes en 2016 occulte le fait que l'excédent a commencé à diminuer en moyenne sur quatre trimestres au second semestre, lorsque les prix du pétrole se sont légèrement redressés. Cette évolution contraste avec celle de la période comprise entre mi-2014 et mi-2016, pendant laquelle la réduction du déficit des échanges pétroliers résultant de la baisse des prix du pétrole expliquait presque totalement l'augmentation de l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro<sup>14</sup>.

## Graphique A

### Principales composantes du solde des transactions courantes de la zone euro

(en pourcentage du PIB, moyennes sur quatre trimestres)

- Solde des transactions courantes
- Solde des échanges pétroliers
- Solde des échanges non-pétroliers
- Solde des revenus



Sources : BCE et Eurostat.

Notes : Le solde des revenus recouvre les soldes des revenus primaires et secondaires. La décomposition du solde des échanges commerciaux entre ses composantes pétrolière et non-pétrolière s'appuie sur les statistiques du commerce extérieur élaborées par Eurostat. Le solde des échanges non-pétroliers recouvre les services. La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2016.

**Les importations et les exportations de la zone euro ont diminué par rapport au PIB en 2016 sous l'effet des évolutions des prix qui ont plus que**

<sup>14</sup> Cf. également l'encadré intitulé « L'impact de la baisse des prix du pétrole sur l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2016.

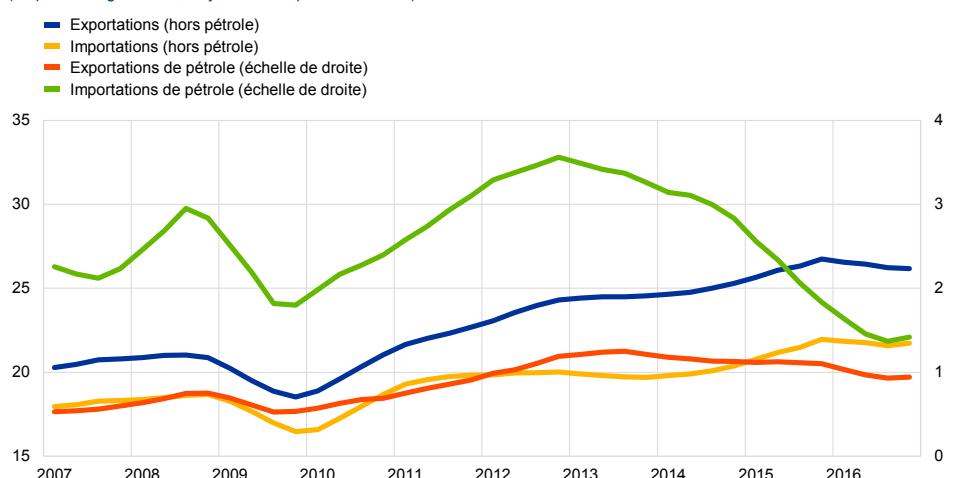
### contrebalancé une hausse des volumes des échanges (cf. graphique B).

Le recul des échanges nominaux par rapport au PIB a découlé de la baisse des prix des importations et des exportations, tandis que le déflateur global du PIB augmentait en 2016<sup>15</sup>. Toutefois, en volume, les échanges commerciaux de la zone euro ont augmenté plus rapidement que le PIB : les importations et les exportations en volume ont enregistré une hausse de 4,0 % et de 2,9 %, respectivement, contre une hausse de 1,7 % du PIB en volume. La croissance soutenue des échanges commerciaux en volume concorde avec la reprise actuelle observée pour la zone euro et pour l'économie mondiale. La diminution des flux nominaux d'échanges commerciaux par rapport au PIB ayant été plus prononcée pour les exportations que pour les importations, l'excédent commercial de la zone euro s'est légèrement réduit.

### Graphique B

#### Ventilation des exportations et des importations de la zone euro

(en pourcentage du PIB, moyennes sur quatre trimestres)



Sources : BCE et Eurostat.

Notes : La décomposition des exportations et des importations entre composantes pétrolière et non-pétrolière s'appuie sur les statistiques du commerce extérieur élaborées par Eurostat. Les échanges non-pétroliers recouvrent les services. La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2016.

**Les excédents commerciaux de la zone euro vis-à-vis des pays de l'UE hors zone euro et des États-Unis ont baissé de quelque 0,1 % du PIB en 2016 par rapport à 2015, tandis que les déficits de la zone euro vis-à-vis de la Chine et de la Russie se sont réduits de 0,2 % et 0,1 % du PIB, respectivement (cf. graphique C)<sup>16</sup>.** En 2016, l'excédent commercial bilatéral de la zone euro vis-à-vis des pays de l'UE hors zone euro est ressorti à 2 % environ du PIB, tandis que l'excédent enregistré vis-à-vis des États-Unis s'établissait à quelque 0,9 % du PIB. Le Royaume-Uni représentait environ les trois quarts de l'excédent commercial vis-à-vis des pays de l'UE hors zone euro en 2016. Dans le même temps, la zone euro a enregistré des déficits commerciaux vis-à-vis de la Chine et de la Russie, de 0,6 % et 0,2 % du PIB, respectivement.

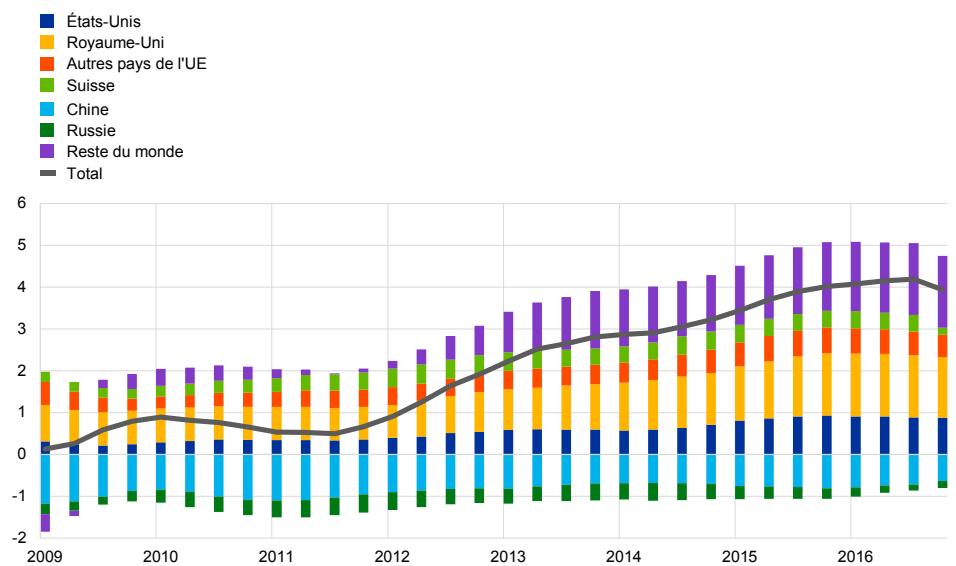
<sup>15</sup> D'après les données des comptes nationaux, les prix des importations et des exportations de la zone euro ont diminué de 2,4 % et 1,3 %, respectivement, en 2016, tandis que le déflateur du PIB augmentait de 0,9 %.

<sup>16</sup> L'analyse porte essentiellement sur le solde commercial, aucune décomposition géographique n'étant disponible pour le solde total des transactions courantes.

### Graphique C

#### Ventilation géographique du solde des échanges commerciaux de la zone euro

(en pourcentage du PIB, moyennes sur quatre trimestres)



Sources : BCE et Eurostat.

Notes : Les « autres pays de l'UE » recouvrent les États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, à l'exception du Royaume-Uni. La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2016.

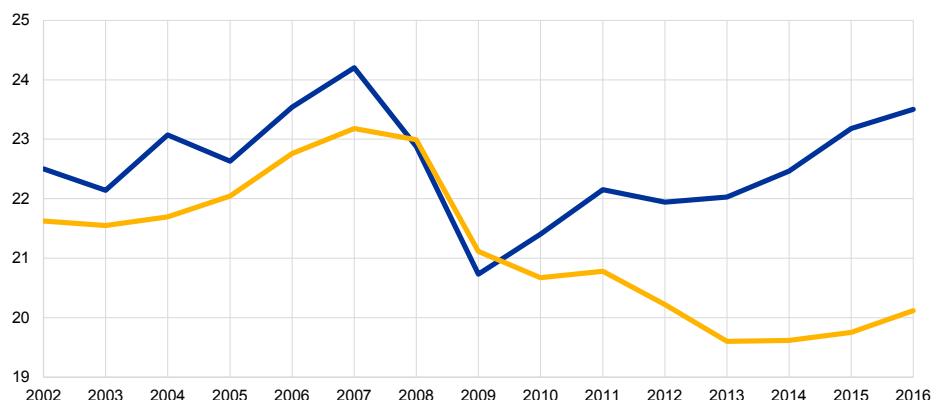
**Du point de vue de l'épargne et de l'investissement, la stabilisation du solde des transactions courantes en 2016 reflète un redressement de l'investissement qui contrebalance globalement la hausse continue de l'épargne brute (cf. graphique D).** Selon une identité comptable simple, le solde des transactions courantes correspond globalement à l'écart entre l'épargne et l'investissement intérieurs, c'est-à-dire à la capacité nette ou au besoin net de financement. L'augmentation de la capacité nette de financement de la zone euro durant les années antérieures reflétait une hausse régulière de l'épargne brute et une atonie de l'investissement (par rapport au PIB). Toutefois, depuis le début de la reprise de l'activité économique en 2013, les ratios de l'épargne et de l'investissement rapportés au PIB ont augmenté tous les deux. Le secteur privé enregistre actuellement une capacité nette de financement, tandis que le secteur public continue d'afficher un besoin net de financement, qui s'est toutefois nettement réduit ces dernières années.

## Graphique D

### Épargne brute et investissement de la zone euro

(en pourcentage du PIB)

- Épargne brute
- Investissement



Source : Commission européenne.

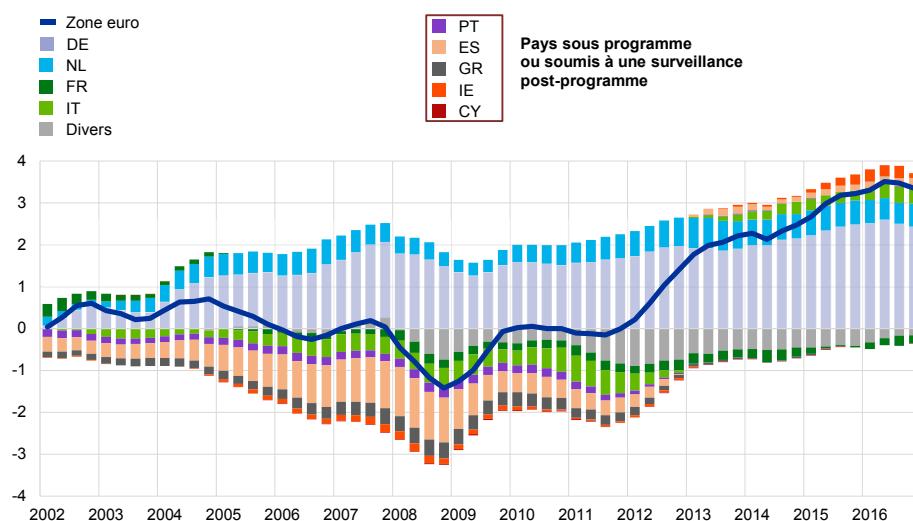
Note : La dernière observation se rapporte à 2016.

**L'Allemagne a apporté la principale contribution à l'excédent des transactions courantes de la zone euro en 2016, même si d'autres pays ont également apporté des contributions significatives (cf. graphique E).** En 2016, l'excédent du compte des transactions courantes enregistré par l'Allemagne représentait 2,4 % du PIB de la zone euro, suivi par celui des Pays-Bas (0,6 %), tandis que l'Italie, l'Espagne et l'Irlande ont apporté des contributions positives comprises entre 0,1 % et 0,4 % du PIB de la zone. En revanche, la France a enregistré un déficit des transactions courantes de 0,2 % du PIB de la zone euro.

## Graphique E

### Solde des transactions courantes de la zone euro et d'une sélection de pays membres

(en pourcentage du PIB de la zone euro, moyennes sur quatre trimestres)



Sources : BCE et Eurostat.

Notes : La seconde colonne de la légende indique les pays qui font, ou ont fait, l'objet d'un programme d'assistance financière. « Divers » correspond aux pays de la zone euro non représentés sur le graphique et à un écart statistique tenant compte du fait que la somme des données par pays n'est pas toujours égale à l'agrégation au niveau de la zone euro. La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2016.

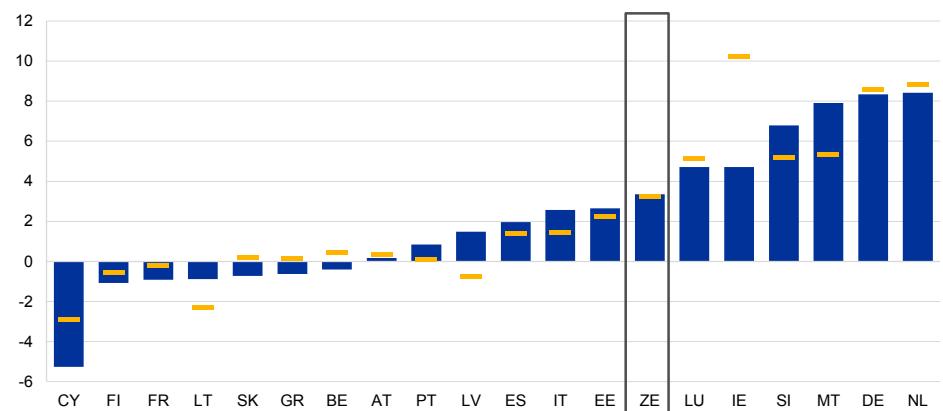
**À l'échelle des différents pays de la zone euro, les évolutions des transactions courantes en 2016 ont été relativement hétérogènes (cf. graphique F).** Au cours du processus d'ajustement externe de ces dernières années, les pays de la zone euro qui affichaient d'importants déficits des transactions courantes avant la crise financière mondiale ont enregistré une correction significative et, dans de nombreux cas, ont transformé ces déficits en excédents. En 2016, les améliorations les plus notables des transactions courantes par rapport à 2015 ont été observées à Malte et en Lettonie, tandis que les excédents des transactions courantes ont encore également augmenté en Slovénie, en Italie, au Portugal, en Espagne et en Estonie. La détérioration des transactions courantes la plus marquée, quoique à partir d'un excédent élevé, a été enregistrée par l'Irlande, suivie par Chypre dont le déficit s'est accru. Les excédents importants et persistants des transactions courantes de l'Allemagne, des Pays-Bas et du Luxembourg se sont légèrement réduits en 2016.

### Graphique F

#### Solde des transactions courantes de la zone euro et de ses pays membres

(en pourcentage du PIB)

2015  
2016



Sources : BCE et Eurostat.

## 5

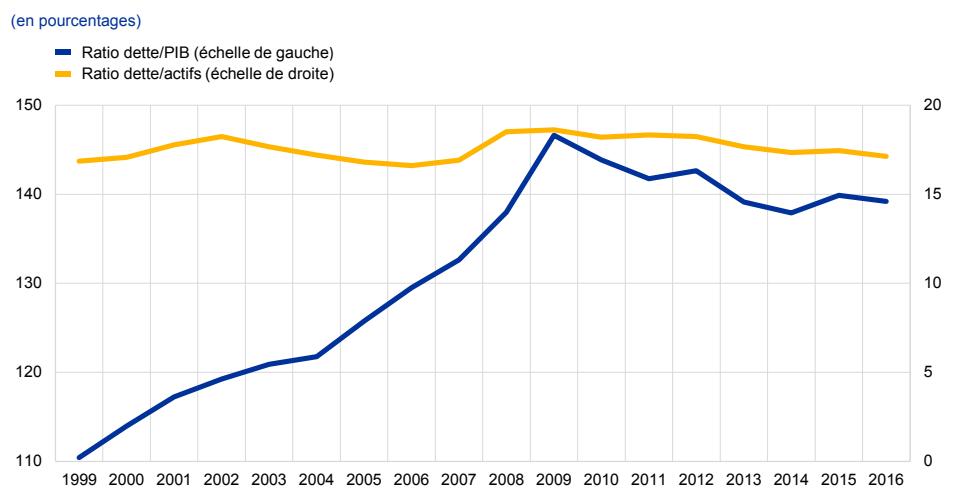
## Dette du secteur privé et réduction du levier d'endettement dans les pays de la zone euro

**La période antérieure à la crise s'est caractérisée dans de nombreux pays de la zone euro par une hausse du ratio dette du secteur privé/PIB.** Durant la période qui a précédé la crise financière, une croissance dynamique de la demande et l'expansion du crédit qu'elle a entraînée ont provoqué dans plusieurs pays de la zone euro l'accumulation de volumes importants de dette intérieure. La dette du secteur privé (c'est-à-dire la dette des ménages et des sociétés non financières)<sup>17</sup> est passée de 110 % du PIB en 1999 à 147 % du PIB en 2009 pour l'ensemble de la zone (cf. graphique A). La hausse enregistrée entre 1999 et le pic a été nettement plus élevée dans la plupart des pays de la zone euro que pour l'ensemble de la zone (cf. graphique B). Il n'y a qu'en Allemagne que le ratio dette du secteur privé/PIB s'est inscrit sur une tendance baissière depuis 1999. Ce ratio, qui peut être considéré comme une mesure du caractère abordable de la dette à moyen et long terme, affichait clairement une tendance haussière avant 2009. Mais une telle tendance est beaucoup moins évidente lorsqu'on considère la dette en tant que pourcentage du total des actifs (ou ratio d'endettement), indicateur qui, durant la période d'expansion ayant précédé la crise n'a pas signalé de possible accumulation d'un excès de dette. Le ratio d'endettement est mesuré sur la base du prix de marché des actifs, dont l'évolution a partiellement masqué la vulnérabilité associée à la hausse de l'endettement. Cet encadré examine les évolutions récentes en matière de dette et de réduction du levier d'endettement du secteur privé, en se concentrant sur le ratio dette/PIB en tant que mesure.

<sup>17</sup> Dans cet encadré, la dette du secteur privé est définie comme la somme du total des prêts accordés aux ménages et aux sociétés non financières, déduction faite des prêts intra-sectoriels et des titres de créance émis par les sociétés non financières. La définition utilisée correspond à celle adoptée dans le tableau de bord de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques. Elle n'inclut pas les droits à pension. Pour l'ensemble de la zone euro, la dette du secteur privé en 2016 a représenté 143 % du PIB, droits à pension inclus, et 139 %, droits à pension exclus.

## Graphique A

### Dette du secteur privé dans la zone euro



Source : Eurostat.

Note : Le total des actifs comprend les actifs financiers et non financiers (patrimoine immobilier et immobilisations des sociétés non financières).

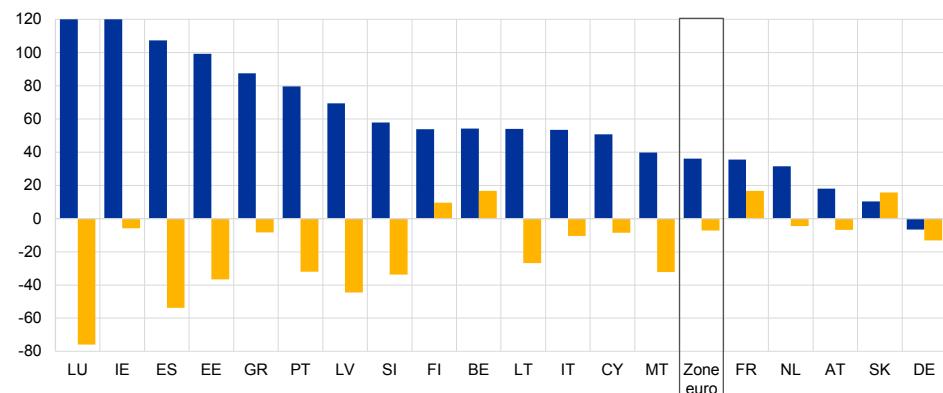
**Depuis son pic de 2009, la dette du secteur privé en pourcentage du PIB a suivi une tendance légèrement baissière pour l'ensemble de la zone euro.** Elle est passée de 147 % du PIB en 2009 à 139 % du PIB en 2016. Cette baisse relativement modeste masque d'importantes disparités entre pays. Dans certains pays fortement endettés, le ratio dette du secteur privé/PIB s'inscrit en net recul depuis son pic. La baisse du ratio a été très marquée en Espagne (54 points de pourcentage depuis le pic de 2009, soit la moitié de la hausse enregistrée sur les dix années précédentes) ; elle a également été importante en Estonie, en Lettonie, en Lituanie, au Luxembourg, à Malte, au Portugal et en Slovénie (cf. graphique B). En revanche, d'autres pays très endettés (avec un ratio dette du secteur privé/PIB supérieur à 200 %), à savoir l'Irlande, Chypre et les Pays-Bas, n'ont pas affiché de recul majeur. Par ailleurs, le ratio dette du secteur privé/PIB s'est inscrit en hausse continue au cours des 18 dernières années en Belgique, en France, en Slovaquie et en Finlande.

## Graphique B

### Évolution du ratio dette du secteur privé/PIB

(en points de pourcentage)

- █ 1999-2009 (ou pic)
- █ 2009 (ou pic) - 2016



Source : Eurostat.

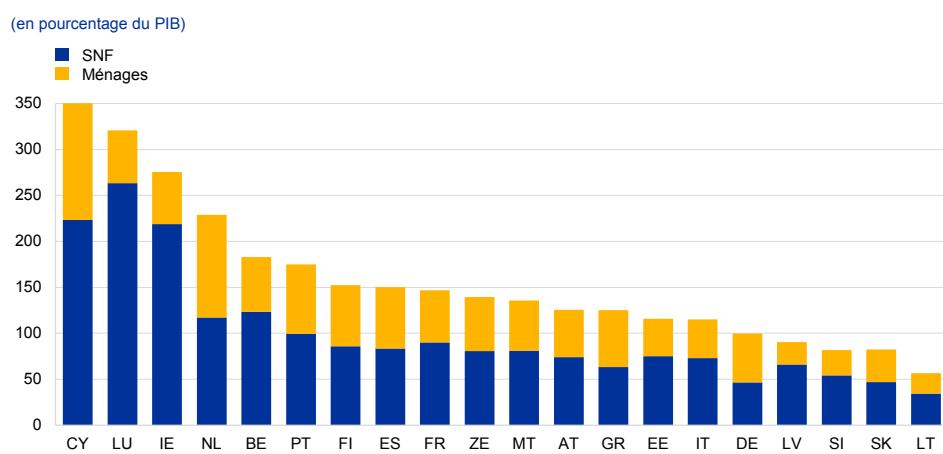
Notes : La barre bleue est tronquée pour LU (157 points de pourcentage) et IE (136 points de pourcentage). Le pic a été atteint en 2009 pour EE, ES, LT, MT, NL, AT et PT ; en 2007 pour LU ; en 2010 pour LV et SI ; en 2012 pour IE, GR et IT ; et en 2014 pour CY.

**Même après l'ajustement postérieur à la crise, le ratio dette du secteur privé/PIB est resté très hétérogène entre les différents pays de la zone euro.** Le graphique C indique que, à fin 2016, le ratio de dette du secteur privé varie, en fonction des pays, de quelque 50 % à 350 % du PIB. Il est supérieur à 100 % du PIB dans la plupart des pays, et dix pays de la zone euro dépassent le seuil utilisé dans le cadre du tableau de bord de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (133 % du PIB – cf. graphique C). Si ce seuil ne constitue qu'un indicateur purement statistique<sup>18</sup>, qui ne prend pas en compte les fondamentaux économiques, il signale toutefois que dans certains pays, le besoin de réduction du levier d'endettement existe peut-être encore. Il convient de noter qu'une évaluation concluante de l'ampleur des besoins de réduction du levier d'endettement nécessiterait également une analyse supplémentaire de la distribution de la dette entre les ménages et les sociétés non financières, ainsi que de leurs caractéristiques sous-jacentes respectives.

<sup>18</sup> Le seuil est calculé comme le point limite du troisième quartile de la distribution de la dette privée à l'échelle de l'UE sur la période 1995-2007.

### Graphique C

#### Dette des sociétés non financières (SNF) et des ménages



Source : Eurostat.

Note : La dette totale (des SNF et des ménages) pour Chypre est de 350,6 %.

**La décomposition de l'endettement entre secteurs indique que, proportionnellement, la dette des SNF est en moyenne plus élevée que celle des ménages.** Il existe cependant trois exceptions : l'Allemagne, où l'endettement des ménages est supérieur à celui des SNF ; et la Grèce et les Pays-Bas, où l'endettement de chaque secteur est approximativement équivalent. Le ratio dette des SNF/PIB est très élevé en Irlande, à Chypre et au Luxembourg. Dans ces pays toutefois, d'importants prêts intragroupes transfrontières affectent tout particulièrement la valeur de la dette détenue par les SNF.

**Des résultats empiriques de plus en plus nombreux montrent que le haut niveau d'endettement du secteur privé peut exercer des effets défavorables importants sur les performances économiques futures.** Si l'endettement privé, à un niveau modéré, contribue à lisser la consommation et à renforcer la croissance économique, une hausse excessive peut en revanche affecter l'accumulation de capital et conduire à une croissance économique plus faible à moyen terme<sup>19</sup>. En effet, il s'ensuit une réduction tant de l'investissement, car les entreprises affectent leur revenu au remboursement de leurs dettes, que de la consommation privée, les ménages excessivement endettés ayant besoin d'accroître leur épargne afin de satisfaire à leurs obligations en termes de service de la dette. Le crédit bancaire est lui aussi affecté, un niveau élevé d'endettement du secteur privé étant souvent associé à une augmentation des créances douteuses, ce qui conduit à l'érosion des coussins de fonds propres des banques<sup>20</sup>. Des analyses empiriques montrent que ces effets défavorables ne s'exercent qu'au-delà d'un certain seuil<sup>21</sup>. On constate également que s'attaquer avec retard à un endettement excessif peut se traduire par

<sup>19</sup> Cf. Myers (S. C.), « *Determinants of Corporate Borrowing* », *Journal of Financial Economics*, vol. 5, numéro 2, 1977, p. 145-75.

<sup>20</sup> Cf. Mian (A.R.), Sufi (A.) et Verner (E.), « *Household debt and business cycles worldwide* », *National Bureau of Economic Research Working Papers*, n° 21581, publié en septembre 2015.

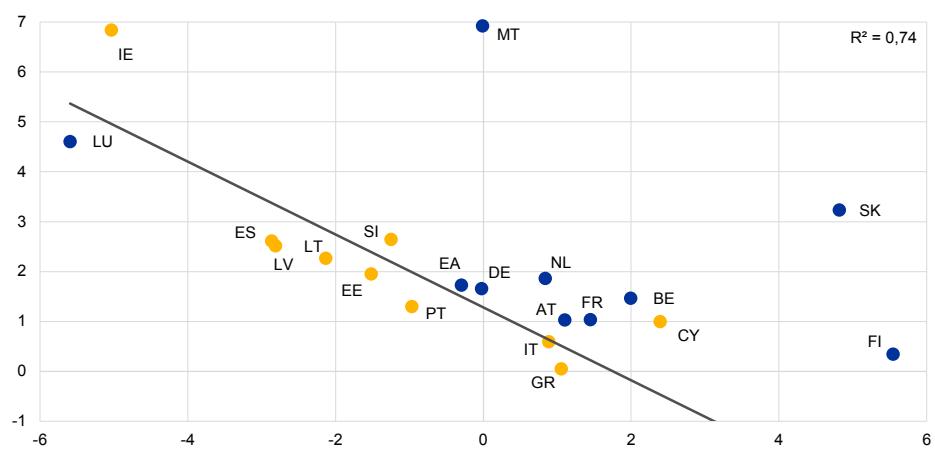
<sup>21</sup> Cf. Cecchetti (S.), Mohanty (M.) et Zampolli (F.), « *The real effects of debt* », BRI, *Working Papers* N° 352, septembre 2011.

un taux de sortie des entreprises moins élevé et fortement affecter le degré de réallocation du capital et du travail entre les entreprises et les secteurs ce qui, à moyen terme, abaisse la productivité agrégée de l'économie<sup>22</sup>. Il est donc important de surveiller l'évolution de l'endettement du secteur privé, le risque d'endettement excessif, ainsi que toute conséquence associée à un besoin élevé de réduction du levier d'endettement.

#### Graphique D

Évolution du crédit (2008-2013) et évolution ultérieure du PIB en volume par habitant (2013-2016)

(axe des abscisses : croissance moyenne du crédit au secteur privé 2008-2013 ; axe des ordonnées : croissance moyenne du PIB en volume 2013-2016)



Source : Eurostat.

Notes : Pour IE, la croissance du PIB en volume est calculée comme la moyenne pour 2013-2014 et 2016. En d'autres termes, 2015 est exclu de la moyenne, en raison de distorsions statistiques. Les points jaunes indiquent les pays ayant dû relever d'importants défis en termes d'ajustement sur la période 2008-2010. Ils incluent les pays de la zone euro comptant des swaps sur défaut de crédit supérieurs à 150 points de base en moyenne sur la période 2008-2010.

#### Le processus de réduction du levier d'endettement dans les pays de la zone euro résulte de la croissance du PIB nominal et de la baisse de la dette privée.

Les données empiriques montrent qu'un processus de réduction de l'endettement rapide et concentré en début de période tend à moyen terme à être associé à des gains en termes de production<sup>23</sup>. L'expérience de la zone euro va également dans ce sens, les épisodes précoce et rapides de réduction du levier d'endettement (par exemple en Estonie, en Irlande, en Espagne, en Lettonie, en Lituanie et en Slovénie) ayant été associés à une croissance ultérieure plus soutenue du PIB en volume par habitant (cf. graphique D). Le graphique E montre que dans quatre pays (la Grèce, l'Espagne, le Portugal et la Slovénie), le processus de réduction du levier d'endettement s'est principalement opéré par le biais d'une réduction de la dette nominale, c'est-à-dire via des remboursements ou des annulations de dette. Dans cinq pays (l'Italie, Chypre, la Lettonie, la Lituanie et les Pays-Bas), il a résulté à la

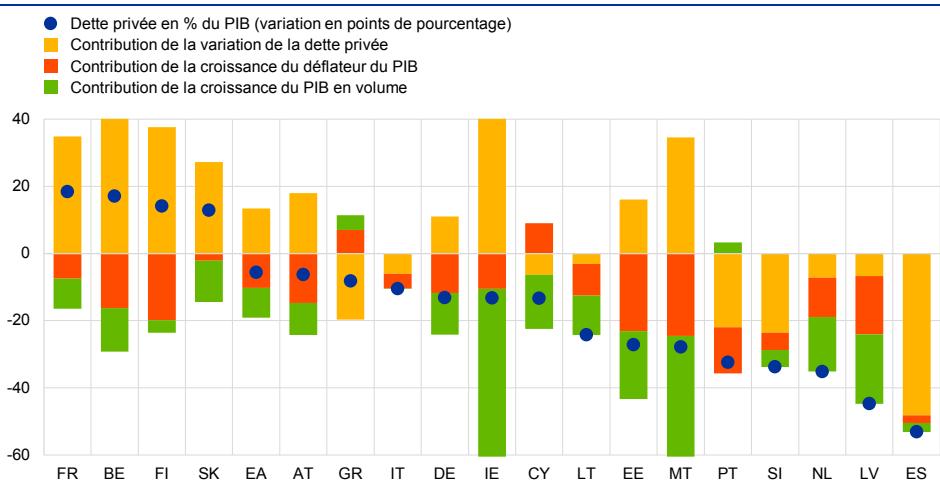
<sup>22</sup> Cf. Schivardi (F.), Sette (E.) et Tabellini (G.), « Credit Misallocation During the European Financial Crisis », Centre for Economic Policy Research Discussion Paper, n° DP11901, mars 2017, et McGowan (M. A.), Andrews (D.) et Millot (V.), « The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries », OCDE, Working Papers, n° 1372, janvier 2017.

<sup>23</sup> Cf. Chen (S.), Kim (M.), Otte (M.), Wiseman (K.) et Zdzienicka (A.), « Private sector deleveraging and growth following busts », FMI, Working Papers, n° 15/35, février 2015.

fois d'une réduction de la dette nominale et d'une augmentation du PIB nominal. Dans cinq autres pays (l'Allemagne, l'Estonie, l'Irlande, Malte et l'Autriche), ce processus s'explique exclusivement par la croissance du PIB nominal. Le graphique montre également qu'une évolution défavorable du PIB nominal a freiné le processus de réduction de la dette en Grèce, à Chypre et au Portugal.

### Graphique E

Décomposition de l'évolution du ratio dette du secteur privé/PIB entre le pic et le quatrième trimestre 2016



Source : Eurostat.

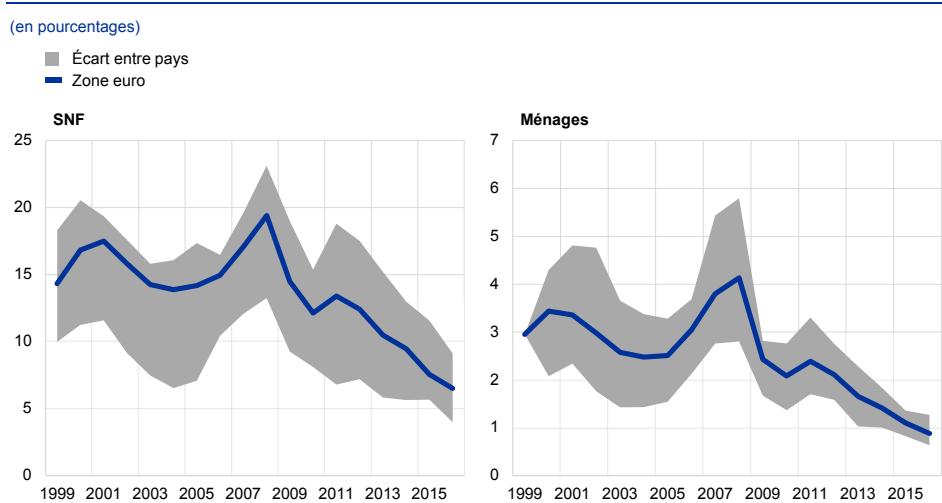
Notes : Le pic a eu lieu en 2009 dans la zone euro, pour EE, ES, LT, MT, NL, AT et PT ; en 2010 pour LV et SI ; en 2012 pour IE, GR et IT ; et en 2014 pour CY. La barre verte est tronquée pour IE (- 86,4 points de pourcentage) et MT (- 37,8 points de pourcentage) ; la barre jaune est tronquée pour BE (+ 46,3 points de pourcentage) et IE (+ 83,7 points de pourcentage).

**Le processus en cours de réduction du levier d'endettement a été soutenu par une baisse importante des paiements d'intérêts.** La structure par échéances et les paiements d'intérêts mesurent la charge de la dette à court terme et peuvent ainsi fournir des informations sur les risques à court terme associés à la capacité de respecter les échéanciers de remboursement de la dette. Tandis que les données agrégées relatives à la structure par échéances moyenne des prêts et titres des différents ménages et entreprises sont d'un accès limité, le ratio paiements d'intérêts/revenu peut constituer un indicateur à court terme des difficultés rencontrées par les emprunteurs. Cet indicateur est présenté dans le graphique F, où la ligne bleue représente le ratio paiements d'intérêts/revenu moyen pour la zone euro et les zones grisées l'intervalle interquartile entre les différents pays de la zone euro. Les ratios paiements d'intérêts/revenu des ménages et des SNF affichent une tendance baissière commune, en particulier depuis 2009. Pour l'ensemble de la zone euro, la moyenne des paiements d'intérêts en pourcentage du revenu disponible brut est passée, pour les ménages, de 4,1 % (en 2008) à 0,9 % (en 2016) et, pour les SNF, de 19,4 % (en 2008) à 6,5 % (en 2016). Toutefois, l'hétérogénéité entre les pays varie selon les secteurs. Tandis que les disparités entre pays en matière de charge de la dette des ménages se sont inscrites en recul depuis la crise, pour les SNF, l'hétérogénéité en termes de ratio paiements d'intérêts/revenu demeure relativement importante. Cela indique que, pour l'ensemble des pays, la prime de risques associée à la dette des SNF est actuellement supérieure à celle associée à la dette des ménages.

**Par la suite, et compte tenu des niveaux élevés de dette dans certains pays, des besoins de réduction du levier d'endettement pourraient subsister.** Le présent encadré a montré que le redressement du PIB et l'environnement de taux d'intérêt bas ont contribué au processus de réduction du levier d'endettement. Cette réduction de l'endettement pourrait se poursuivre par le biais de l'expansion du PIB nominal. Dans une perspective de politique économique, des mécanismes de restructuration de la dette plus efficaces devraient faciliter l'ajustement des bilans. En particulier, les politiques visant à améliorer encore les dispositifs d'insolvabilité, incluant des processus judiciaires à l'efficacité encore améliorée et des mécanismes de règlement à l'amiable, pourraient apporter une contribution importante à la réduction rapide et durable des créances douteuses, conduire au sauvetage plus efficient des entreprises viables et accroître le recouvrement de la dette par les prêteurs.

#### Graphique F

Ratios paiements d'intérêts/revenu pour les sociétés non financières (SNF) et les ménages.



Source : Eurostat.

Notes : Le revenu est mesuré comme le revenu disponible brut pour les ménages et l'excédent brut d'exploitation pour les sociétés non financières. L'écart entre pays est l'intervalle interquartile entre les pays de la zone euro. Les données relatives aux ménages pour l'Estonie, Chypre, la Lettonie, la Lituanie, le Luxembourg, Malte et la Slovaquie ne sont pas disponibles. Les données relatives aux sociétés non financières pour le Luxembourg et Malte ne sont pas disponibles.

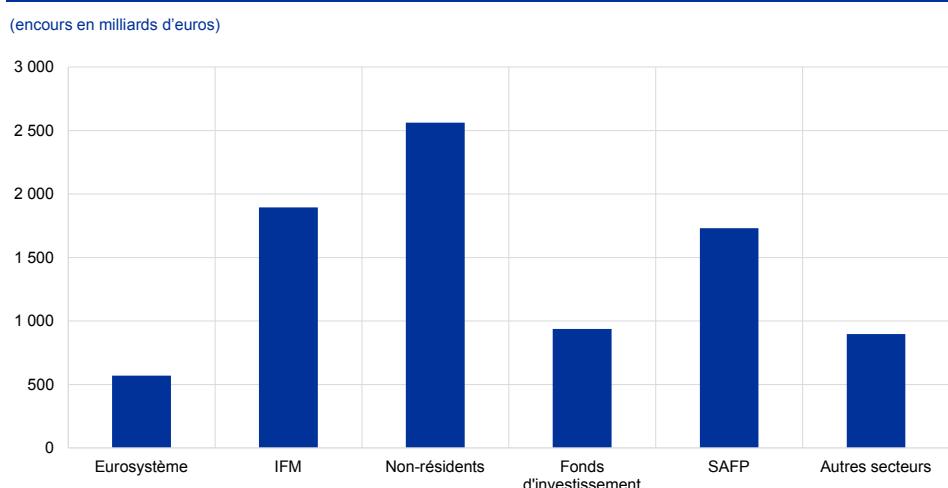
## 6

### Quels sont les secteurs qui ont vendu les titres du secteur public acquis par l'Eurosystème ?

**Fin 2014, juste avant le démarrage du programme d'achats de titres du secteur public (public sector purchase programme - PSPP), trois secteurs détenaient près des trois quarts des titres de créance émis par les administrations publiques de la zone euro.** Le secteur des non-résidents de la zone euro, un secteur hétérogène qui recouvre principalement de grands investisseurs institutionnels (tant privés que publics), mais inclut également des intervenants de marché très actifs, détenait la part la plus importante, soit 30 % du total des encours. Les institutions financières monétaires (IFM) hors Eurosystème (donc uniquement les IFM) détenaient 22 % du total des encours. Les sociétés d'assurance et les fonds de pension (SAFP), qui sont généralement définis comme des investisseurs à long terme ayant une préférence marquée pour des tranches d'échéances spécifiques, en détenaient 20 %. Parmi les secteurs restants, les fonds d'investissement non monétaires avaient les avoirs les plus importants, soit 11 % de l'encours de titres émis par les administrations publiques de la zone euro. Le reste était réparti entre l'Eurosystème (7 %) et l'ensemble des autres secteurs (ménages, sociétés non financières et intermédiaires financiers non classés dans l'un des secteurs mentionnés ci-dessus), qui représentaient au total les 10 % restants (cf. graphique A).

#### Graphique A

Avoirs en titres de créance émis par les administrations publiques de la zone euro par secteurs avant le PSPP (quatrième trimestre 2014)



Source : BCE, en se fondant sur les comptes sectoriels trimestriels.

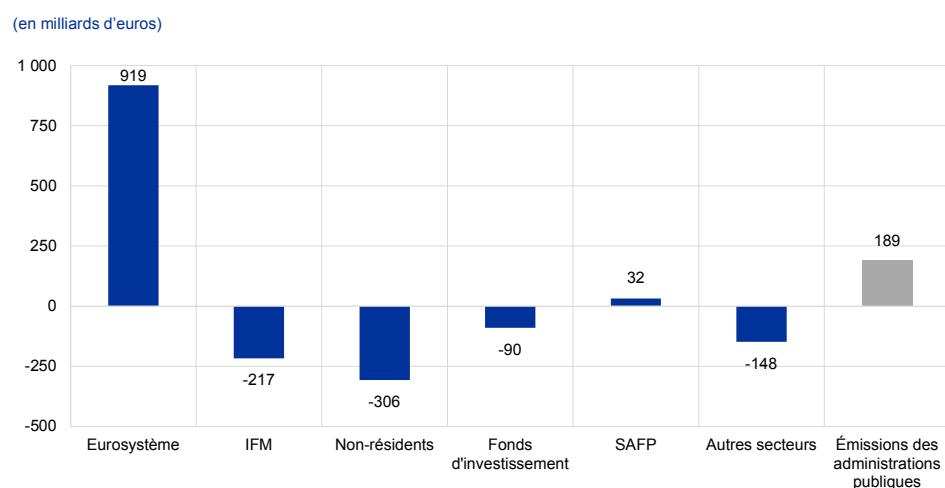
Note : À la fin du quatrième trimestre 2014, l'encours total de titres de créance émis par le secteur des administrations publiques de la zone euro s'établissait à 8 600 milliards d'euros.

**Hors effets liés aux valorisations et aux reclassements, les baisses les plus importantes des avoirs en titres des administrations publiques de la zone euro observées depuis le début du PSPP concernent les secteurs des non-résidents et des IFM.** Entre le deuxième trimestre 2015 et le quatrième trimestre 2016, l'Eurosystème a procédé à des achats pour un montant net de

919 milliards d'euros<sup>24</sup>. Pratiquement tous les autres secteurs ont enregistré des flux négatifs, les plus importants ayant concerné les non-résidents (- 306 milliards d'euros) et les IFM (- 217 milliards) (cf. graphique B). Toutefois, l'analyse des flux réels ne donne pas une idée précise de la manière dont les achats de l'Eurosystème ont affecté le comportement de chaque secteur s'agissant des titres émis par les administrations publiques de la zone euro. Par exemple, les SAFP ont effectué des achats pour un montant net de 32 milliards d'euros entre le deuxième trimestre 2015 et le quatrième trimestre 2016. Cela ne signifie pas que le PSPP n'a pas eu d'incidence sur les achats de titres du secteur public par les SAFP, l'effet ne pouvant être calculé que par rapport aux achats que chaque secteur aurait effectués et à la manière dont les émissions de nouveaux titres de créance auraient été réparties entre les différents secteurs sans le PSPP.

#### Graphique B

Flux nets de titres de créance émis par les administrations publiques de la zone euro par secteurs entre le deuxième trimestre 2015 et le quatrième trimestre 2016



Source : BCE, en se fondant sur les comptes sectoriels trimestriels.

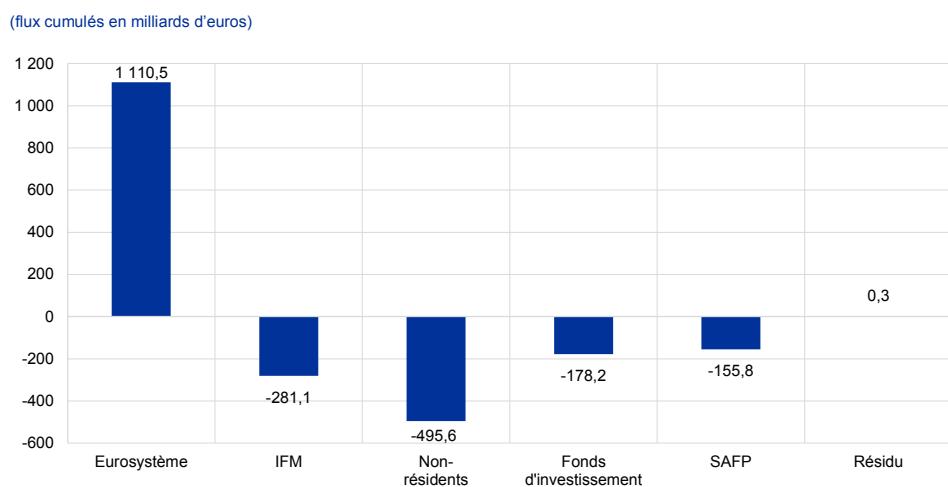
**Selon les estimations, ce sont les non-résidents et, dans une moindre mesure, les IFM qui ont le plus réduit, en termes absolus, leurs avoirs en titres des administrations publiques depuis le lancement du PSPP.** Pour analyser la réaction de chaque secteur aux achats d'obligations d'État par l'Eurosystème, il est tout d'abord nécessaire d'estimer les flux nets qui auraient été observés sans le PSPP (c'est-à-dire les flux contrefactuels). Pour cela, on utilise les variables qui déterminent généralement le comportement d'achat de chaque secteur mais qui ne

<sup>24</sup> Les achats nets de titres du secteur public par l'Eurosystème incluent également les remboursements dans le cadre du programme pour les marchés de titres et les achats nets au titre de l'Accord sur les actifs financiers nets (*Agreement on Net Financial Assets - ANFA*). De plus, les achats dans le cadre du PSPP incluent des titres ne figurant pas dans la classification statistique des titres émis par les administrations publiques. Ces facteurs expliquent l'écart entre les chiffres présentés dans cet encadré et les données sur les achats effectifs dans le cadre du PSPP publiées sur le site internet de la BCE.

sont pas affectées par le PSPP<sup>25</sup>. L'impact du PSPP sur les avoirs de chaque secteur en titres du secteur public est calculé comme la différence entre les flux réels et les flux contrefactuels.

### Graphique C

#### Impact estimé du PSPP sur les avoirs en titres émis par les administrations publiques de la zone euro par secteurs en termes de flux (mars 2015 à mars 2017)



Sources : Statistiques de bilan des IFM pour les IFM, balance des paiements pour les non-résidents, statistiques relatives aux fonds d'investissement pour les fonds d'investissement, comptes sectoriels trimestriels pour les SAFP, émissions de titres de la zone euro pour les titres émis par les administrations publiques et DataStream pour l'indice de volatilité VIX (les deux dernières sources étant utilisées seulement pour estimer les achats nets contrefactuels).

Notes : L'impact estimé est calculé comme les flux réels moins les achats nets contrefactuels, en se fondant sur le comportement d'achat estimé de chaque secteur lors de la période qui a précédé le PSPP. Les périodes couvertes sont les suivantes : de mars 2015 à mars 2017 pour l'Eurosystem, les IFM, les non-résidents et les émissions de titres par les administrations publiques ; du deuxième trimestre 2015 au premier trimestre 2017 pour les fonds d'investissement ; et du deuxième trimestre 2015 au quatrième trimestre 2016 pour les SAFP. Les données ont été extrapolées pour couvrir les périodes pour lesquelles aucune donnée n'est disponible : mars 2015 pour les fonds d'investissement et mars 2015 et le premier trimestre 2017 pour les SAFP. Le résidu recouvre tous les autres secteurs ainsi que les divergences entre les données.

Les résultats des estimations montrent qu'entre mars 2015 et mars 2017, les non-résidents ont réduit leurs avoirs en titres émis par les administrations publiques de la zone euro de 496 milliards d'euros par rapport à la situation dans laquelle les achats nets de titres du secteur public par l'Eurosystem étaient égaux à zéro (cf. graphique C). Ce montant correspond à 45 % des achats nets de titres du secteur public effectués par l'Eurosystem sur la période allant de mars 2015 à mars 2017. Un calcul analogue indique que la réduction de leurs avoirs opérée par les IFM a été équivalente à 25 % environ (281 milliards d'euros) des achats nets de l'Eurosystem. Selon les estimations, la diminution des avoirs des fonds d'investissement et des SAFP a représenté l'équivalent de 16 % et 14 %,

<sup>25</sup> Les estimations suivent l'approche utilisée par Joyce *et al.* (Joyce (M.), Liu (Z) et Tonks (I), « *Institutional investors and the QE portfolio balance channel* », *Journal of Money, Credit & Banking*, à paraître). Pour les IFM et les non-résidents, les variables de régression sont les émissions nettes de titres par les administrations publiques, les achats nets de l'Eurosystem avant le PSPP et le VIX, qui est un indice rendant compte de la volatilité des marchés internationaux. Pour les fonds d'investissement et les SAFP, nous utilisons des variables qui représentent le passif de ces secteurs, à savoir les émissions nettes de parts pour les fonds d'investissement et les provisions techniques d'assurance pour les SAFP, le comportement de ces secteurs en matière d'investissement étant probablement influencé dans une large mesure par les demandes des clients. Pour plus de détails sur la mise en œuvre de cette approche pour la zone euro, cf. Adalid (R.) et Palligkinis (S.), « *Sectoral Sales of Government Securities During the ECB's Asset Purchase Programme* » SSRN mimeo, décembre 2016.

respectivement, des achats nets de l'Eurosystème<sup>26</sup>. Ces conclusions ne sont pas surprenantes, dans la mesure où les non-résidents et les IFM étaient également les principaux détenteurs de titres émis par les administrations publiques juste avant le lancement du PSPP.

**Par rapport aux avoirs qu'ils détenaient initialement, on estime que les non-résidents et les fonds d'investissement sont les secteurs qui ont réagi le plus fortement aux achats effectués par l'Eurosystème.** Pour évaluer la réaction relative de chaque secteur aux achats de l'Eurosystème, l'impact estimé est exprimé par rapport aux avoirs du secteur avant le PSPP. Cette comparaison montre que les non-résidents et les fonds d'investissement ont le plus fortement réagi, l'impact sur les deux secteurs concernant 20 % environ de leurs avoirs en titres émis par les administrations publiques de la zone euro avant le PSPP. En revanche, la réaction du secteur des SAFP, l'un des principaux détenteurs de titres émis par les administrations publiques, équivaut à moins de 10 % des avoirs du secteur avant le PSPP. Avec 15 %, les IFM occupent une position intermédiaire. La réaction relativement faible des SAFP reflète probablement les stratégies d'investissement de ce secteur, qui sont dominées par la nécessité de respecter leurs engagements à long terme et sont soumises à de fortes contraintes réglementaires. À l'inverse, les secteurs des non-résidents et des fonds d'investissement comprennent probablement une part plus importante d'intervenants de marché actifs qui sont davantage guidés par des considérations de rendement.

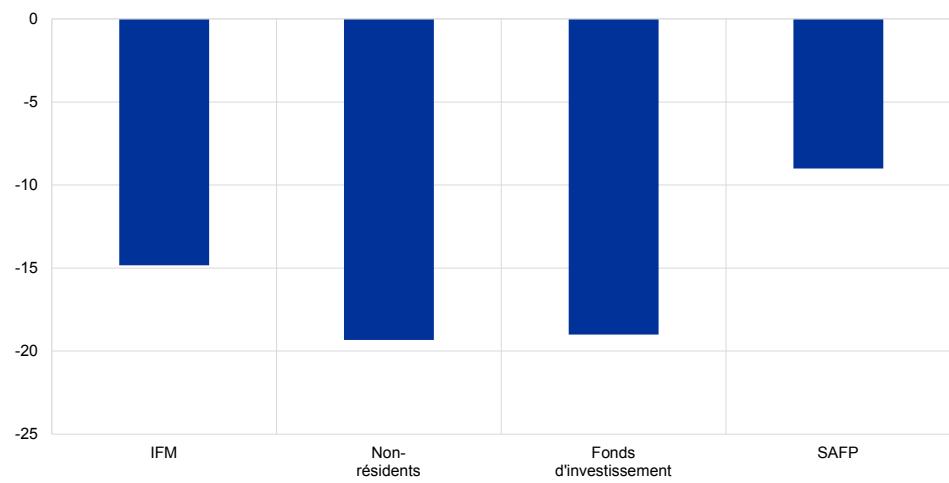
---

<sup>26</sup> Les graphiques B et C comportent des différences dans les données sous-jacentes en raison de l'utilisation de périodes et de sources de données différentes. Le graphique B présente les flux pour tous les secteurs, toujours issus des comptes sectoriels trimestriels, qui ne sont disponibles actuellement que jusqu'au quatrième trimestre 2016. Le graphique C utilise des statistiques sectorielles individuelles. Ces statistiques sont disponibles mensuellement pour les non-résidents et les IFM, qui sont les deux secteurs les plus pertinents pour l'analyse présentée dans cet encadré. Cela permet de commencer l'analyse dès le début du PSPP, en mars 2015, et de la prolonger jusqu'en mars 2017.

### Graphique D

Impact estimé du PSPP sur les avoirs en titres émis par les administrations publiques de la zone euro par secteurs (mars 2015 à mars 2017) par rapport aux avoirs en titres émis avant le programme

(en pourcentages des encours au quatrième trimestre 2014)



Sources et notes : Cf. graphiques A et C

## 7

# Recommandations par pays en matière de politique budgétaire dans le cadre du Semestre européen 2017

**Le 22 mai, la Commission européenne a fait part de ses recommandations par pays en matière de politiques budgétaire et économique pour l'ensemble des États membres de l'UE, à l'exception de la Grèce, ainsi que des recommandations de mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) de l'Union européenne pour les pays individuels.** Les recommandations par pays ont été finalisées et approuvées le 16 juin par les ministres de l'Économie et des Finances des États membres précités. Elles sont appelées à être approuvées par le Conseil européen les 22 et 23 juin et seront publiées à la mi-juillet<sup>27</sup>. Les recommandations du Conseil en matière de politique budgétaire visent à s'assurer que les pays de l'UE répondent aux exigences du PSC. À cet effet, elles comportent des évaluations des mises à jour 2017 en matière de programmes de stabilité et de convergence, que les gouvernements avaient soumis à la Commission européenne et au Conseil dans le courant du mois d'avril. Sur le plan du suivi, les recommandations par pays en matière de politique budgétaire des pays de la zone euro publiées dans le cadre du Semestre européen 2017 devraient être prises en compte dans les projets de plans budgétaires des gouvernements pour 2018, qui doivent être soumis à l'Eurogroupe et à la Commission européenne pour la mi-octobre 2017. C'est dans ce contexte que le présent encadré passe en revue les recommandations en matière de politique budgétaire qui ont été adressées aux 18 États membres de la zone euro.

**Selon les prévisions économiques de la Commission européenne du printemps 2017, l'amélioration de la situation budgétaire de la zone euro s'accompagne d'une rupture entre les pays en ce qui concerne les progrès réalisés en vue de finances publiques soutenables.** Du côté positif, la Commission a estimé que huit pays de la zone euro avaient atteint leurs objectifs budgétaires à moyen terme (OMT) en 2016<sup>28</sup>. Ces évolutions favorables contribueront à soutenir les budgets publics de ces pays et à réduire leur dette publique à moyen terme, ce qui rendra leurs économies plus résistantes aux évolutions économiques défavorables. En revanche, une série de pays ne respectent pas les exigences en matière d'ajustements structurels au titre du PSC, en dépit de l'embellie conjoncturelle. Cela retarde la réalisation des OMT et la constitution de réserves budgétaires, ce qui pose plus particulièrement des problèmes aux pays présentant des niveaux élevés d'endettement public. Ces pays affichent actuellement les positions budgétaires sous-jacentes qui tendent à être les plus éloignées de leurs OMT (cf. tableau). À l'avenir, ces pays risquent d'être limités dans leur utilisation de la politique budgétaire à des fins de stabilisation lors de la prochaine récession, et devront même peut-être revenir à un resserrement

<sup>27</sup> L'adoption des recommandations par pays par le Conseil des affaires économiques et financières (Conseil ECOFIN) lors de la réunion prévue le 11 juillet clôturera officiellement le Semestre européen 2017.

<sup>28</sup> Cf. l'encadré intitulé « L'efficacité de l'objectif budgétaire à moyen terme comme point d'ancre des politiques budgétaires », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2015.

procyclique des politiques budgétaires. Un relèvement éventuel des niveaux des taux d'intérêt pourrait exercer des pressions budgétaires supplémentaires.

**Les recommandations par pays établies par la Commission recensent des risques de non-conformité avec les exigences de consolidation structurelle du PSC dans plusieurs pays de la zone euro.** D'après la Commission européenne, ni la France, ni l'Espagne, deux pays affichant un déficit supérieur à la valeur de référence de 3 % du PIB en 2016, ne sont en voie de réaliser un ajustement structurel substantiel durant la période 2017-2018, c'est-à-dire une réduction de leur déficit budgétaire par des facteurs autres que l'incidence du cycle économique et des mesures budgétaires temporaires. Certains pays qui relèvent actuellement du volet préventif du PSC et qui n'ont pas encore atteint leurs OMT devraient, de surcroît, présenter d'importantes lacunes au regard des exigences d'ajustement structurel, alors que ces exigences d'ajustement structurel ont été sensiblement revues à la baisse pour certains pays, afin de tenir compte d'une série de facteurs, en ce compris les réformes structurelles, les investissements supplémentaires et les réformes des retraites, ainsi que d'une série de coûts engendrés par l'accueil de réfugiés et des dépenses de sécurité supplémentaires. Globalement, cette flexibilité pourrait ramener les exigences en vue de la progression des pays vers leur OMT, d'un ajustement de 0,5 % du PIB en moyenne à environ 0,25 % du PIB en 2017<sup>29</sup>. L'on s'attend néanmoins à ce que ces pays mènent des politiques budgétaires expansionnistes équivalant en moyenne à 0,3 % du PIB, c'est-à-dire des politiques qui détériorent encore davantage leur équilibre structurel.

**Les recommandations de politique budgétaire établies par la Commission s'écartent de celles formulées antérieurement de deux manières.** Tout d'abord, ce sont uniquement les considérants des recommandations, plutôt que leur dispositif qui spécifient l'ampleur de l'ajustement structurel que le Conseil a recommandé aux gouvernements d'effectuer pour garantir un respect total du PSC. Habituellement, le dispositif sert à fournir des conseils clairs *ex ante* pour les gouvernements sur la manière de gérer les finances publiques durant la période à venir. Il sert également de guide pour les parlements et pour le grand public et de référence pour des évaluations *ex post* transparentes du respect du PSC. C'est pourquoi il est important que l'orientation budgétaire soit totalement incluse, y compris dans les projets de plans budgétaires des gouvernements pour 2018, afin de garantir des progrès suffisants en vue de finances publiques saines. Ensuite, pour l'ensemble des pays présentant des exigences d'ajustement structurel de 0,5 % du PIB et davantage en 2018, quel que soit leur niveau d'endettement public, les considérants stipulent que « l'évaluation du projet de plan budgétaire 2018 et l'évaluation ultérieure des résultats budgétaires 2018 devront dûment tenir compte de l'objectif visant à atteindre une orientation budgétaire qui contribue à la fois au renforcement de la reprise en cours et à la garantie de la soutenabilité des finances publiques [de l'État membre respectif] ». Cela pourrait impliquer des réductions des exigences d'ajustement structurel au-delà de celles accordées dans le cadre des dispositions

---

<sup>29</sup> À l'exclusion des pays qui ont déjà atteint leur OMT.

de flexibilité existantes dans le PSC (telles que communiquées par la Commission en janvier 2015) <sup>30</sup>.

### Tableau

#### Exigences relatives à l'ajustement structurel au titre du PSC pour la période 2017-2018

	Objectif budgétaire à moyen terme	2016	2017		2018	
		Équilibre structurel	Modification de l'équilibre budgétaire structurel	Exigence relative à l'ajustement structurel dans les RPP	Modification de l'équilibre budgétaire structurel	Exigence relative à l'ajustement structurel dans les RPP
<b>Volet préventif du PSC</b>						
<b>Belgique</b>	0,0	-2,2	0,6	0,6	-0,3	0,6
<b>Allemagne</b>	-0,5	0,8	-0,2	à l'OMT	-0,3	à l'OMT
<b>Estonie</b>	-0,5	0,2	-0,6	à l'OMT	-0,4	à l'OMT
<b>Irlande</b>	-0,5	-1,7	0,6	0,6	0,8	0,6
<b>Chypre</b>	0,0	0,9	-1,1	à l'OMT	-0,2	0,2
<b>Lettonie</b>	-1,0	-0,8	-0,7	à l'OMT	-0,9	-0,3
<b>Lituanie</b>	-1,0	-0,2	-0,7	à l'OMT	-0,2	à l'OMT
<b>Luxembourg</b>	-0,5	2,0	-1,6	à l'OMT	-0,2	à l'OMT
<b>Malte</b>	0,0	0,4	0,0	à l'OMT	0,2	à l'OMT
<b>Pays-Bas</b>	-0,5	0,7	-0,4	à l'OMT	0,2	à l'OMT
<b>Autriche</b>	-0,5	-1,0	0,0	0,3	0,1	0,3
<b>Portugal</b>	0,25	-2,0	-0,2	0,6	-0,1	0,6
<b>Slovénie</b>	0,25	-1,7	-0,1	0,6	-0,5	1,0
<b>Slovaquie</b>	-0,5	-1,5	0,1	0,5	0,5	0,5
<b>Finlande</b>	-0,5	-0,9	-0,5	-0,5	0,0	0,1
<b>Volet correctif du PSC</b>						
<b>Espagne (date-butoir PDE 2018)</b>	0,0	-3,5	0,1	0,5	0,0	0,5
<b>France (date-butoir PDE 2017)</b>	-0,4	-2,5	0,2	0,9	-0,5	0,6

Source : Prévisions économiques du printemps 2017 (\*) et recommandations par pays de la Commission européenne.

Notes: Dans ce tableau, les exigences relatives à l'ajustement structurel sont les exigences recommandées dans les recommandations par pays (RPP). Pour certains pays relevant du volet préventif, ces exigences ont été réduites à la suite de l'octroi de flexibilité pour satisfaire à la mise en œuvre de réformes structurelles, d'investissements supplémentaires, etc. Pour d'autres pays, ces exigences peuvent encore être réduites si une telle flexibilité est octroyée ex post. L'expression «à l'OMT» reflète le fait que, selon les prévisions de la Commission européenne, les pays atteignent leur OMT au début de l'année en question. Les exigences relatives à l'ajustement structurel peuvent être plus élevées pour les pays soumis à la règle de la dette. PDE renvoie à la procédure de déficit excessif.

#### Le 22 mai, la Commission a également publié des recommandations

**concernant la mise en œuvre du PSC.** La Commission a recommandé de lever la procédure de déficit excessif (PDE) à l'encontre du Portugal à l'échéance prévue en 2016, et le Conseil a adopté une décision correspondante le 16 juin. De surcroît, dans des rapports préparés dans le cadre de l'article 126 (3) du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, la Commission a examiné le non-respect du critère de la dette en Belgique et en Finlande en 2016 et s'est prononcée contre l'engagement d'une PDE. Dans le cas de la Finlande, le non-respect de la valeur de référence de la dette publique, à 3,6 %, a été expliqué par des circonstances atténuantes, au nombre desquelles figurent l'aide financière octroyée à d'autres pays de la zone euro afin de préserver la stabilité financière, ainsi que l'incidence négative du cycle économique. Pour ce qui est de la Belgique, la Commission a

<sup>30</sup> Cf. la communication de la Commission intitulée « Utiliser au mieux la flexibilité offerte par les règles existantes du PSC ».

conclu que, pour 2016 et 2017 considérées ensemble, il fallait considérer que le pays présentait des risques de non-respect des exigences du volet préventif du PSC. L'analyse a néanmoins suggéré que le critère de la dette devrait être considéré comme actuellement respecté, étant donné que l'écart prévu pouvait encore être corrigé en 2017. En ce qui concerne l'Italie, la décision d'engager une PDE axée sur la dette a été reportée. La Commission envisage de réévaluer le respect par l'Italie du critère de la dette en se basant sur le projet de plan budgétaire pour 2018 et sur les prévisions économiques d'automne 2017 de la Commission. En général, l'application de la règle de la dette du PSC, qui se base sur le respect à moyen terme du volet préventif et sur des données validées *ex post*, risque de retarder indûment les décisions finales sur la question de savoir s'il faut engager ou non une PDE axée sur la dette. Entre-temps, des lacunes au regard des exigences d'ajustement structurel du PSC pourraient encore accroître les risques en matière de soutenabilité de la dette. À plus long terme, l'évaluation du respect du critère de la dette devrait être davantage clarifiée, en se basant sur des facteurs clairement quantifiables pour garantir une mise en œuvre effective de la règle de la dette du PSC<sup>31</sup>.

**En conclusion, le PSC a subi avec le temps de fréquents amendements et interprétations et est donc devenu très complexe.** Cela rend plus difficile l'application cohérente des règles entre les pays et au fil du temps. Parallèlement, tout cadre budgétaire est tributaire de sa mise en application. À cet égard, l'application complète, juridiquement solide et cohérente des règles du Pacte de stabilité et de croissance relève de la responsabilité conjointe de la Commission européenne et du Conseil. C'est essentiel pour la crédibilité du Pacte.

---

<sup>31</sup> Cf. l'article intitulé « Stratégies de réduction de la dette publique dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2016.

## 8

# Le pacte budgétaire : l'examen par la Commission et les perspectives

**En réponse à la crise de la dette souveraine, le pacte budgétaire a été créé pour encourager la discipline budgétaire et pour accroître l'appropriation nationale du cadre de gouvernance budgétaire.** Cet objectif devait être atteint en ancrant dans la législation nationale les principes de politiques budgétaires saines définis dans le Pacte de stabilité et de croissance et en garantissant que des institutions soient mises en place pour soutenir un débat politique national bien informé sur ces questions.

**Pour atteindre ces objectifs, le pacte budgétaire** <sup>32</sup> **constraint les pays participants à s'engager juridiquement à adopter une règle d'équilibre budgétaire et à mettre en place des institutions visant à contrôler le respect de cette règle.** La règle d'équilibre budgétaire, qui devrait de préférence être garantie au niveau constitutionnel, sera considérée comme étant respectée si l'équilibre structurel d'un pays est conforme à son objectif à moyen terme (OMT) par pays <sup>33</sup>. Les pays qui n'ont pas encore atteint leur OMT devraient garantir une convergence rapide vers cet objectif. Dans le cas d'un écart significatif par rapport à la règle, un mécanisme de correction au niveau national devrait être automatiquement déclenché. S'agissant de ce mécanisme, la Commission a proposé des principes communs, qui détaillent notamment la nature, l'ampleur et le calendrier de l'action corrective <sup>34</sup>. Pour ce qui est du contrôle institutionnel, les gouvernements liés par le pacte budgétaire se sont engagés à mettre sur pied des institutions budgétaires nationales indépendantes (appelées « conseils budgétaires ») pour contrôler le respect des règles. Ces institutions devraient également jouer un rôle dans l'activation du mécanisme de correction dans le cas où des pays s'écartent de la règle <sup>35</sup>. De surcroît, conformément aux principes communs, les autorités nationales devraient respecter le principe « se conformer ou s'expliquer », lorsqu'elles réagissent aux évaluations réalisées par les conseils budgétaires, c'est-à-dire qu'elles devraient soit suivre les recommandations de ces derniers, soit expliquer publiquement pourquoi elles s'en écartent. Le pacte budgétaire complète d'autres amendements récents visant à renforcer le cadre de gouvernance budgétaire au niveau national, comme la directive sur les cadres budgétaires nationaux et les dispositions réglementaires du « Two-Pack » <sup>36</sup>.

---

<sup>32</sup> Le pacte budgétaire fait partie du traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire (TSCG). Le TSCG est entré en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2013, avec un délai d'un an pour sa transposition dans la législation nationale. Il s'agit d'un traité intergouvernemental, signé par 25 pays (les « parties contractantes »), dont 22, à savoir les 19 pays de la zone euro, plus la Bulgarie, le Danemark et la Roumanie, sont formellement liés par le pacte budgétaire.

<sup>33</sup> Cf. également l'article intitulé « Un pacte budgétaire pour une union économique et monétaire plus forte », *Bulletin mensuel*, BCE, mai 2012 et l'encadré intitulé « Les principaux éléments du pacte budgétaire », *Bulletin mensuel*, BCE, mars 2012.

<sup>34</sup> Cf. la [communication de la Commission sur les principes communs](#).

<sup>35</sup> Les missions des institutions budgétaires indépendantes sont détaillées dans les dispositions réglementaires du « Two-Pack », et comprennent la production, ou du moins l'approbation, des projections macroéconomiques utilisées pour les plans budgétaires.

<sup>36</sup> Cf. la [directive sur les cadres budgétaires nationaux](#) et la [disposition réglementaire du « Two-Pack »](#).

**La Commission européenne a publié son examen de la transposition du pacte budgétaire dans la législation nationale en février de cette année, soit trois ans après le délai de transposition (1<sup>er</sup> janvier 2014)**<sup>37</sup>. L'examen par la Commission est capital puisque, si l'on estime qu'une partie contractante n'a pas respecté les conditions de transposition, l'affaire peut être portée devant la Cour de justice de l'Union européenne. De plus, un pays pourrait être soumis au paiement d'une amende pouvant aller jusqu'à 0,1 % du PIB s'il ne respecte pas le jugement de la Cour endéans une période déterminée.

**D'après l'examen par la Commission, tous les pays ont respecté les conditions.** Néanmoins, dans certains cas, l'évaluation positive est soumise à l'adoption future de dispositions complémentaires ou amendées. L'examen est axé, pour chaque pays, sur (a) le statut légal des dispositions, (b) la formulation de la règle d'équilibre budgétaire, (c) le mécanisme de correction et (d) la mise en place du conseil budgétaire indépendant. Pour ce qui est du statut légal des dispositions et de la formulation de la règle d'équilibre budgétaire, la Commission estime que « toutes les parties contractantes ont considérablement adapté leurs cadres budgétaires nationaux à la suite des exigences du pacte budgétaire », en dépit de différences nationales. En particulier, il a été constaté que toutes les parties contractantes avaient mis en place une règle contraignante d'équilibre budgétaire (bien que seuls certains d'entre eux l'aient fait au niveau constitutionnel) et avaient fixé la limite inférieure du déficit à - 0,5 % du PIB. Toutefois, les pays divergent dans la manière dont ils entendent garantir une convergence rapide vers leurs OMT respectifs. Dans certains pays, la définition des circonstances exceptionnelles, qui permettent l'application de clauses dérogatoires, semble plus large que dans le Pacte de stabilité et de croissance. L'examen par la Commission pointe également des différences concernant le caractère automatique du mécanisme de correction et la portée de l'action corrective requise. S'agissant des conseils budgétaires, la Commission a confirmé que leur mandat de contrôle du respect de la règle et leur caractère institutionnel étaient garantis par la législation, bien qu'à des degrés de détail différents.

**L'évaluation globalement positive de la Commission contraste avec le fait que le pacte budgétaire n'a été transposé que partiellement dans nombre d'États.** L'évaluation de la « conformité » par la Commission est subordonnée, pour plusieurs pays, au respect des engagements formellement pris par les autorités nationales soit de mettre en œuvre les parties subsistantes du pacte budgétaire, soit de garantir qu'elles soient pleinement respectées à l'avenir. Les engagements ne sauraient cependant se substituer aux dispositions légales, en ce qu'ils ne sont pas opposables. Les autorités danoises, françaises, chypriotes, lituaniennes, néerlandaises et roumaines se sont engagées formellement à respecter la règle d'équilibre budgétaire (cf. tableau). Par ailleurs, de nombreux pays, à savoir la Belgique, le Danemark, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, le Luxembourg, l'Autriche, le Portugal et la Slovaquie, n'ont pas encore intégré formellement dans leurs cadres juridiques un principe inconditionnel visant à « se conformer ou

---

<sup>37</sup> Cf. l'examen par la Commission de la transposition du pacte budgétaire.

s'expliquer », s'en tenant à la promesse de respecter le principe ou de modifier leurs dispositions légales. Qui plus est, s'agissant du mécanisme de correction, les dispositions françaises régissant la substance du mécanisme et la définition lettone de la clause dérogatoire ouvrent la voie à une certaine souplesse. Enfin, la Commission a marqué son accord sur la conception et sur l'organisation des autorités de contrôle, même s'il a été établi qu'en Belgique, au Danemark, en Espagne, en France, au Luxembourg et aux Pays-Bas, la législation nationale ne garantissait pas pleinement leur indépendance

#### Tableau

Aperçu des « facteurs déterminants » visés par la Commission dans son examen du respect du pacte budgétaire

	Règle d'équilibre budgétaire	Mécanisme de correction	Conseil budgétaire	Principe « se conformer ou s'expliquer »
<b>Engagements formels</b>	DK, FR, CY, LT, NL, RO	FR, LV	DK, ES, FR, LU, NL	DK, ES, FR, IT, LU, AT, PT, SK
<b>Précisions</b>		BE, DK, IT, LT, LU	LT, NL, PT	
<b>Modifications légales</b>			BE	BE, GR
<b>Mesures à prendre</b>			SI	

Source : Commission européenne.

Notes : Les « facteurs déterminants » (engagements formels, précisions à apporter par les autorités nationales sur l'interprétation donnée à certaines dispositions légales, promesse d'apporter des modifications légales et mesures à prendre) portent sur les éléments du pacte budgétaire qui n'ont pas encore été transposés dans la législation nationale mais que les autorités nationales se sont engagées à respecter pleinement à l'avenir. Depuis la publication de l'examen, la Slovénie a pris la mesure consistant à désigner les membres de son autorité de contrôle nouvellement instituée.

**De manière générale, la transposition lente et incomplète du pacte budgétaire est décevante.** Elle met en évidence un risque patent de ne pas voir se concrétiser l'ancre voulu des règles de politique budgétaire saine au niveau national. Conjugué à la mise en place d'un cadre budgétaire européen susceptible d'être perçu comme insuffisamment complet, ce risque pourrait contribuer à compromettre la crédibilité de politiques budgétaires saines.

**Dans le prolongement de l'examen, il importera de surveiller attentivement si les autorités respectent leurs engagements.** L'examen de la Commission s'attache à déterminer si les principaux éléments du pacte budgétaire font l'objet d'une transposition suffisante dans les dispositions nationales. Ni leur mise en œuvre pratique ni leur efficacité ne sont considérées. À l'avenir, il pourrait s'avérer utile d'évaluer en profondeur l'efficacité du pacte budgétaire<sup>38</sup>. Cette efficacité, qui se traduit par une meilleure discipline budgétaire, ne peut être garantie que si les États adhèrent pleinement aux engagements convenus du pacte budgétaire.

<sup>38</sup> Cet aspect revêtira également de l'importance pour déterminer s'il convient d'intégrer les principaux éléments du pacte budgétaire dans la législation de l'UE – une option prévue par le TSCG.

# Article

1

## Les déterminants domestiques et mondiaux de l'inflation dans la zone euro

Le présent article analyse le rôle des déterminants domestiques et mondiaux de l'inflation dans la zone euro et cherche à établir si leur importance relative a évolué au fil du temps, et si tel est le cas, dans quelle mesure. Les tensions internes sur les prix résultent essentiellement du comportement de fixation des salaires et des prix, qui est étroitement lié au cycle économique intérieur. En ce qui concerne les déterminants externes, les prix à l'importation (en particulier les prix des matières premières) jouent naturellement un rôle important dans l'évolution de l'inflation intérieure totale, *via* la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires par exemple. Toutefois, selon de récents commentaires, l'intégration internationale a augmenté l'influence du cycle économique mondial sur l'inflation intérieure, favorisant ainsi également une convergence des évolutions de l'inflation dans le monde. Les évolutions de l'inflation ont en effet de plus en plus présenté un profil commun depuis le début des années quatre-vingt-dix, ce phénomène peut s'expliquer dans une large mesure par une variation de l'orientation de la politique monétaire et par les évolutions des prix des matières premières au niveau mondial. En ce qui concerne les effets de la mondialisation, l'idée, séduisante sur le plan théorique, selon laquelle les tensions internes sur les salaires et les prix sont de plus en plus affectées par les évolutions mondiales *via* la hausse de l'intégration et la contestabilité croissante des marchés du travail et des produits, est difficile à démontrer sur la base de données empiriques. À cet égard, la littérature ne fournit qu'un soutien limité en faveur de l'inclusion, dans les analyses de l'inflation de la zone euro par la courbe de Phillips, de mesures de la sous-utilisation des capacités de production mondiales et de l'intégration dans les chaînes de valeur mondiales.

### 1 Introduction

**À moyen terme, le taux global d'inflation au sein d'une économie est déterminé par la politique monétaire de sa banque centrale.** Cependant, à court terme, les résultats de l'inflation sont influencés par les chocs de coût et de prix internes et externes. Sur le plan interne, les résultats de l'inflation sont généralement affectés par l'équilibre entre la demande et l'offre intérieures agrégées, les anticipations d'inflation jouant un rôle essentiel. Sur le plan externe, l'inflation est principalement affectée par les fluctuations de la demande et de l'offre dans l'économie mondiale, qui affectent les prix des biens exportables, notamment les matières premières, mais également par les évolutions des taux de change.

**Les raisons pour lesquelles il se peut que les facteurs mondiaux aient récemment joué un rôle plus important dans la formation de la dynamique de l'inflation intérieure sont nombreuses.** Selon un des arguments présentés, la

mondialisation a rendu l'inflation nationale moins sensible aux contraintes domestiques de capacité. Deux théories peuvent expliquer cette conclusion : soit toute expansion brutale de la demande de biens se traduit par une hausse des importations plutôt que par une hausse des prix ; soit la concurrence étrangère limite les augmentations de salaires ou de prix dans les industries ouvertes à la concurrence mondiale, diminuant ainsi la sensibilité des salaires aux tensions de la demande intérieure. C'est dans ce contexte que l'intégration de la Chine dans l'économie mondiale a joué un rôle central (cf. encadré 1). Un autre argument souligne le rôle des politiques monétaires crédibles qui ont stabilisé les anticipations d'inflation et l'inflation tendancielle dans les économies avancées et dans de nombreuses économies émergentes et qui ont réduit la volatilité des évolutions de l'inflation et le niveau de l'inflation<sup>39</sup>. Compte tenu de la volatilité réduite et du niveau plus faible de l'inflation, une part proportionnellement plus importante de la variation des taux d'inflation nationaux serait expliquée par les évolutions de l'inflation liées aux chocs exogènes sur les prix mondiaux, tels que les variations des prix des matières premières.

**Dans la littérature, le concept d'« inflation mondiale » est passé au premier plan.** Il s'agit de l'idée selon laquelle les taux d'inflation intérieurs ont convergé en raison de l'influence croissante des évolutions mondiales sur l'inflation interne. Un courant de la littérature sur l'inflation mondiale s'est concentré sur la composante commune (ou mondiale) des taux d'inflation nationaux et sur le rôle qu'elle a joué dans les évolutions de l'inflation intérieure<sup>40</sup>. Un second courant a souligné l'importance des écarts de production mondiaux et de l'intégration dans les chaînes de valeur mondiales (CVM) comme déterminant des processus de l'inflation nationale<sup>41</sup>.

**Dans ce contexte, le présent article analyse le rôle joué par les déterminants internes et externes de l'inflation et cherche à établir si leur importance relative a changé au fil du temps.** Il est structuré de la façon suivante : la section 2 étudie les déterminants domestiques et mondiaux de l'inflation. La section 3 analyse les caractéristiques communes des évolutions de l'inflation au niveau mondial. La section 4 traite de l'importance relative des déterminants domestiques et mondiaux

<sup>39</sup> Cf. également Beechey (M. J.), Johannsen (B. K.) et Levin (A. T.), « Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area Than in the United States? », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 3, n° 2, 2011, p. 104-129.

<sup>40</sup> Ciccarelli et Mojon notent une corrélation significative des taux d'inflation entre les pays et montrent que les modèles incluant une mesure de l'inflation mondiale améliorent considérablement les prévisions de référence de l'inflation nationale. Ils concluent que l'inflation devrait être modélisée en tant que phénomène mondial plutôt que national : cf. Ciccarelli (M.) et Mojon (B.), « *Global Inflation* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 92, n° 3, août 2010, p. 524-535.

<sup>41</sup> Borio et Filardo, par exemple, affirment que les estimations de la sous-utilisation des capacités de production mondiales ajoutent un pouvoir explicatif considérable aux traditionnelles équations d'inflation de référence et que le rôle des facteurs mondiaux a augmenté au fil du temps. Dans les travaux de suivi, Auer, Borio et Filardo lient directement ce qu'ils appellent la « mondialisation de l'inflation » à l'intégration croissante du réseau mondial d'approvisionnement. Cf. Borio (C.) et Filardo (A.), « *Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation* », *BIS Working Papers*, n° 227, 2007 ; Auer (R.), Borio (C.) et Filardo (A.), « *The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains* », *BIS Working Papers*, n° 602, 2017 ; et également Guerrieri (L.), Gust (C.) et López-Salido (J.D.), « *International Competition and Inflation: A New Keynesian Perspective* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 2, n° 4, 2010, p. 247-280.

dans l'évolution de l'inflation de la zone euro après la crise. La section 5 étudie si la mondialisation a modifié l'importance de la sous-utilisation des capacités mondiales de production pour la modélisation de l'inflation domestique basée sur les courbes de Phillips. La dernière section propose des éléments de conclusion.

## 2 Les déterminants internes et externes de l'inflation

**À moyen terme, les anticipations d'inflation jouent un rôle clé dans la réalisation de la cible d'inflation d'une banque centrale.** Les anticipations d'inflation qui sont fermement ancrées conformément à la cible d'inflation favorisent la réalisation de cet objectif en guidant les décisions de fixation des salaires et des prix au sein de l'économie. Les écarts des anticipations d'inflation par rapport à la cible d'inflation risquent de s'auto-alimenter<sup>42</sup>. L'ancre des anticipations d'inflation constitue donc une mission fondamentale de la politique monétaire.

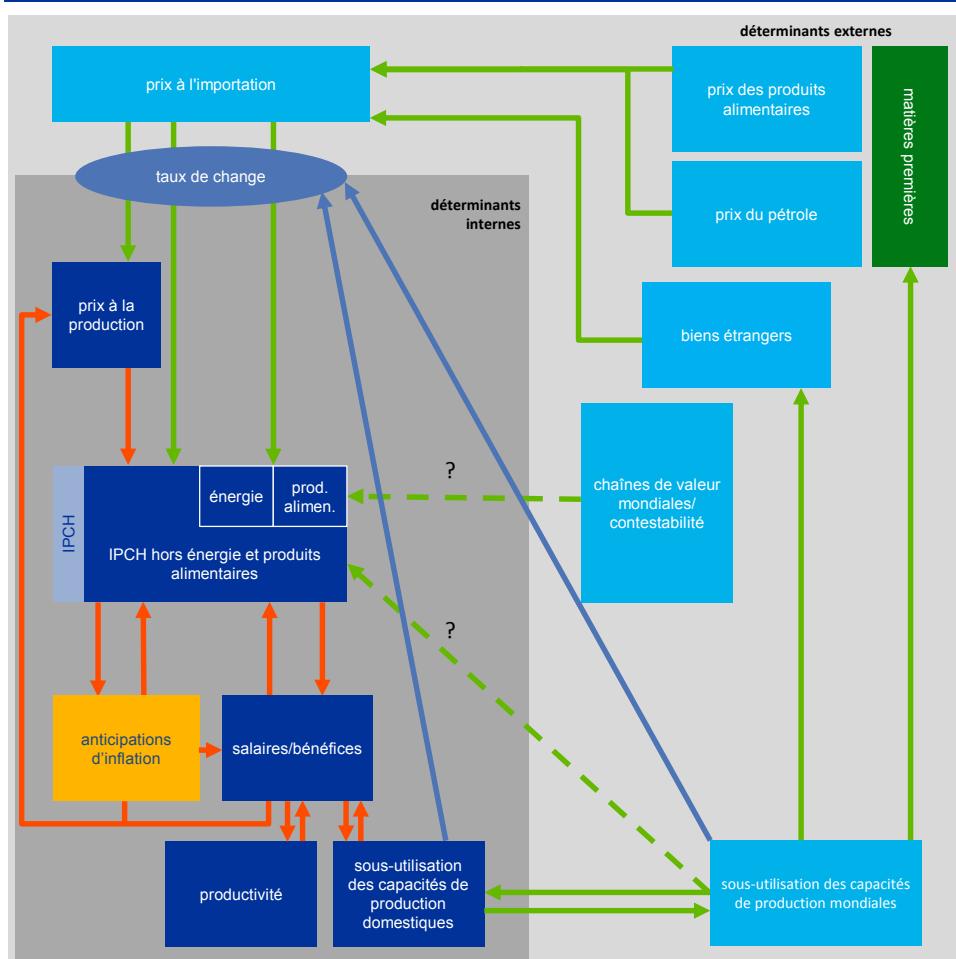
**À court terme, les fluctuations de l'inflation sont affectées par des évolutions tant internes qu'externes.** La partie suivante analyse les principaux déterminants de l'inflation sur le plan interne comme sur le plan externe. Le graphique 1 présente une vue d'ensemble stylisée des déterminants de l'inflation en termes d'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). L'IPCH, qui constitue l'indicateur de référence pour l'objectif de stabilité des prix de la BCE, repose sur un large panier de biens et de services. Les principales composantes du panier de consommation utilisé pour calculer l'IPCH sont généralement regroupées dans les postes suivants : énergie, produits alimentaires, services et biens industriels hors énergie. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, qui comprend l'inflation des services et des biens industriels hors énergie, constitue une mesure de l'inflation sous-jacente.

---

<sup>42</sup> Pour plus de détails, cf., par exemple, la discussion reprise dans Ciccarelli (M.) et Osbat (C.), « *Low inflation in the euro area: Causes and consequences* » *Occasional Paper Series*, n° 181, BCE, 2017 ; et Busetti (F.), Delle Monache (D.), Gerali (A.) et Locarno (A.), « *Trust, but verify. De-anchoring of inflation expectations under learning and heterogeneity* », *Working Paper Series*, n° 1994, BCE, 2017.

**Graphique 1**

Déterminants internes et externes de l'inflation - vue d'ensemble stylisée



Source : Illustration de la BCE. Les flèches rouges reflètent les déterminants internes de l'inflation, les flèches vertes les déterminants externes. Les flèches bleues illustrent le fait que les capacités de production mondiales et domestiques sous-utilisées sont d'importants déterminants des évolutions des taux de change. Les lignes pointillées vertes reflètent les hypothèses discutées dans le présent article, c'est-à-dire que les CVM et les capacités mondiales sous-utilisées ont une influence directe sur l'inflation de la zone euro.

**Sur le plan intérieur, les tensions sur les prix sont largement déterminées par les évolutions des coûts unitaires de main-d'œuvre et des marges bénéficiaires.** Les salaires représentent un important facteur du coût des consommations intermédiaires pour la production domestique. Dans les services, qui expliquent les deux-tiers de la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, les salaires représentent la part du lion des coûts des consommations intermédiaires (50 % environ) et sont également un facteur important de coût pour les biens industriels hors énergie (20 % environ). Dans la mesure où les salaires augmentent plus fortement que la productivité, ils font monter les coûts unitaires de main-d'œuvre et accroissent donc les tensions sur les coûts pour les entreprises, qui risquent ensuite de se répercuter sur les prix à la production et, finalement, sur les prix à la consommation. La vigueur de cette répercussion dépend dans une large mesure des évolutions des marges bénéficiaires, qui sont étroitement liées au pouvoir de fixation des prix des entreprises. Ce pouvoir est déterminé par des

facteurs structurels, tels que le degré de concurrence et les barrières à l'entrée, mais il varie également de façon cyclique avec le flux et le reflux de la demande.

### **Les tensions domestiques sur les prix sont entraînées par le cycle**

**conjoncturel domestique.** Le chômage évolue avec le cycle et la baisse du sous-emploi sur le marché du travail entraîne généralement des tensions à la hausse sur la croissance des salaires<sup>43</sup>. De la même façon, la demande excédentaire enregistrée lors des phases de reprise permet aux entreprises d'accroître leurs marges, tandis que l'atonie de la demande lors des phases de récession s'accompagne souvent d'une réduction des marges, les entreprises gelant ou réduisant leurs prix (afin de maintenir leurs ventes) ou ne répercutant pas la hausse des coûts des consommations intermédiaires (afin de ne pas perdre de parts de marché)<sup>44</sup>. L'évolution des marges bénéficiaires et des salaires entraîne également d'importants effets de rétroaction sur la demande via les décisions d'investissement des entreprises et les décisions de consommation des ménages, qui affectent ensuite de nouveau la probabilité de hausses des salaires et des marges bénéficiaires. C'est ainsi qu'il est possible de mesurer les tensions domestiques sur les prix par la somme des coûts unitaires de main-d'œuvre et des bénéfices unitaires, qui est une mesure des coûts de la production domestique<sup>45</sup>. Le graphique 2 illustre le comportement cyclique des tensions domestiques sur les prix, qui ont étroitement suivi le cycle conjoncturel de la zone euro.

---

<sup>43</sup> Cf., par exemple, l'encadré intitulé « Les tendances récentes des salaires dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2016 ; et l'article intitulé « La courbe de Phillips dans la zone euro », *Bulletin mensuel*, BCE, juillet 2014.

<sup>44</sup> Cf. l'encadré intitulé « Les tendances observées pour les marges bénéficiaires des sociétés non financières de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2015.

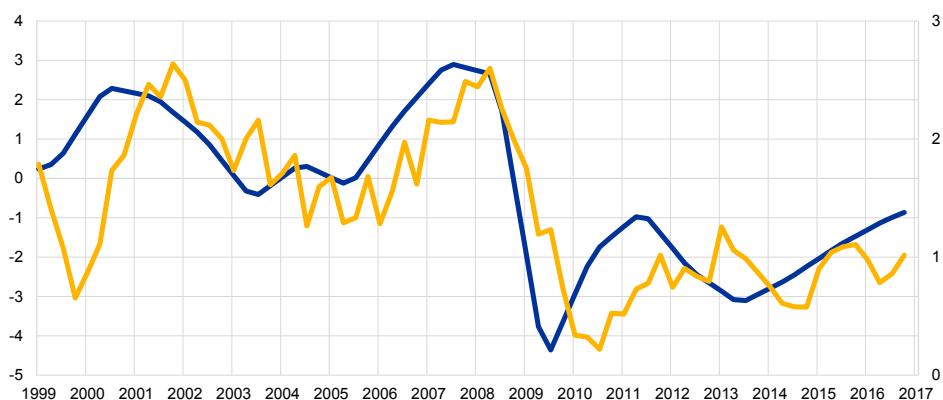
<sup>45</sup> Les coûts unitaires de main-d'œuvre se mesurent comme le coût moyen de main-d'œuvre par unité de production, tandis que les bénéfices unitaires se définissent comme l'excédent brut d'exploitation par unité de PIB en volume. L'excédent brut d'exploitation se définit comme le PIB moins la rémunération des salariés moins les impôts indirects. Cf. l'encadré intitulé « Les facteurs explicatifs du récent découplage entre le déflateur du PIB et l'IPCH hors énergie et produits alimentaires dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2016, pour une analyse des facteurs affectant le déflateur du PIB et l'IPCH.

## Graphique 2

### Évolution des tensions domestiques sur les prix dans la zone euro au cours du cycle conjoncturel

(en points de pourcentage, variations annuelles en pourcentage)

- Écart de production (échelle de gauche)
- Somme des coûts unitaires de main-d'œuvre et des bénéfices unitaires (échelle de droite)



Sources : Eurostat et Commission européenne.

Notes : La série « somme des coûts unitaires de main-d'œuvre et des bénéfices unitaires » reflète l'évolution du déflateur du PIB, en excluant l'impact des taxes unitaires. La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2016.

**S'agissant des déterminants externes de l'inflation, les prix à l'importation des matières premières, comme des biens intermédiaires et finaux, ont un impact considérable sur l'inflation intérieure via des effets directs et indirects<sup>46</sup>.** Par exemple, les cours du pétrole alimentent directement la hausse de la composante énergie de l'inflation et les biens finaux importés se répercutent directement sur la hausse de la composante biens industriels hors énergie de l'inflation. Les prix à l'importation des matières premières et des biens intermédiaires ont également des effets indirects sur les prix à la production via les hausses des coûts des consommations intermédiaires, qui se répercutent ensuite le long de la chaîne des prix.

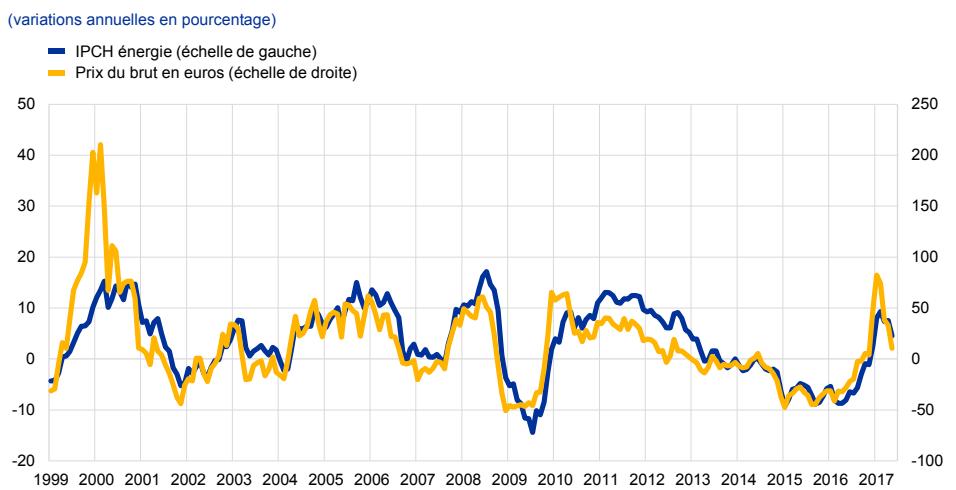
**Les prix des matières premières, comme les prix du pétrole et des produits alimentaires, exercent une influence particulièrement importante sur les évolutions de l'inflation totale.** L'effet des facteurs mondiaux sur les évolutions inflationnistes domestiques transparaît clairement via l'impact des cours du pétrole sur la hausse de la composante énergie de l'inflation. Dans la zone euro, cette composante, qui représente environ 10 % du panier des biens de consommation utilisé pour mesurer l'IPCH, est assez étroitement liée à l'évolution des prix du pétrole brut, qui sont déterminés sur les marchés mondiaux (cf. graphique 3). Les prix des produits alimentaires de la zone euro sont affectés par la Politique agricole commune et par l'influence possible de facteurs régionaux, tels que la réglementation ou les alertes sanitaires, sur certains marchés ; mais les forces mondiales de la demande et de l'offre jouent néanmoins un rôle important. La hausse de la composante produits alimentaires de l'inflation, qui représente 19 % environ du panier de biens de l'IPCH, est assez volatile car elle est aussi

<sup>46</sup> Cf., par exemple, l'encadré intitulé « Le rôle des facteurs mondiaux dans les évolutions récentes de l'inflation dans la zone euro », *Bulletin mensuel*, BCE, juin 2014.

directement affectée par les événements météorologiques qui surviennent dans le monde. Comme le montre le graphique 4, les prix domestiques des produits alimentaires sont généralement corrélés aux évolutions de la composante internationale produits alimentaires de l'inflation avec un certain décalage.

### Graphique 3

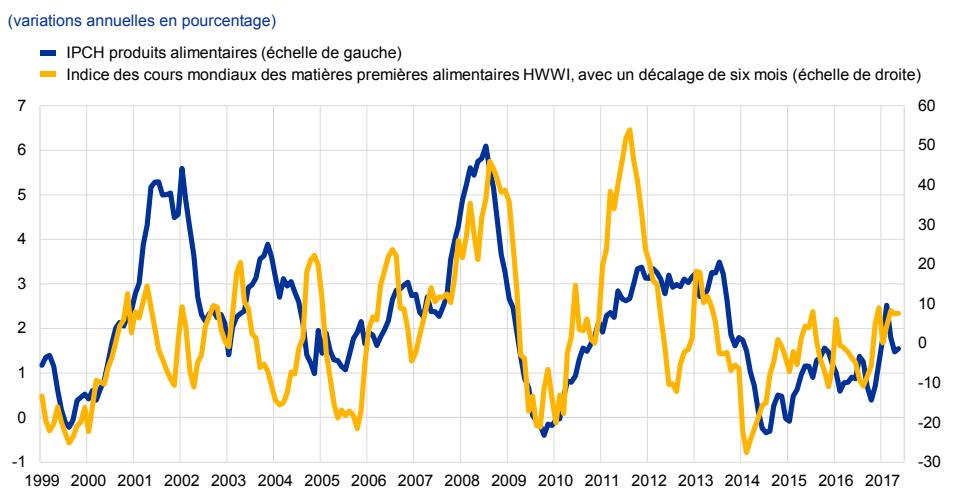
#### Prix du pétrole et hausse de la composante énergie de l'IPCH



Sources : Eurostat, BRI et Bloomberg.  
Note : La dernière observation se rapporte à mai 2017.

### Graphique 4

#### Hausse de la composante produits alimentaires de l'IPCH et indices mondiaux des prix des produits alimentaires



Sources : Eurostat, Institut de recherches économiques de Hambourg (HWWI) et Bloomberg.  
Notes : La dernière observation se rapporte à mai 2017. La divergence importante entre la hausse des prix des produits alimentaires de l'IPCH et l'indice des cours mondiaux des matières premières alimentaires HWWI constatée entre 2001 et 2003 s'explique par les fortes hausses des prix de la viande, causées par l'épidémie d'encéphalopathie spongiforme bovine (ESB), plus connue sous le nom de maladie de la vache folle. En 2011, la flambée des cours des récoltes, qui ont un poids relativement important dans l'indice des cours mondiaux des matières premières alimentaires HWWI, n'a été que partiellement répercutee sur les prix des produits alimentaires de la zone euro.

**Les prix à l'importation jouent également un rôle important en ce qui concerne l'inflation sous-jacente.** Un canal de transmission opère via les biens importés directement. C'est particulièrement vrai pour les biens industriels hors énergie, dont

on estime que 15 % environ sont des produits de consommation importés directement. Les variations des prix des matières premières se répercutent également, avec un certain décalage, sur l'inflation sous-jacente ; cela se produit, par exemple, *via* les effets de la hausse des prix à l'importation du pétrole sur les coûts de production. Ces effets indirects<sup>47</sup> sont évidents par rapport à certains postes des services de l'IPCH, tels que les services de transport (l'aviation, par exemple), où le carburant est un facteur de coût essentiel. Ils affectent également les prix des biens industriels hors énergie et des services dont la production est relativement intensive en pétrole ou en énergie, tels que certains produits pharmaceutiques et certains matériaux utilisés pour la réparation et l'entretien des logements. Enfin, les chocs des prix à l'importation peuvent entraîner des effets de second tour si leur impact inflationniste influence le comportement de fixation des salaires et des prix, qui se répercute ensuite de nouveau sur l'inflation.

**Le taux de change joue un rôle important à la frontière entre les environnements économiques externes et internes.** Comme l'illustre le graphique 1, le taux de change modère ou amplifie la transmission des coûts et des prix étrangers vers les coûts et les prix domestiques. Cependant, il convient de noter que les effets des fluctuations des taux de change sur l'inflation de la zone euro dépend de plusieurs déterminants, notamment l'environnement macroéconomique, les facteurs affectant les décisions de fixation des prix au niveau des entreprises et les chocs entraînant les mouvements de taux de change<sup>48</sup>.

**La sous-utilisation des capacités productives à l'étranger joue-t-elle un rôle direct dans l'inflation intérieure ?** Il est communément admis que cette sous-utilisation affecte l'inflation intérieure, bien que de façon indirecte. Premièrement, la sous-utilisation des capacités mondiales a une influence considérable sur les prix des matières premières, qui affectent ensuite l'inflation intérieure *via* les prix à l'importation des matières premières. Deuxièmement, les écarts de production étrangers ont une incidence sur la dynamique de l'inflation à court terme en affectant les prix à l'importation de ces biens. Troisièmement, la conjoncture mondiale affecte indirectement l'écart de production domestique, puisque le renforcement de la demande mondiale de biens et services favorise les revenus domestiques *via* le canal des exportations nettes. Cependant, l'effet de la sous-utilisation des capacités mondiales sur l'inflation intérieure peut en fait être plus direct, comme le suggère la théorie de la « sous-utilisation des capacités mondiales »<sup>49</sup>. Cette théorie souligne que la gamme des produits susceptibles d'être négociés s'est élargie et que les biens produits dans différents pays sont souvent de proches substituts. Cette évolution affecte également de plus en plus les

<sup>47</sup> Pour une discussion de ce sujet, cf. l'encadré intitulé « Les effets indirects des évolutions des cours du pétrole sur l'inflation dans la zone euro », *Bulletin mensuel*, BCE, décembre 2014.

<sup>48</sup> Dans un souci de simplicité, les effets des prix des matières premières et des biens étrangers sont analysés sur la base des prix à l'importation en euros, et le rôle des évolutions des taux de change dans le processus de transmission n'est pas analysé de façon explicite dans le présent article. Pour plus de détails sur ce sujet, cf. l'article intitulé « La transmission des variations de taux de change à l'inflation de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2016.

<sup>49</sup> Comme le proposent Borio, Filardo et Milani : cf. Milani (F.), « *Global Slack and Domestic Inflation Rates: A Structural Investigation for G-7 Countries* » *Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper*, n° 33, 2009.

services, dont les échanges ont souvent été facilités. En outre, les marchés des facteurs de production sont étroitement intégrés au niveau mondial en raison de la mobilité des capitaux et des caractéristiques de plus en plus semblables de la main-d'œuvre de par le monde. De plus, la délocalisation géographique de la production et la fragmentation des processus de production entre leurs éléments constitutifs ont été facilitées par les avancées de la technologie des communications et par le démantèlement progressif des barrières réglementaires commerciales et financières<sup>50</sup>. Il est également important de prendre en compte la forte augmentation à long terme du potentiel de production de l'économie mondiale, l'intégration de la Chine ayant, par exemple, injecté une énorme main-d'œuvre supplémentaire, à la fois directement et indirectement, dans le système économique mondial<sup>51</sup>. Sur la base de l'ensemble de ces facteurs, cette théorie avance que, pour les biens et les services exportables, les tensions ou la sous-utilisation des capacités au niveau domestique ne sont plus les seules à être décisives, mais également les tensions ou la sous-utilisation au niveau mondial, puisque les conditions locales de l'offre et de la demande pour un bien ou un service exportable donné peuvent, à des degrés divers, être contrebalancées ailleurs. Cette situation pourrait effectivement entraîner une sensibilité accrue de l'inflation intérieure à la sous-utilisation des capacités mondiales.

**L'intégration dans les CVM affecte-t-elle le rôle que jouent les capacités étrangères sous-utilisées dans l'inflation intérieure ?** Des recherches récentes suggèrent que le rôle direct joué par la sous-utilisation des capacités étrangères dans l'inflation intérieure dépend de l'intégration dans les CVM. Le rôle croissant des CVM a été facilité par les innovations des technologies de l'information et de la communication (TIC) ; ces technologies permettent de coordonner et de suivre la production en flux tendus lors des différents stades de fabrication par différentes entreprises dans le monde et de transférer le savoir-faire spécifique aux entreprises au-delà des frontières. Ces CVM couvrent également de plus en plus les services aux entreprises. Auer, Borio et Filardo<sup>52</sup> affirment que l'intégration dans les CVM stimule davantage la capacité des entreprises à substituer différents stades de production entre les frontières *via* la délocalisation et l'externalisation. Cette évolution accroît ensuite le degré de contestabilité des marchés domestiques du travail, puisque, par exemple, les syndicats sont conscients de la crédibilité de la menace d'externalisation de certains stades de production vers d'autres pays. Un tel scénario impose également aux syndicats et aux employeurs de tenir compte de la capacité de production étrangère disponible lors des négociations salariales. En outre, l'intégration dans les CVM augmente également l'importance des intrants produits à l'étranger, dont les prix dépendent fortement des capacités étrangères sous-utilisées. L'argument est le suivant : plus les différents stades de production se déroulent au sein de réseaux complexes couvrant de nombreux pays, plus les

---

<sup>50</sup> Scheve (K.) et Slaughter (M.), « *Economic insecurity and the globalization of production* », NBER Working Paper, n° 9339, 2002.

<sup>51</sup> Freeman (R.), « *Labor Goes Global: The Effects of Globalization on Workers Around the World* », transcription du 8<sup>e</sup> Forum annuel Rocco (C.) et Marion (S.) Siciliano (2004) : « *Considerations on the Status of the American Society* », 2005. Cf. également la discussion de l'encadré 1.

<sup>52</sup> Cf. Auer (R.), Borio (C.) et Filardo (A.), « *The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains* », BIS Working Papers, n° 602, 2017.

facteurs externes et les conditions de l'offre étrangère auront tendance à influencer les décisions de fixation des salaires et des prix des entreprises ; par conséquent, cette situation aura également un impact sur l'évolution de l'inflation intérieure<sup>53</sup>.

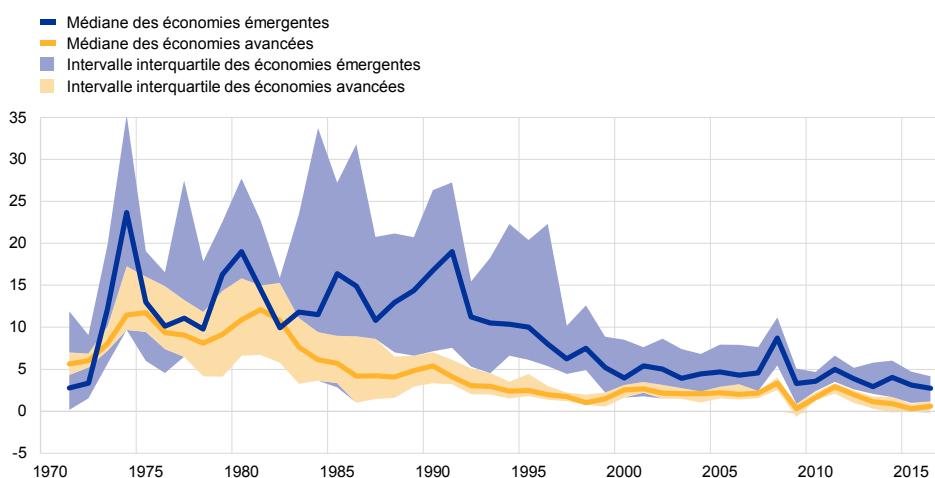
### 3 La convergence des évolutions de l'inflation à travers le monde

**Depuis la fin des années 1990, les évolutions de l'inflation à travers le monde ont présenté de plus en plus un profil commun.** Sur les vingt dernières années, on a pu observer une synchronisation des évolutions de l'inflation dans un grand nombre d'économies avancées et émergentes. L'inflation dans la zone euro a également été fortement corrélée avec l'inflation dans les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) à deux exceptions près : de 1999 à 2002, où une période de faible inflation a suivi l'introduction de l'euro<sup>54</sup>, et, dans une moindre mesure, entre 2014 et 2015 (cf. graphiques 5 et 6).

**Graphique 5**

Fourchette des taux d'inflation dans les économies avancées et émergentes

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Haver.

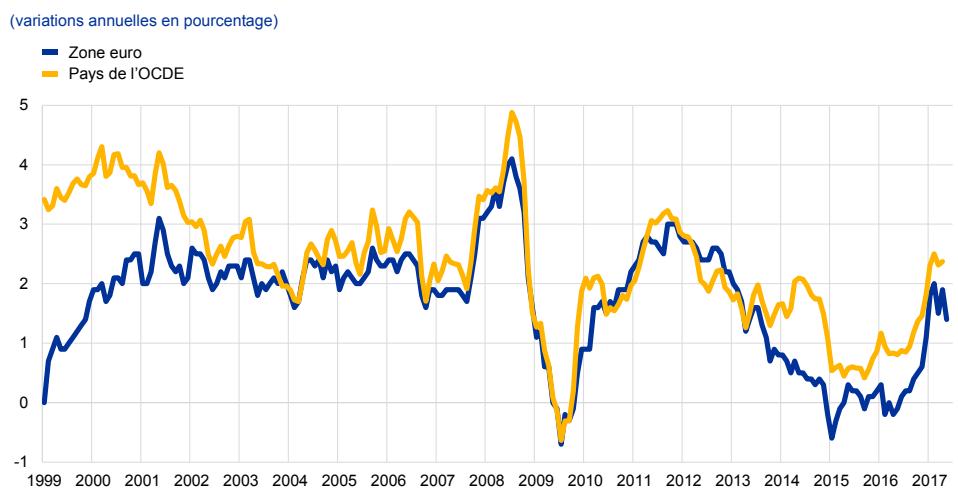
Notes : L'intervalle interquartile couvre 50 % des échantillons d'économies émergentes et avancées. Les échantillons sont constitués de 17 économies avancées (Australie, Autriche, Belgique, Canada, France, Allemagne, Grèce, Italie, Japon, Pays-Bas, Nouvelle-Zélande, Norvège, Portugal, Espagne, Suède, Suisse, États-Unis) et de 24 économies émergentes (Bolivie, Chili, Colombie, Côte d'Ivoire, Équateur, Égypte, El Salvador, Guatemala, Honduras, Indonésie, Israël, Jamaïque, Corée du Sud, Malaisie, île Maurice, Mexique, Nigéria, Paraguay, Philippines, Singapour, Afrique du Sud, Taiwan, Tunisie, Turquie). Seuls figurent les pays dont les données disponibles remontent jusqu'à 1970. La dernière observation se rapporte à 2016.

<sup>53</sup> Cf. également l'article intitulé « L'impact de la participation aux chaînes de valeur mondiales sur les déséquilibres du compte courant - une perspective mondiale », *Bulletin économique* n° 2, BCE, 2017.

<sup>54</sup> Cf. l'article intitulé « Les écarts d'inflation dans la zone euro au cours de la décennie écoulée », *Bulletin mensuel*, BCE, novembre 2012.

## Graphique 6

### Évolutions de l'inflation dans la zone euro et dans les pays de l'OCDE



Sources : OCDE, Haver et Eurostat.

Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2017 pour les pays de l'OCDE et à mai 2017 pour la zone euro.

**Depuis 2007, l'inflation moyenne a été très volatile dans la zone euro, mais aussi dans les pays de l'OCDE.** Cette période recouvre deux épisodes de baisse de l'inflation (de 2008 à 2009 et de 2012 à début 2015) et un épisode prolongé de faible inflation de 2014 à 2016 (cf. graphique 6). Les évolutions de l'inflation totale ont été largement déterminées par les prix mondiaux des matières premières, les prix du pétrole ayant chuté en 2008/2009 pour remonter ensuite fortement à un niveau très élevé avant d'enregistrer de nouvelles baisses en 2014–2016.

**La forte convergence des évolutions de l'inflation dans les pays développés a conduit à s'interroger sur le fait que l'inflation soit, ou plutôt soit devenue, de plus en plus un phénomène mondial, et sur le fait qu'elle soit de plus en plus déterminée par des facteurs mondiaux.** Par exemple, Ciccarelli et Mojon ont réalisé une analyse en composantes principales qui conclut qu'un facteur commun permet d'expliquer en moyenne quelque 70 % des fluctuations de l'inflation totale dans 22 pays de l'OCDE sur une période échantillon de longue durée qui s'étend de 1960 à 2008. Dans une contribution plus récente, Ferroni et Mojon<sup>55</sup> appliquent une approche similaire aux mêmes pays et concluent que pour la période 1993–2014, plus courte et plus récente, les facteurs mondiaux jouent un rôle légèrement moins important, ne contribuant à expliquer que la moitié environ de la variance de l'inflation intérieure par l'inflation (mondiale) commune<sup>56</sup>. Ils étendent également cette approche à l'inflation sous-jacente mesurée en termes d'inflation totale hors produits alimentaires et énergie. Leurs conclusions montrent que 40 % de la

<sup>55</sup> Ferroni (F.) et Mojon (B.), « *Domestic and Global Inflation* », 2016, mimeo. Dans un exercice de prévision, Kearns (J.), « *Global inflation forecasts* », *BIS Working Papers*, n° 582, 2016 conclut que pour la plupart des pays, l'inflation mondiale n'améliore pas les prévisions de l'inflation intérieure fondées sur des enquêtes. Toutefois, cela pourrait aussi signifier que les prévisionnistes qui s'appuient sur des enquêtes intègrent à leurs prévisions des informations relatives à l'inflation mondiale.

<sup>56</sup> Parker conclut également que les facteurs mondiaux expliquent en grande partie la variation des taux d'inflation nationaux dans un échantillon beaucoup plus large de 223 pays et territoires de 1980 à 2012 ; cf. Parker (M.), « *Global inflation: the role of food, housing and energy prices* », *Working Paper Series*, n° 2024, BCE, 2017.

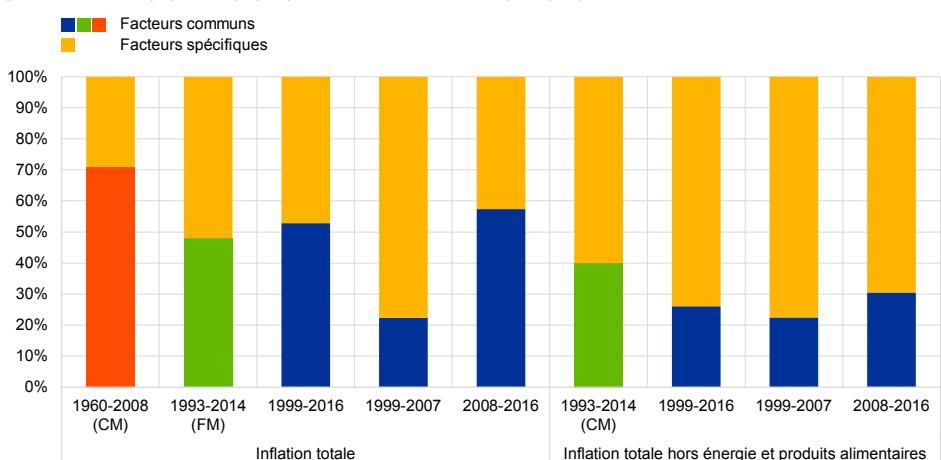
variation de l'inflation intérieure sous-jacente dans les 22 pays étudiés de l'OCDE peuvent s'expliquer par l'inflation mondiale.

**L'importance du rôle de l'inflation mondiale vis-à-vis de l'inflation intérieure semble fortement dépendante de la période étudiée.** L'application d'une méthodologie similaire à celle de Ciccarelli et Mojon à 40 pays développés et en développement pour l'inflation totale et à 34 pays pour l'inflation hors produits alimentaires et énergie sur la période d'échantillonnage 1999–2016 indique que les facteurs mondiaux pourraient expliquer environ la moitié des variations de l'inflation intérieure totale (cf. graphique 7). Cependant, cette proportion a évolué dans le temps, les facteurs mondiaux jouant un rôle beaucoup plus important sur la période 2008–2016 que de 1999 à 2007 en termes d'inflation totale. Bien que le rôle des facteurs mondiaux dans l'inflation totale hors produits alimentaires et énergie soit légèrement moindre, de l'ordre d'un quart en moyenne, l'influence exercée par ces facteurs semble également avoir été plus forte ces derniers temps.

### Graphique 7

#### Le rôle des facteurs mondiaux dans l'explication de l'inflation intérieure d'après des analyses de facteurs communs

(part de la variation qui peut s'expliquer par des facteurs communs et spécifiques)



Notes : « CM » (barre rouge) représente la part des facteurs communs calculée par Ciccarelli et Mojon, et « FM » (barres vertes), la part des facteurs communs calculé par Ferroni et Mojon. Les autres résultats (barres bleues) sont fondés sur des estimations des services de la BCE dans 40 pays développés et en développement pour l'inflation totale, et 34 pays pour l'inflation hors produits alimentaires et énergie.

**L'orientation de la politique monétaire influe sur la convergence des évolutions de l'inflation dans les différents pays.** Le degré élevé de synchronisation de l'inflation entre les pays (cf. graphique 5) reflète une modification commune de l'orientation de la politique monétaire. Dans les années 1990, on a observé une tendance commune au ralentissement de l'inflation, en particulier dans les économies avancées, et plus tard également dans certaines économies émergentes. Cette tendance pourrait être attribuée à la préoccupation croissante, de la part des autorités en charge de la politique monétaire, de maintenir la stabilité des prix<sup>57</sup>. L'efficacité de la politique monétaire en termes d'ancrage des anticipations

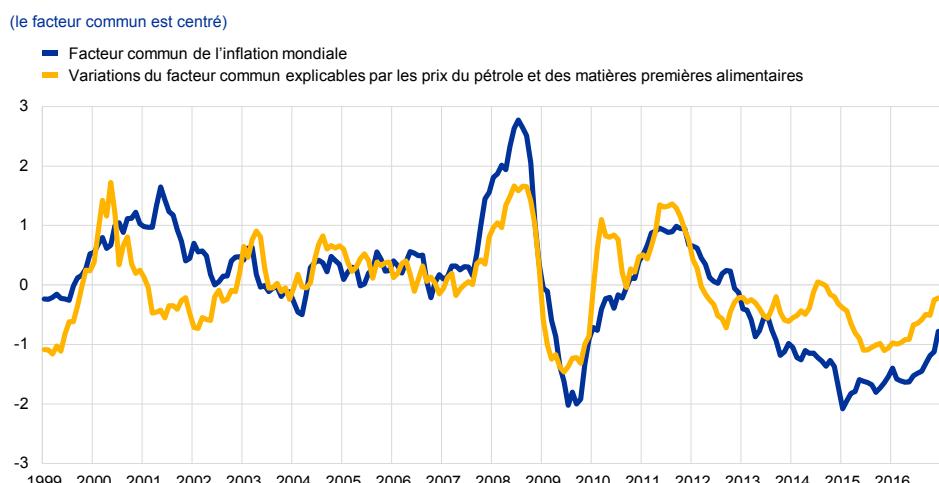
<sup>57</sup> Cela a pris la forme de la diffusion des « bons » principes de politique monétaire auprès des banques centrales cf. Ciccarelli (M.) et Mojon (B.), *op. cit.*

relatives aux prix domestiques et de réduction de la volatilité des évolutions de l'inflation ainsi que du niveau de l'inflation impliquerait qu'une plus grande proportion de la variation des taux d'inflation nationaux est liée à des chocs exogènes sur les prix mondiaux, comme les variations des prix des matières premières.

**Les variations des prix mondiaux des matières premières sont probablement le principal déterminant du facteur commun mondial de l'inflation.** À cet égard, l'effet le plus important résulte des variations des prix mondiaux du pétrole, qui ont une forte incidence sur les évolutions des prix nationaux de l'énergie<sup>58</sup>. L'influence commune des évolutions des prix mondiaux du pétrole sur l'inflation peut être renforcée par la répercussion des prix de l'énergie sur l'inflation sous-jacente, dans la mesure où elle est comparable entre pays. Le même raisonnement s'applique à la hausse des prix des produits alimentaires et d'autres produits de base, qui sont aussi fortement dépendants des évolutions des prix mondiaux des matières premières. Le graphique 8 illustre l'importance des prix des matières premières pour le profil mondial commun des évolutions de l'inflation totale, la moitié environ de la variation du facteur commun pouvant s'expliquer par les fluctuations des prix du pétrole et des matières premières alimentaires. Cela conforte également l'idée selon laquelle l'incidence des facteurs mondiaux évolue et dépend de la fréquence et de l'ampleur des chocs sur le pétrole et les produits alimentaires.

#### Graphique 8

La relation entre le facteur commun de l'inflation mondiale et les évolutions des prix des matières premières



Notes : La ligne bleue représente en moyenne nulle le facteur commun de l'inflation mondiale calculé en reproduisant l'analyse en composantes principales de Ciccarelli et Mojon pour un échantillon de 40 économies avancées et émergentes. La ligne jaune reflète les fluctuations des prix du pétrole et des produits alimentaires pondérées par les coefficients tirés d'une régression linéaire du facteur commun aux prix du pétrole et des produits alimentaires (avec un décalage de trois mois).

**Les cycles de prix des matières premières aident à comprendre pourquoi l'importance des facteurs mondiaux liés à l'inflation intérieure varie aussi fortement dans le temps.** Les conclusions de Ciccarelli et Mojon relatives à une

<sup>58</sup> Cf. par exemple l'encadré intitulé « Le rôle des facteurs mondiaux dans les évolutions récentes de l'inflation dans la zone euro », *Bulletin mensuel*, BCE, juin 2014, et l'encadré intitulé « Cours du pétrole et prix à la consommation de l'énergie dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2016.

très forte influence des facteurs mondiaux peuvent sembler résulter en partie de l'intégration de données remontant aux années 1970, lorsque les banques centrales n'ont pu empêcher les prix de l'énergie d'entraîner une hausse de l'inflation à travers le monde. Cela explique pourquoi les analyses appliquant une méthodologie très semblable à une période plus courte – durant laquelle la politique monétaire dans le monde entier a été beaucoup plus efficace pour atténuer les fluctuations de l'inflation associées à de fortes variations des prix des matières premières – concluent que les facteurs mondiaux ont eu un effet nettement moindre. Le rôle joué par les fortes fluctuations des prix de l'énergie sur les évolutions de l'inflation après 2008, qui ont également affecté l'inflation sous-jacente par des effets indirects, pourrait expliquer en partie les différences importantes dans le rôle des facteurs mondiaux constaté dans les analyses des sous-échantillons portant sur 1999–2007 et 2008–2016 en termes d'inflation totale et sous-jacente (cf. graphique 7).

#### **4 La décomposition des effets des facteurs mondiaux et domestiques sur l'inflation dans la zone euro depuis la crise**

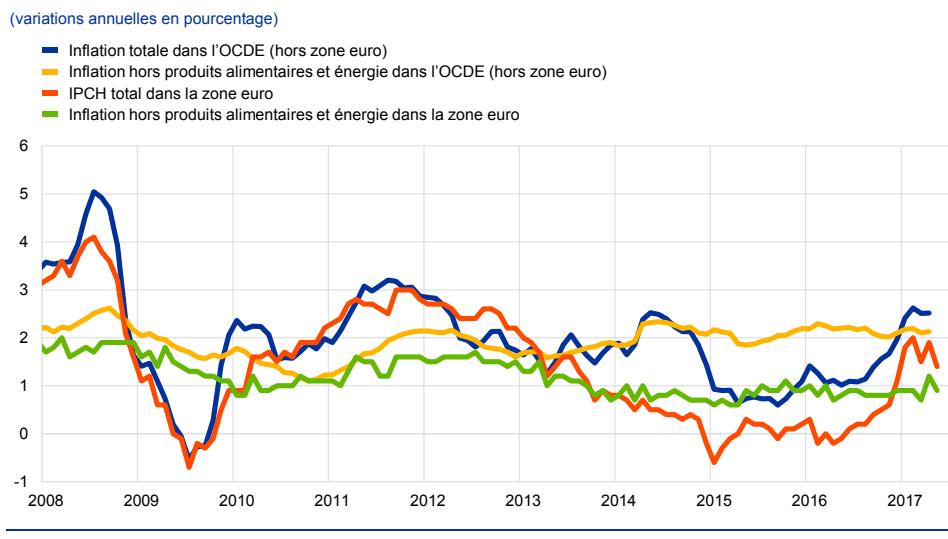
**Afin de mieux comprendre le rôle des facteurs mondiaux et domestiques dans l'inflation de la zone euro, cette section analyse la période postérieure à la crise, établissant une distinction entre le rôle des facteurs domestiques et celui des facteurs mondiaux, ainsi que leur importance relative dans le temps.**

**Entre 2008 et mi-2013, l'inflation totale dans la zone euro a affiché une forte corrélation avec l'inflation totale dans les autres économies avancées**

(cf. graphique 9). L'inflation totale a atteint un pic dans les pays de l'OCDE hors zone euro et dans la zone euro à l'automne 2011 et baissé rapidement ensuite, mais le recul a été plus prononcé dans la zone euro après 2013. En particulier, tandis que l'inflation est devenue plusieurs fois négative dans la zone euro en 2015 et en 2016, l'agrégat est resté positif à l'échelle de l'OCDE (hors zone euro). De plus, l'inflation totale dans la zone euro a continué d'osciller autour de zéro entre fin 2014 et l'automne 2016.

## Graphique 9

### Taux d'inflation de la zone euro et de l'OCDE



Sources : OCDE, Eurostat et calculs de la BCE.  
Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2017 pour la zone euro et à avril 2017 pour les pays de l'OCDE (hors zone euro).

**Il n'est pas facile d'évaluer l'importance des facteurs mondiaux par rapport aux facteurs domestiques dans les évolutions de la hausse des prix à la consommation dans la zone euro.** Premièrement, les divers facteurs sont interdépendants et affectent les variables domestiques par de multiples canaux. Deuxièmement, l'impact des facteurs mondiaux sur les prix à la consommation dans la zone euro dépend de la façon dont les producteurs et/ou les détaillants ajustent leurs marges selon les variations des coûts. Cela dépend de la situation sur les marchés locaux et internationaux.

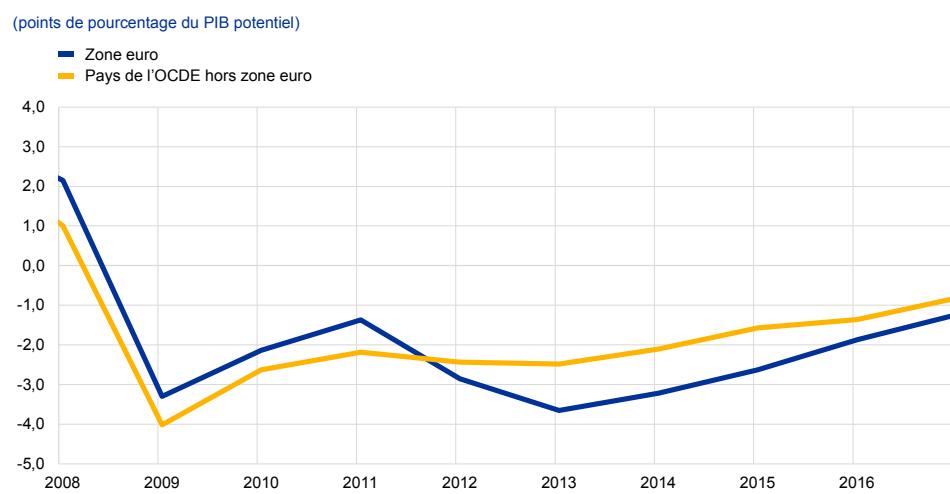
**Une tentative d'évaluation de l'importance des facteurs mondiaux pour les évolutions de l'inflation totale pourrait commencer par un examen des différentes composantes de l'IPCH.** Certaines composantes, notamment l'énergie, sont plus sensibles aux facteurs mondiaux que d'autres, comme les services, qui sont plus réactives aux facteurs domestiques.

**Le ralentissement de l'inflation totale dans la zone euro et dans les pays de l'OCDE de fin 2011 à début 2016 résultait en grande partie d'une baisse des prix de l'énergie.** Le redressement le plus récent était aussi principalement lié au rebond des prix de l'énergie.

**Une différence frappante entre la zone euro et les autres pays de l'OCDE en général est que, depuis 2013, la baisse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires permet d'expliquer une part beaucoup plus importante, et plus stable, de la désinflation et de l'inflation durablement faible dans la zone euro.** Cela indique que les forces domestiques jouent un plus grand rôle dans la zone euro et contribuent au fait que la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires diverge de celle des autres économies avancées. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires a oscillé constamment entre 0,6 % et 1,1 % depuis mi-2013. Comme le montre le graphique 10, selon les estimations de l'OCDE, les écarts de

production de l'OCDE (hors zone euro) et de la zone euro étaient très proches jusqu'en 2012. Par la suite, ils se sont éloignés, l'écart de production enregistré dans la zone euro étant plus négatif que celui du reste de l'OCDE. Autrement dit, la divergence de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires entre la zone euro et les autres économies avancées tient essentiellement à la faiblesse de l'économie domestique après 2012.

**Graphique 10**  
Écarts de production de la zone euro et de l'OCDE



Sources : OCDE et calculs de la BCE.  
Note : La dernière observation se rapporte à 2016.

**Une approche permettant de distinguer les forces domestiques des forces mondiales consiste à identifier les chocs structurels et à quantifier leurs contributions respectives aux évolutions de l'inflation.** Cela nécessite une analyse fondée sur un modèle similaire à celle de Bobeica et Jarociński<sup>59</sup>, dont l'approche est reproduite et actualisée ici. En s'appuyant sur cette analyse, le graphique 11 représente les contributions des chocs domestiques et mondiaux à l'écart de l'inflation totale dans la zone euro par rapport à une moyenne fondée sur un modèle. Les chocs mondiaux sont importants la plupart du temps, mais les chocs domestiques ont eu un plus grand effet, en particulier de 2012 à 2014, lorsque l'inflation a baissé, et plus récemment dans l'explication des évolutions de l'inflation. Les chocs mondiaux ont été le principal déterminant au cours des deux périodes comprises entre début 2008 et mi-2009 (essentiellement un choc sur la demande mondiale) et entre 2015 et début 2016 (essentiellement un choc sur l'offre de

<sup>59</sup> Bobeica (E.) et Jarociński (M.), « *Missing disinflation and missing inflation: the puzzles that aren't* », *Working Paper Series*, n° 2000, BCE, 2017. L'analyse menée dans cette section repose largement sur le modèle qui est présenté en détail dans le présent article. Le modèle empirique de Bobeica et Jarociński comporte sept variables et sept chocs sont identifiés et référencés par une combinaison d'absences de restrictions et de restrictions de signe. Ces variables sont le prix du pétrole, le PIB en volume du reste du monde (ou la part du PIB domestique en volume dans le PIB en volume mondial), le PIB en volume, les prix à la consommation, le taux d'intérêt à court terme, les écarts de rendement des emprunts obligataires à dix ans et le taux de change effectif nominal. Les deux premières sont classées parmi les chocs mondiaux (sur l'offre de pétrole et sur la demande mondiale), tandis que les suivantes représentent des chocs domestiques. L'identification s'appuie sur une restriction temporelle : les chocs mondiaux affectent toutes les variables instantanément, tandis que s'écoule un délai avant que les chocs domestiques n'affectent les variables mondiales.

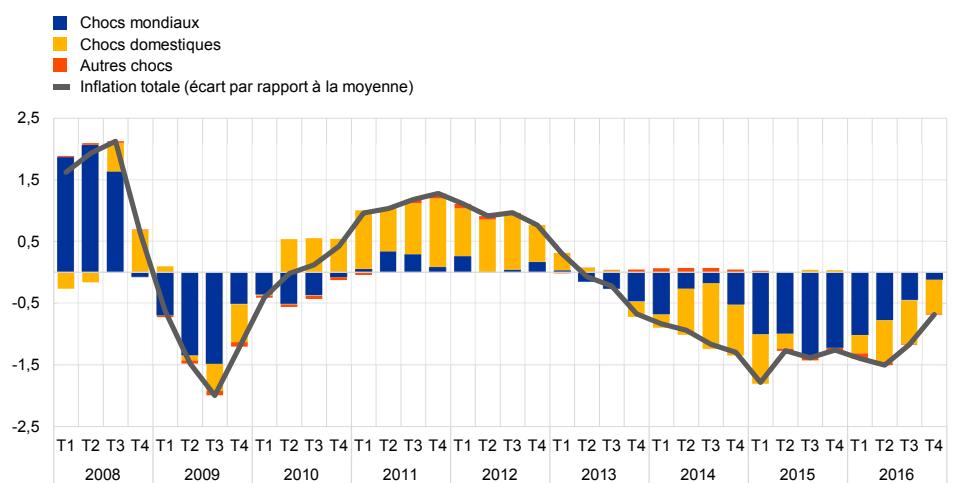
pétrole). Ils représentaient, respectivement, environ 60 % et 75 % de l'écart. Dès lors, les facteurs mondiaux prédominent surtout lorsque se produisent des chocs importants qui ont des implications pour l'ensemble de l'économie mondiale.

**Une décomposition des principales forces à l'origine de l'inflation dans la zone euro montre ainsi que les chocs mondiaux et domestiques ont joué un rôle décisif dans la formation du profil de l'inflation. L'importance relative de ces chocs peut également varier fortement dans le temps.** Les résultats empiriques montrent que les facteurs mondiaux et domestiques ont joué un rôle dans la détermination des évolutions de l'inflation dans la zone euro dès le début de la crise. Toutefois, l'importance relative des forces mondiales et domestiques ne résulte pas tant de forces structurelles, comme la mondialisation, que de chocs mondiaux périodiques, souvent reflétés par d'importantes fluctuations des cours des matières premières. La section suivante analyse les enseignements que l'on peut tirer de la courbe de Phillips « traditionnelle » pour expliquer les évolutions de l'inflation sous-jacente dans la zone euro et son amélioration éventuelle par la prise en compte de mesures de la sous-utilisation des capacités étrangères.

### Graphique 11

#### Décomposition de l'inflation totale sur longue période – chocs domestiques et mondiaux

(variations annuelles en pourcentage ; écart par rapport à la moyenne ; contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE – d'après Bobeica et Jarociński.

Notes : Le graphique représente la contribution en points de pourcentage de différents types de chocs à l'explication de l'évolution de l'inflation totale dans la zone euro. Les chocs mondiaux reflètent un choc sur l'offre de pétrole et un choc sur la demande mondiale ; les chocs domestiques reflètent des chocs sur la demande intérieure, l'offre intérieure, les taux d'intérêt à court terme et les écarts de rendement. Une contribution négative implique que le choc spécifique a contribué à une diminution de l'inflation, tandis qu'une contribution positive indique que ce choc a exercé des tensions à la hausse sur l'inflation. Les contributions sont estimées à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif bayésien comportant sept variables et sept chocs (dont deux mondiaux et quatre domestiques). Pour de plus amples détails, cf. Bobeica et Jarociński.

## Encadré 1

### L'influence de la Chine sur la dynamique de l'inflation dans les économies avancées

**Le ralentissement de l'activité, les capacités excédentaires et la diminution des tensions sur les prix à la production en Chine au cours des dernières années ont attiré l'attention sur le rôle de la Chine dans la formation des évolutions de l'inflation mondiale.** Le présent encadré utilise une évaluation fondée sur un modèle pour comprendre l'impact des évolutions en Chine sur la dynamique de l'inflation dans les économies avancées.

**L'intégration de la Chine dans l'économie mondiale a probablement influencé la dynamique de l'inflation dans d'autres économies au travers de plusieurs canaux. Les canaux de l'offre et de la demande ont exercé des effets largement opposés :** d'une part, du côté de l'offre, l'effet lié à l'entrée de producteurs à coûts plus bas s'appuyant sur une offre de main-d'œuvre importante et relativement bon marché a directement contribué à une baisse des prix des consommations intermédiaires et des importations au niveau mondial<sup>60</sup>. Les pressions concurrentielles accrues de la Chine ont aussi probablement pesé sur l'inflation dans d'autres pays en diminuant le pouvoir de marché des entreprises et le pouvoir de négociation des salariés<sup>61</sup>. D'autre part, la demande plus soutenue en Chine pourrait également avoir contribué aux tensions à la hausse sur les prix dans d'autres pays en renforçant la demande extérieure. La hausse de l'activité en Chine s'est également accompagnée d'un accroissement de la consommation de matières premières, faisant augmenter leurs prix. L'incidence nette de ces différents canaux sur l'inflation dans d'autres économies est ambiguë et pourrait avoir évolué au fil du temps.

**Trois décennies de rapide expansion se sont traduites par une hausse marquée de l'influence de la Chine sur l'économie mondiale, bien que son taux de croissance se soit ralenti au cours des dernières années.** La production de la Chine a augmenté à un rythme très soutenu lors de la première décennie de ce siècle, son PIB augmentant de plus de 10 % par an en moyenne. Le pays a également été l'un des principaux moteurs de la consommation mondiale de matières premières : en 2015, la Chine a consommé 50 % environ du cuivre et de l'aluminium et 60 % du fer produits dans le monde, tandis que 12 % de la demande mondiale de pétrole provient de Chine. Depuis 2011 le rythme d'expansion de la Chine s'est ralenti, la croissance de son PIB revenant de plus de 10 % en 2011 à moins de 7 % en 2016, bien que sa part dans le PIB mondial continue d'augmenter. Sur la majeure partie de la période, les prix à la production ont également fortement diminué : entre septembre 2011 et février 2016, leur baisse cumulée s'est établie à 22 % (cf. graphique A), les capacités excédentaires en Chine, notamment dans les secteurs exportateurs comme ceux de l'acier, de l'aluminium, du ciment et de la construction navale, ayant également contribué à une atténuation des tensions sur les prix. L'année passée, toutefois, le regain de dynamisme sur le marché de l'immobilier, qui a renforcé la demande de matières premières, et les

<sup>60</sup> Cf. l'encadré intitulé « Effets sur les prix à l'importation de la zone euro résultant d'une intégration croissante des pays à faibles coûts de production dans les échanges mondiaux », *Bulletin mensuel*, BCE, août 2006.

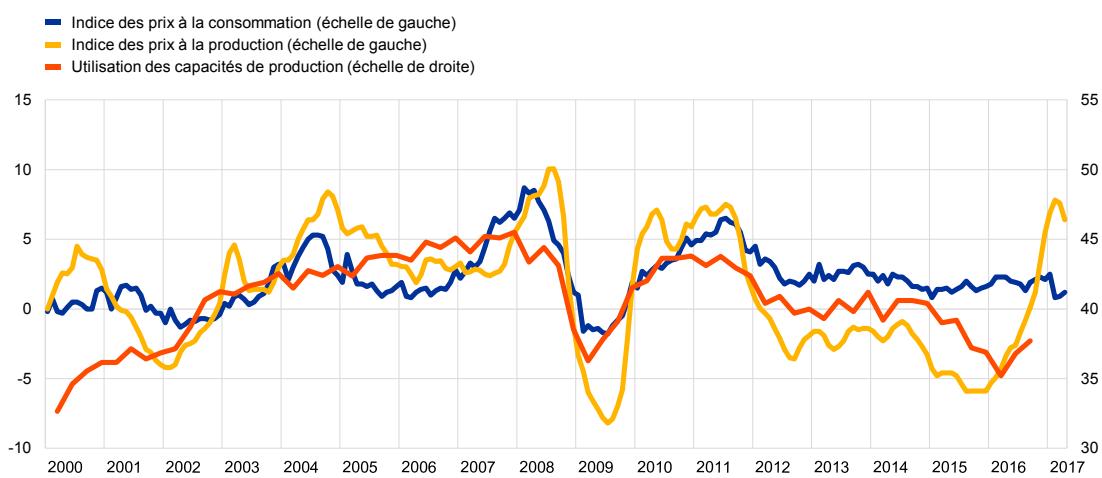
<sup>61</sup> Pour la zone euro, cf. Pula (G.) et Skudelny (F.), « *Globalisation and euro area prices and labour markets: some evidence on the impact of low-cost countries* », dans Anderton (R.) and Kenny (G.) (eds.), *Macroeconomic Performance in a Globalising Economy*, Cambridge University Press, 2011.

efforts des autorités pour résorber les capacités excédentaires dans certains secteurs ont entraîné un rebond des prix à la production.

### Graphique A

#### Hausse des prix à la consommation et à la production et utilisation des capacités de production en Chine

(échelle de gauche : variations annuelles en pourcentage ; échelle de droite : taux d'utilisation des capacités de production)



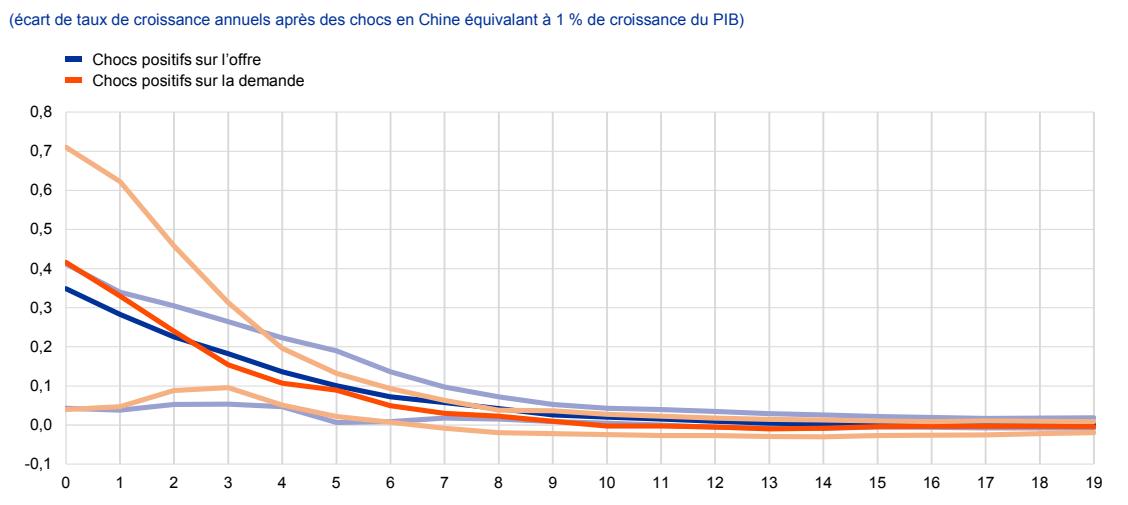
Sources : Bureau national des statistiques de Chine et Banque populaire de Chine.

Notes : L'utilisation des capacités de production est un indice de diffusion calculé à partir de l'enquête menée auprès de 5 000 entreprises industrielles. Les dernières observations se rapportent à avril 2017 pour la hausse des prix à la consommation (indice des prix à la consommation) et à la production (indice des prix à la production) et au troisième trimestre 2016 pour l'utilisation des capacités de production.

**Les modèles vectoriels autorégressifs bayésiens (BVAR) structurels simplifiés fournissent un moyen d'analyser l'impact des évolutions en Chine sur l'inflation dans d'autres économies.** L'estimation se fait en deux étapes. Dans une première étape, un modèle BVAR avec des restrictions de signe est utilisé pour différencier les chocs d'offre et de demande provenant de Chine des chocs affectant l'offre de matières premières et d'autres chocs affectant la demande mondiale (ceux qui ne sont pas associés aux fluctuations conjoncturelles en Chine)<sup>62</sup>. La deuxième étape consiste à retracer l'incidence de ces chocs sur l'inflation dans les économies avancées, là encore par le biais de modèles BVAR simplifiés<sup>63</sup>.

### Graphique B

#### Réponses de l'IPC des économies avancées aux chocs provenant de Chine



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Les lignes en gras représentent la réponse médiane de l'inflation mesurée par l'IPC sur un échantillon d'économies avancées à des chocs structurels provenant de Chine. Les lignes plus claires représentent l'intervalle interquartile des réponses de l'inflation mesurée par l'IPC sur un échantillon d'économies avancées.

<sup>62</sup> Le modèle BVAR de la première étape inclut le PIB de la Chine, la hausse des prix à la production en Chine, l'indice des prix des matières premières du FMI et deux variables relatives qui mesurent la part de la Chine dans le PIB mondial et son taux d'inflation par rapport à l'inflation agrégée dans les pays de l'OCDE. D'après Eickmeier et Kühnlenz, les restrictions de signe utilisent la part de la Chine dans le PIB mondial pour différencier les chocs affectant la demande mondiale des chocs de demande spécifiques à la Chine, partant de l'hypothèse que les chocs qui proviennent de Chine ont un impact plus important sur le PIB de la Chine que sur tous les autres pays. Ainsi, un choc positif sur la demande en Chine dope le PIB et l'inflation en Chine et accroît la part de la Chine dans le PIB mondial (par rapport à la tendance à long terme). On prend l'hypothèse qu'un choc positif sur la demande mondiale fait augmenter les prix des matières premières, accroît le PIB et l'inflation de la Chine, mais réduit la part de la Chine dans le PIB mondial par rapport à la tendance à long terme. Pour distinguer les chocs affectant l'offre de matières premières des chocs d'offre spécifiques à la Chine, on suppose que l'inflation en Chine réagit moins que l'inflation dans les pays de l'OCDE à un choc affectant l'offre de matières premières ; cela reflète la réglementation de nombreux prix des matières premières sur les marchés intérieurs de la Chine. Ainsi, un choc affectant l'offre de matières premières est censé faire augmenter les prix des matières premières et accroître l'inflation en Chine (mais moins que l'inflation dans les pays de l'OCDE). Par hypothèse, un choc d'offre en Chine fait augmenter le PIB de la Chine et sa part dans la production mondiale et diminuer l'inflation en Chine. Cf. Eickmeier (S.) et Kühnlenz (M.), « China's role in global inflation dynamics », *Discussion Paper*, n° 7, Deutsche Bundesbank, 2013.

<sup>63</sup> Des modèles BVAR séparés sont estimés pour l'Australie, le Canada, le Danemark, l'Allemagne, la France, l'Italie, le Japon, les Pays-Bas, l'Espagne, la Suède, la Suisse, le Royaume-Uni et les États-Unis ; des données trimestrielles remontant à 1999 sont utilisées. Les modèles incluent le PIB, l'inflation mesurée par l'IPC, le taux de change effectif nominal et le taux d'intérêt à court terme ainsi que les chocs structurels communs du modèle BVAR de la première étape, qui sont supposés exogènes. Si dans le cas des petits pays le caractère exogène est probablement une hypothèse acceptable, pour les plus grands pays il appelle quelques réserves.

**Les données du modèle laissent penser que les chocs économiques en Chine peuvent affecter l'inflation mesurée par l'IPC dans les économies avancées.** Les réponses impulsionnelles du modèle suggèrent qu'une demande plus soutenue en Chine a tendance à accroître les tensions sur les prix dans les économies avancées (cf. graphique B). Un choc de demande qui fait augmenter la croissance du PIB chinois de 1 point de pourcentage entraînerait en moyenne dans les économies avancées une hausse de l'inflation de 0,1 point de pourcentage environ au bout d'un an. Un accroissement des capacités d'offre en Chine semble également accroître l'inflation dans d'autres économies dans les mêmes proportions. Même si l'augmentation du potentiel d'offre de la Chine a plutôt tendance à exercer des pressions à la baisse sur les prix en Chine, qui pourraient se transmettre à d'autres économies par le biais d'une baisse des prix à l'importation, la relance de l'activité entraîne également des hausses des prix des matières premières. Les résultats du modèle laissent penser que les effets découlant d'une dynamique des cours des matières premières plus soutenue l'emportent sur les effets directs sur les prix à l'importation résultant d'une production à bas coûts<sup>64</sup>.

**Le rythme de croissance de l'activité s'étant ralenti en Chine, son influence sur l'inflation dans d'autres économies a évolué (cf. graphique C).** Les estimations du modèle suggèrent que lors de sa période de croissance très rapide, l'activité chinoise a eu tendance à accroître légèrement les taux d'inflation dans les économies avancées. Entre 2004 et mi-2011, les chocs provenant de Chine ont contribué en moyenne à hauteur de 0,1 point de pourcentage environ à l'inflation annuelle dans les économies avancées. Depuis, le ralentissement de croissance de l'activité en Chine a fait légèrement baisser l'inflation des économies avancées, la contribution moyenne des chocs provenant de Chine s'étant établie à – 0,2 point de pourcentage environ au cours des quatre dernières années.

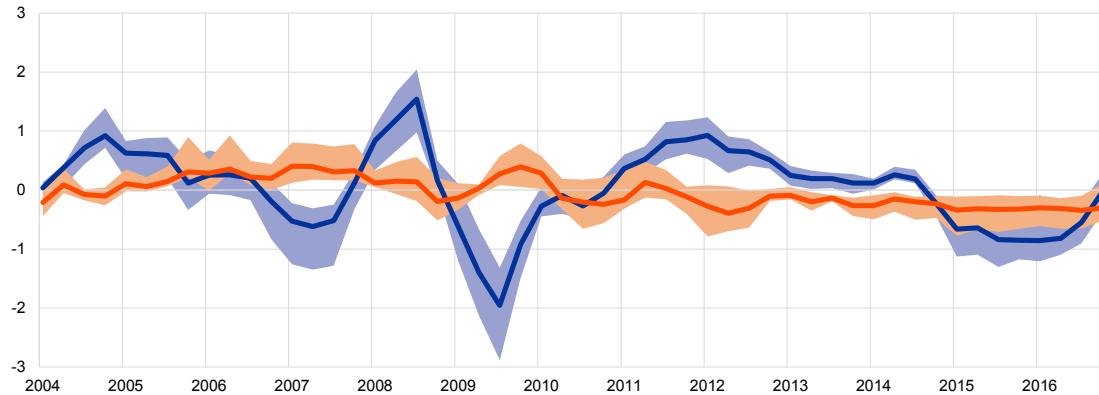
<sup>64</sup> Eickmeier et Kühnlenz présentent des résultats contradictoires, en concluant qu'un choc d'offre en Chine a eu tendance à faire reculer l'inflation mesurée par l'IPC dans d'autres pays (cf. Eickmeier (S.) et Kühnlenz (M.), *op. cit.*). Les différences peuvent être en partie liées aux estimations de l'impact que les évolutions de l'activité de la Chine ont sur les cours mondiaux des matières premières. Pour une analyse de l'influence de la Chine sur les cours des matières premières, cf. les *Perspectives de l'économie mondiale*, FMI, octobre 2016, chapitre 4.

### Graphique C

Contributions estimées des chocs mondiaux et des chocs en provenance de Chine sur l'IPC d'un échantillon d'économies avancées

(contributions en points de pourcentage à l'écart par rapport à une situation d'équilibre)

Monde hors Chine  
Chine



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Les intervalles correspondent à l'intervalle interquartile des contributions de chocs structurels mondiaux et spécifiques à la Chine sur l'inflation mesurée par l'IPC sur un échantillon d'économies avancées, qui compte l'Australie, le Canada, le Danemark, l'Allemagne, la France, l'Italie, le Japon, les Pays-Bas, l'Espagne, la Suède, la Suisse, le Royaume-Uni et les États-Unis. Les chocs provenant de Chine recouvrent ceux liés à l'offre et à la demande. Les chocs mondiaux comprennent un choc sur l'offre de matières premières et un choc sur la demande mondiale. L'identification des chocs est décrite à la note de bas de page n° 24.

## 5 Quel est le rôle joué par les facteurs mondiaux dans la courbe de Phillips pour la zone euro ?

**La courbe de Phillips, entendue au sens large comme la relation entre l'inflation et la sous-utilisation des capacités de production dans l'économie, constitue un cadre standard d'explication et de prévision des évolutions de l'inflation.** La courbe de Phillips est un instrument important qui est intégré explicitement ou non à de nombreux modèles macroéconomiques. Toutefois, surtout dans ses versions les plus simplifiées, la courbe de Phillips reste un outil rudimentaire par rapport à la complexité du processus de l'inflation. L'incertitude quant à la modélisation la plus adaptée de la courbe de Phillips complique encore l'exercice. Dès lors, il convient de considérer la courbe uniquement comme un élément d'une analyse plus large de l'inflation. Toutefois, ce cadre reste utile pour comprendre l'inflation.

**Les analyses s'appuyant sur la courbe de Phillips se sont traditionnellement centrées sur le rôle joué par la sous-utilisation des capacités de production domestiques en relation avec les évolutions de l'inflation sous-jacente.** L'accent mis sur l'inflation sous-jacente, mesurée par exemple par la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, permet de ne pas prendre en compte l'inflation liée à l'énergie et aux produits alimentaires, qui sont en grande partie déterminés par les évolutions mondiales, et de se concentrer sur la hausse des prix

des services et de la composante produits manufacturés hors énergie, où les évolutions au niveau intérieur jouent un rôle plus important. Dans la spécification de référence de la courbe de Phillips pour la zone euro, l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires dépend de l'écart de production, qui mesure la sous-utilisation des capacités dans la zone. L'écart de production est destiné à couvrir les effets de la sous-utilisation des capacités de production sur le comportement de fixation des salaires et des prix : toutes choses égales par ailleurs, plus la sous-utilisation des capacités dans une économie est faible, plus les tensions sur les salaires et sur les prix seront élevées.

**Les facteurs extérieurs sont habituellement pris en compte dans les spécifications de la courbe de Phillips via les prix à l'importation.** Les prix à l'importation peuvent influencer l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires de deux façons : directement, *via* le prix des biens de consommation finale importés ; et indirectement, *via* le prix des biens intermédiaires importés utilisés dans la production intérieure de la zone euro<sup>65</sup>. Les prix à l'importation rendent également compte de l'influence des évolutions sur les marchés mondiaux des matières premières, par exemple les prix du pétrole, qui affectent la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires *via* les effets indirects sur les coûts de production d'une hausse des prix à l'importation du pétrole<sup>66</sup>. Les variations des taux de change peuvent amplifier ou atténuer les effets des évolutions des prix pratiqués à l'étranger sur l'inflation de la zone euro. Les prix à l'importation, y compris ceux des importations d'énergie mesurés en euros, sont par conséquent un indicateur important pour rendre compte des effets des évolutions des prix du pétrole et du taux de change sur l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires dans la zone euro dans le cadre de la courbe de Phillips.

---

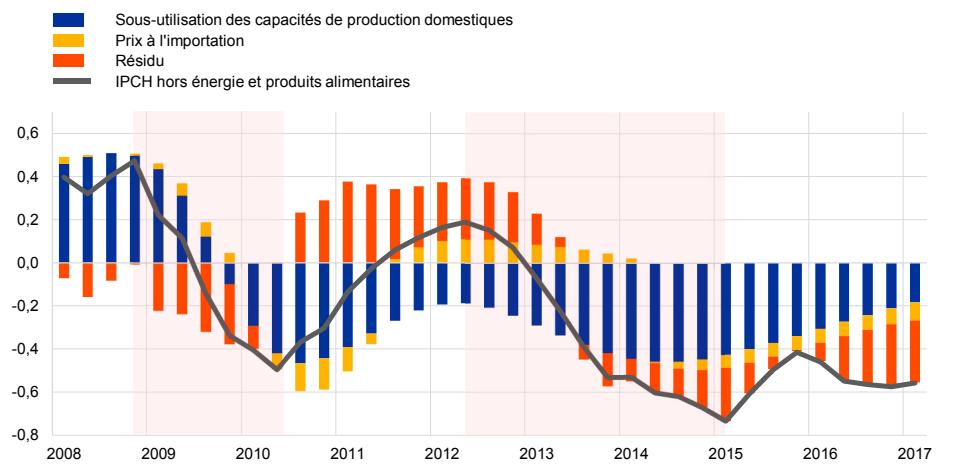
<sup>65</sup> Cf. l'article intitulé « La transmission des variations de taux de change à l'inflation de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2016.

<sup>66</sup> Cf. l'encadré intitulé « Les effets indirects des évolutions des cours du pétrole sur l'inflation dans la zone euro », *Bulletin mensuel*, BCE, décembre 2014, et l'article intitulé « Les prix des matières premières et leur rôle dans l'évaluation de la croissance et de l'inflation dans la zone euro », *Bulletin mensuel*, BCE, octobre 2013.

## Graphique 12

### Décomposition de la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires fondée sur un modèle de courbe de Phillips

(variations annuelles en pourcentage et contributions en points de pourcentage ; toutes les valeurs sont exprimées en termes d'écart par rapport à la moyenne dérivée du modèle)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La ligne noire représente les écarts de la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires par rapport à la moyenne dérivée du modèle. Les contributions (y compris le reliquat) sont également présentées comme des écarts par rapport à la moyenne dérivée du modèle. Les contributions sont calculées à partir d'une équation dans laquelle la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (le taux de croissance trimestriel annualisé de la série corrigée des variations saisonnières) est régressée sur son propre retard, la valeur retardée de l'écart de production de la Commission européenne, la troisième valeur retardée de la hausse des prix à l'importation et une constante. Les zones ombrées indiquent deux périodes de désinflation.

**Une décomposition à l'aide de la courbe de Phillips traditionnelle des variations de l'inflation sous-jacente depuis la crise illustre de façon relativement satisfaisante les évolutions de l'inflation à partir de 2010, l'impact le plus important étant dû à la sous-utilisation des capacités de production domestiques.** Pour les besoins du présent article, l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est modélisée à partir d'une spécification simple de forme réduite de la courbe de Phillips « traditionnelle », incluant un certain nombre de facteurs explicatifs, à savoir : (a) l'écart de production en tant que mesure de la sous-utilisation des capacités de production dans l'économie ; (b) l'inflation passée pour mesurer l'inertie ; et (c) la hausse des prix à l'importation en euros pour prendre en compte l'effet de l'inflation mondiale et du taux de change. Le graphique 12 fournit une décomposition de la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires en montrant la contribution de chaque facteur à l'écart de l'inflation par rapport à sa moyenne de long terme. Lors des deux périodes de désinflation (de 2009 à début 2010 et de 2012 à début 2015), la sous-utilisation des capacités domestiques a été un important facteur à l'origine de la baisse de l'inflation. Le recul des prix à l'importation a également eu un léger effet baissier au cours de ces périodes. Les résidus de cette décomposition de la courbe de Phillips pourraient refléter différents facteurs : parmi eux figurent l'impact potentiel d'une erreur de mesure de la sous-utilisation des capacités domestiques sous la forme de l'écart de production, mais aussi un impact potentiel de facteurs mondiaux (au-delà de ce qui est couvert par les prix à l'importation) ou l'impact structurel des réformes sur la pente de la courbe de Phillips.

**A-t-on lieu de penser que la mondialisation a modifié l'impact de la conjoncture mondiale sur l'inflation intérieure d'une manière qui ne peut pas être reflétée par la prise en compte des prix à l'importation intégrés dans les analyses de la courbe de Phillips ?** Certains des canaux par lesquels la sous-utilisation des capacités mondiales affecte l'inflation intérieure figurent peut-être déjà (au moins implicitement) dans les courbes de Phillips traditionnelles. De l'analyse de la section 2, il ressort que la sous-utilisation des capacités mondiales affecte les prix à l'importation, qui sont habituellement inclus dans les estimations de la courbe de Phillips. Les mesures de la sous-utilisation des capacités domestiques intègrent également des informations sur la conjoncture mondiale, la demande mondiale de biens et de services se reflétant dans le solde des échanges internationaux et les anticipations relatives à la demande étrangère affectant assez fortement les décisions d'investissement. Cela étant, d'autres canaux de la mondialisation ne sont pas pris en compte explicitement dans le cadre de la courbe de Phillips standard. En particulier, l'importance accrue de la sous-utilisation des capacités étrangères s'agissant des biens exportables et substituables au niveau international ou le renforcement de la concurrence des entreprises des pays à plus bas coûts, notamment en raison de l'intégration plus poussée dans les CVM, pourraient être des déterminants importants de la dynamique de l'inflation intérieure.

**Un moyen d'évaluer le rôle des facteurs mondiaux consiste à augmenter la courbe de Phillips traditionnelle par une mesure de la sous-utilisation des capacités de production étrangères.** L'indicateur le plus simple des tensions inflationnistes mondiales est représenté par l'écart de production mondial, qui mesure la différence entre le PIB mondial et le PIB potentiel estimé de l'économie mondiale. Comme toute mesure de l'écart de production, elle est entourée d'une incertitude considérable car le PIB potentiel n'est pas observé et doit être estimé. Évaluer les écarts de production pour une économie est particulièrement délicat en temps réel, les estimations faisant souvent l'objet d'importantes révisions. Cela vaut également pour les écarts de production mondiaux et le problème est aggravé par la question de la pondération appropriée des écarts des différents pays : les pondérations en fonction du PIB sont couramment utilisées pour ce besoin spécifique<sup>67</sup>.

---

<sup>67</sup> Pour une analyse des difficultés de mesure et des problèmes conceptuels liés aux mesures de l'écart de production mondial, cf. Tanaka (M.) et Young (C.), « *The economics of global output gap measures* », *Bank of England Quarterly Bulletin*, troisième trimestre 2008. Si les mesures de l'écart de production mondial peuvent offrir une vue d'ensemble des tensions inflationnistes mondiales, pour un pays donné un indicateur plus satisfaisant des tensions d'origine externe sur les prix pourrait être de pondérer les écarts de production dans les autres économies. La sous-utilisation des capacités de production dans les autres économies peut affecter l'inflation intérieure soit via le canal des importations soit via les effets de la concurrence sur les marchés d'exportation. Pondérer les écarts de production des autres économies en fonction de la part de la relation commerciale bilatérale dans les échanges globaux pourrait par conséquent contribuer à mieux rendre compte des tensions d'origine externe sur les prix qui sont les plus pertinentes pour un pays donné. Il serait également possible de construire des pondérations qui rendent compte à la fois des échanges bilatéraux directs et de la concurrence s'exerçant sur les marchés tiers en recourant aux méthodes de « double pondération » utilisées pour construire des mesures du taux de change effectif. Cf. Schmitz (M.), De Clercq (M.), Fidora (M.), Lauro (B.) et Pinheiro (C.), « *Revisiting the effective exchange rates of the euro* », *Occasional Paper Series*, n° 134, BCE, juin 2012. Une alternative, proposée par Borio et Filardo, consiste à utiliser les écarts de production mondiaux pondérés du taux de change, ce qui peut souligner le rôle du régime de taux de change dans l'exportation de l'inflation.

**Des études empiriques plus récentes ont mis l'accent sur un canal de transmission important pour les effets de la sous-utilisation des capacités de production mondiales sur l'inflation intérieure : l'intégration croissante des CVM.** Selon Auer, Borio et Filardo, la différence de sensibilité de l'inflation intérieure à la sous-utilisation des capacités de production étrangères et domestiques peut être expliquée par l'intégration dans les CVM<sup>68</sup>.

**Toutefois, la littérature n'apporte qu'un soutien limité en faveur de l'intégration d'une mesure de la sous-utilisation des capacités de production étrangères dans les analyses de la courbe de Phillips traditionnelle.** D'une part, Borio et Filardo ont conclu que les estimations de la sous-utilisation des capacités dans l'économie mondiale augmentaient considérablement le pouvoir explicatif des approches traditionnelles par la courbe de Phillips de référence dans les économies avancées et que le rôle des facteurs mondiaux s'était accentué au fil du temps. La pertinence de l'écart de production mondial a également été confirmée par Milani dans le cas des États-Unis après 1985. D'autre part, les conclusions d'autres études (Calza<sup>69</sup>, Gerlach et al.<sup>70</sup>, Ihrig et al.<sup>71</sup>, Martínez-García et Wynne<sup>72</sup> ou Eickmeier et Pijnenburg<sup>73</sup>) aboutissent à des résultats opposés et suggèrent que les résultats de Borio et Filardo sont probablement spécifiques à l'échantillon retenu pour l'estimation ou à une mesure particulière de la production mondiale. Plus récemment, Mikolajun et Lodge<sup>74</sup> ne décèlent pas d'effets directs sensibles de la sous-utilisation des capacités de production dans l'économie mondiale sur l'inflation intérieure pour la majorité des économies avancées. Leurs résultats apportent très peu d'éléments en faveur de l'existence d'effets directs importants exercés par la sous-utilisation des capacités mondiales sur l'inflation intérieure et suggèrent dans l'ensemble qu'il n'y a guère de raisons d'inclure des facteurs mondiaux dans les courbes de Phillips traditionnelles de forme réduite. Toutefois, cette analyse se limite aux courbes de Phillips de forme réduite et aux modèles univariés de prévision d'inflation. Il se pourrait que la sous-utilisation des capacités mondiales influence l'inflation par des canaux moins directs qui ne peuvent être mis en évidence dans ce cadre. Bianchi et Civelli explorent des relations moins directes dans un modèle vectoriel autorégressif. Pour un ensemble de 18 pays, ils estiment la relation variable dans le temps entre l'inflation et les écarts de production domestiques et étrangers, pour conclure que la sous-utilisation des capacités mondiales joue un rôle important.

<sup>68</sup> Pour de plus précisions, cf. l'analyse de la section 2. Cf. également l'article intitulé « L'impact de la participation aux chaînes de valeur mondiales sur les déséquilibres du compte courant - une perspective mondiale », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2017.

<sup>69</sup> Calza (A.), « *Globalisation, Domestic Inflation and Global Output Gaps: Evidence from the Euro Area* », Federal Reserve Bank of Dallas, *Working Paper*, n° 13, 2008.

<sup>70</sup> Gerlach (S.), Giovannini (A.), Tille (C.) et Viñals (J.), « *Low Inflation: Testing Times for Central Banks* », *10th Geneva Report on the World Economy*, 2008.

<sup>71</sup> Ihrig (J.), Kamin (S.), Lindner (D.) et Marquez (J.), « *Some simple tests of the globalization and inflation hypothesis* », *International Finance*, vol. 13, Issue 3, 2010, p. 343-375.

<sup>72</sup> Martínez-García (E.) et Wynne (M.), « *The Global Slack Hypothesis* », Federal Reserve Bank of Dallas, *Staff Papers*, n° 10, 2010.

<sup>73</sup> Eickmeier (S.) et Pijnenburg (K.), « *The Global Dimension of Inflation – Evidence from Factor-Augmented Phillips Curves* », *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 75, Issue 1, 2013, p. 103-122.

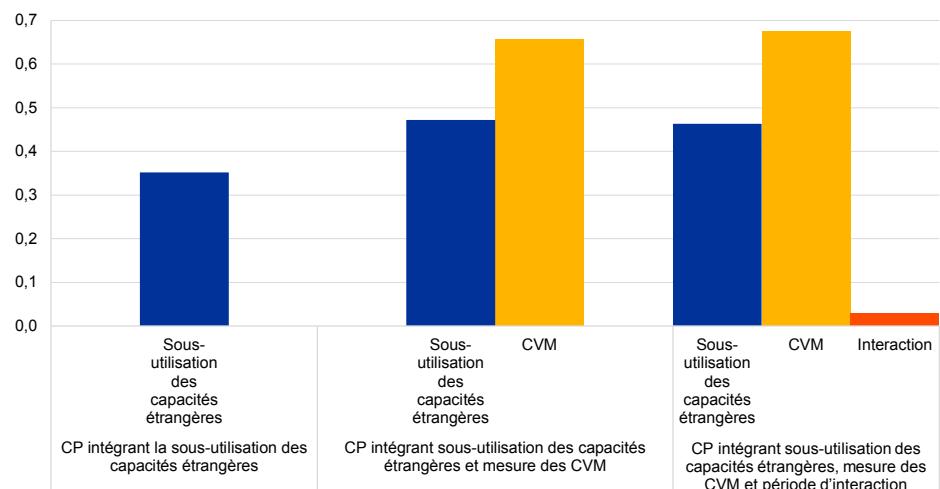
<sup>74</sup> Mikolajun (I.) et Lodge (D.), « *Advanced economy inflation: the role of global factors* », *Working Paper Series*, n° 1948, BCE, 2016.

Toutefois, en contradiction avec les résultats obtenus par Borio et Filardo, qui les ont inspirés, Bianchi et Civelli ne trouvent pas que l'influence relative des écarts de production mondiaux se soit accentuée au fil du temps.

### Graphique 13

Significativité de la sous-utilisation des capacités de production étrangères et mesures de l'intégration dans les CVM ressortant des spécifications de la courbe de Phillips pour la zone euro

(part des spécifications pour lesquelles les variables respectives sont significatives en pourcentage du total des spécifications analysées)



Notes : Calculs des services de la BCE. Pour des précisions techniques, cf. encadré 2. Les analyses recouvrent jusqu'à 108 spécifications différentes de la courbe de Phillips. « CP » désigne la courbe de Phillips. Les résultats sont fondés sur les tests standard de significativité (appliquant un seuil de significativité de 10 %), qui n'intègrent pas de correction de la variance pour expliquer le recours à des régressions auxiliaires (cf. encadré 2 pour plus de précisions). Les résultats doivent donc être interprétés comme représentant une limite supérieure s'agissant de la part des spécifications dans laquelle les variables « sous-utilisation des capacités étrangères » et « CVM » sont significatives.

**Les analyses fondées sur une modélisation à plusieurs modèles prédictifs n'aboutissent qu'à des résultats contradictoires s'agissant de l'augmentation d'une courbe de Phillips traditionnelle pour la zone euro à l'aide d'une mesure de la sous-utilisation des capacités de production étrangères et de l'intégration dans les CVM.** Une approche de modélisation à plusieurs modèles prédictifs (*thick modelling*) qui intègre jusqu'à 108 spécifications différentes de la courbe de Phillips grâce à la combinaison de trois mesures différentes de la sous-utilisation des capacités domestiques, trois mesures différentes de la sous-utilisation des capacités étrangères (combinées à six systèmes de pondération différents) et deux mesures différentes de l'intégration dans les CVM, avec ou sans périodes d'interaction, permet de gérer l'incertitude relative à la spécification appropriée de la courbe de Phillips et aux variables utilisées (pour plus de précisions sur l'approche retenue, cf. encadré 2). Cette batterie de spécifications alternatives a été estimée sur un échantillon couvrant les années 2000-2016<sup>75,76</sup>. Comme l'illustre le graphique 13, l'intégration de certaines mesures de la sous-utilisation des

<sup>75</sup> Les mesures des CVM établies à partir de la WIOD (*World Input-Output Database*) ne sont disponibles qu'à partir de 2000.

<sup>76</sup> Timmer (M.P.), Dietzenbacher (E.), Los (B.), Stehrer (R.) et de Vries (G.J.), « An Illustrated User Guide to the World Input-Output Database: the Case of Global Automotive Production », *Review of International Economics*, vol. 23, 2015, p. 575-605.

capacités mondiales dans la courbe de Phillips peut contribuer à établir le rôle significatif joué par la sous-utilisation des capacités étrangères dans un tiers environ des spécifications. Si les CVM et la sous-utilisation des capacités étrangères sont intégrées simultanément, elles sont significatives dans 50 % à 60 % environ des spécifications. La mesure des CVM rend compte d'une tendance descendante, qui dans certaines spécifications est significative si elle est rajoutée à la mesure pondérée de la sous-utilisation des capacités étrangères. Toutefois, la mesure des CVM n'est presque jamais significative en corrélation avec la sous-utilisation des capacités mondiales, ce qui signifie que l'intégration dans les CVM ne semble pas avoir un effet amplificateur sur le rôle de la sous-utilisation des capacités étrangères.

## Encadré 2

**Augmenter la courbe de Phillips traditionnelle par des mesures de la sous-utilisation des capacités de production mondiales**

**Il est possible d'évaluer l'ampleur du rôle joué par la sous-utilisation des capacités de production étrangères dans l'inflation intérieure mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires en utilisant une courbe de Phillips traditionnelle augmentée de mesures de la sous-utilisation des capacités de production mondiales.**

La courbe de Phillips est conventionnellement représentée comme suit :

$$\pi_t = \beta_1 \pi_{t-1} + \beta_2 gapd_{t-1} + \beta_3 imp_{t-2} + \beta_4 \pi^e + \beta_5 gapf_{t-1} + c + e_t \quad (1)$$

avec  $\pi_t$ , le taux de variation annualisé trimestriel de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires ;  $\pi^e$ , la mesure des anticipations correspondante ;  $gapd_{t-1}$ , une mesure de la sous-utilisation des capacités intérieures (avec un retard) ;  $imp_{t-2}$ , les prix à l'importation (avec deux retards) ;  $gapf_{t-1}$ , une mesure de la sous-utilisation des capacités étrangères (hors zone euro et avec un retard) et  $c$ , une constante. Pour remédier à l'incertitude entourant la spécification de la courbe de Phillips, et en particulier la mesure de la sous-utilisation des capacités de production, nous appliquons une approche de modélisation à plusieurs modèles prédictifs (*thick modelling*) avec un grand nombre de spécifications. Trois mesures différentes de la sous-utilisation des capacités de production intérieures (l'écart de production, la croissance du PIB en volume et le taux de chômage) sont combinées à trois mesures différentes de la sous-utilisation des capacités étrangères pour chaque pays (l'écart de production du FMI et de l'OCDE ainsi qu'une mesure de l'écart de production à l'aide d'un filtre Hodrick-Prescott) combinées à six systèmes de pondération différents<sup>77</sup>. De plus, nous utilisons deux mesures différentes de l'intégration dans les CVM<sup>78</sup>. Au total, nous analysons 108 spécifications différentes de la courbe de Phillips.

La mesure de la sous-utilisation des capacités de production étrangères  $gapf_t^j$  est construite pour chaque pays  $j$ , comme la moyenne pondérée de  $k$  écarts de production, c'est-à-dire

$$gapf_t^j = \sum_k w_t^{j,k} * gapd_t^k \quad (2)$$

<sup>77</sup> Pour plus de détails concernant cette approche de la courbe de Phillips, qui a été adaptée à cet exercice afin d'expliquer la disponibilité des données, cf. Ciccarelli et Osbat, « Low inflation in the euro area: Causes and consequences », Occasional Paper Series, n° 181, janvier 2017.

<sup>78</sup> Les biens intermédiaires importés, la valeur ajoutée étrangère (FV), la valeur ajoutée indirecte (IV) et une mesure de la participation aux CVM sont calculés comme FV + IV.

où  $w_t^{j,k}$  représente soit la part des flux d'échanges bilatéraux du pays  $j$  avec le pays  $k$  sur le total des flux d'échanges du pays  $j$ , soit la part du pays  $k$  dans la production totale mondiale.

Nous utilisons des régressions auxiliaires pour remédier aux distorsions induites par la corrélation des anticipations d'inflation avec l'inflation passée et entre la sous-utilisation des capacités intérieure et étrangère.

Toutefois, le rôle de la sous-utilisation des capacités étrangères peut dépendre du degré d'intégration du pays dans les CVM. C'est fondamentalement ce qui a été mis en avant par Auer, Borio et Filardo lorsqu'ils ont montré que l'importance relative de la sous-utilisation des capacités de production étrangères dépendait dans une large mesure de l'intégration dans les CVM. Il semble par conséquent raisonnable d'ajouter à notre équation 1 un indicateur d'intégration au sein des CVM. Pour rendre entièrement compte de l'incidence potentielle de l'intégration dans les CVM, nous analysons également l'interaction avec la sous-utilisation des capacités de production étrangères<sup>79</sup>. En effet, l'incidence de la sous-utilisation des capacités de production étrangères peut dépendre du niveau d'intégration dans les CVM (plus un pays sera intégré dans les CVM, plus l'incidence de la sous-utilisation des capacités de production étrangères sera susceptible d'être forte). Nous estimons donc les deux équations suivantes avec un indicateur d'intégration dans la CVM inclus dans l'équation 3 et également un terme d'interaction avec la sous-utilisation des capacités de production étrangères dans l'équation 4 :

$$\pi_t = \beta_1 \pi_{t-1} + \beta_2 gapd_{t-1} + \beta_3 imp_{t-2} + \beta_4 \pi_t^e + \beta_5 GVC_{t-1} + \beta_6 gapf_{t-1} + c + e_t \quad (3)$$

$$\pi_t = \beta_1 \pi_{t-1} + \beta_2 gapd_{t-1} + \beta_3 imp_{t-2} + \beta_4 \pi_t^e + \beta_5 GVC_{t-1} + \beta_6 gapf_{t-1} + \beta_7 gapf_{t-1} * GVC_{t-1} + c + e_t \quad (4)$$


---

## 6 Conclusion

À partir des données disponibles, des modèles et de la littérature existante, le présent article contribue à une meilleure compréhension de l'importance relative des facteurs intérieurs et mondiaux dans l'évolution de l'inflation dans la zone euro. Plusieurs conclusions peuvent être tirées.

1. Depuis le début des années 1990, une convergence des évolutions de l'inflation a été observée à travers le monde. Ce profil d'évolution commun peut toutefois s'expliquer dans une large mesure par une modification de l'orientation de la politique monétaire et par les variations des prix des matières premières au niveau mondial.
2. Le rôle des facteurs mondiaux dans l'inflation intérieure varie fortement dans le temps, notamment en raison de l'évolution des prix des matières premières. Dans le cas de la zone euro, par exemple, le ralentissement de l'inflation

<sup>79</sup> Il convient également de noter que les variables de régression utilisées pour les termes d'interaction sont centrées afin que, par exemple, les coefficients puissent être interprétés comme l'effet des CVM lorsque la sous-utilisation des capacités de production étrangères se trouve au niveau de sa moyenne d'échantillon.

enregistré en 2008-2009 était principalement attribuable à des facteurs mondiaux, tandis que les facteurs intérieurs ont joué un rôle plus décisif durant la période de désinflation de 2012-2015. Cela souligne l'importance de l'analyse exhaustive des facteurs déterminant l'inflation pour la formulation de réponses de politique économique adaptées.

3. Les évolutions mondiales sont considérées comme exerçant une influence de plus en plus forte sur les salaires et les tensions sur les prix intérieurs, par le biais de l'intégration et de la contestabilité des marchés du travail et des marchés de produits. Si cette théorie semble intéressante, elle est néanmoins difficile à démontrer sur la base de données empiriques. À cet égard, nous ne trouvons, par exemple, qu'un soutien limité en faveur de l'inclusion des mesures de la sous-utilisation des capacités de production mondiales et de l'intégration dans les CVM dans les analyses de l'inflation de la zone euro par la courbe de Phillips.

# 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 <sup>1)</sup> (variations en pourcentage d'une période sur l'autre)						IPC (variations annuelles en pourcentage)						
	G20 <sup>2)</sup>	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 <sup>3)</sup> (IPCH)
							Total	Hors produits alimentaires et énergie					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	3,4	2,4	3,1	0,2	7,3	1,2	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,4	2,6	2,2	1,1	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,1	1,6	1,8	1,0	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2016 T2	0,8	0,4	0,6	0,4	1,9	0,3	0,8	1,8	1,0	0,4	-0,4	2,1	-0,1
T3	0,8	0,9	0,5	0,2	1,8	0,4	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
T4	0,9	0,5	0,7	0,3	1,7	0,5	1,5	1,8	1,8	1,2	0,3	2,2	0,7
2017 T1	—	0,3	0,2	0,5	1,3	0,6	2,4	1,8	2,5	2,1	0,3	1,4	1,8
2016 Décembre	—	—	—	—	—	—	1,8	1,8	2,1	1,6	0,3	2,1	1,1
2017 Janvier	—	—	—	—	—	—	2,3	1,9	2,5	1,8	0,4	2,5	1,8
Février	—	—	—	—	—	—	2,5	1,9	2,7	2,3	0,3	0,8	2,0
Mars	—	—	—	—	—	—	2,3	1,8	2,4	2,3	0,2	0,9	1,5
Avril	—	—	—	—	—	—	2,4	1,9	2,2	2,7	0,4	1,2	1,9
Mai <sup>4)</sup>	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1,4

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

1) Données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes.

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

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

4) Le chiffre pour la zone euro est une estimation fondée sur des données nationales provisoires ainsi que sur des informations préliminaires sur les prix de l'énergie.

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

	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs)								Importations de marchandises <sup>1)</sup>			
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat <sup>2)</sup>			Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes
	Mondial <sup>2)</sup>	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
2014	54,1	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,2	54,0	51,5	2,5	3,8	1,7
2015	53,1	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,3	3,7	-0,2
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	51,9	50,2	1,1	1,2	0,9
2016 T2	50,7	51,5	52,6	49,0	50,5	53,1	49,9	51,0	48,8	0,2	0,3	0,1
T3	51,3	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,7	51,2	50,1	1,0	0,9	1,1
T4	53,2	54,6	55,6	52,0	53,1	53,8	53,3	53,1	50,6	1,7	-1,1	3,6
2017 T1	53,2	54,3	54,6	52,5	52,3	55,6	53,4	53,2	51,8	2,5	1,3	3,4
2016 Décembre	53,5	54,1	56,7	52,8	53,5	54,4	53,5	53,5	50,7	1,7	-1,1	3,6
2017 Janvier	53,9	55,8	55,2	52,3	52,2	54,4	53,1	54,1	51,7	2,9	0,5	4,5
Février	52,7	54,1	53,8	52,2	52,6	56,0	53,7	52,5	52,2	3,0	1,2	4,1
Mars	53,1	53,0	54,8	52,9	52,1	56,4	53,5	53,0	51,5	2,5	1,3	3,4
Avril	52,9	53,2	56,2	52,6	51,2	56,8	52,7	52,9	51,5	—	—	—
Mai	53,0	53,6	54,4	53,4	51,5	56,8	52,5	53,2	51,2	—	—	—

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 <sup>1)</sup>					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		
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13		
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09		
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02		
2016	Novembre	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,91	-0,06	
	Décembre	-0,35	-0,37	-0,32	-0,22	-0,08	0,98	-0,04	
2017	Janvier	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,09	1,03	-0,02	
	Février	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,04	-0,01	
	Mars	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,13	0,00	
	Avril	-0,36	-0,37	-0,33	-0,25	-0,12	1,16	0,02	
	Mai	-0,36	-0,37	-0,33	-0,25	-0,13	1,19	-0,01	

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 <sup>1), 2)</sup>					Zone euro <sup>1), 2)</sup>	États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro <sup>1), 2)</sup>				
	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	
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77	
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98	
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35	
2016	Novembre	-0,80	-0,80	-0,78	-0,42	0,27	1,07	1,60	1,30	-0,80	-0,69	0,39	1,29
	Décembre	-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	Janvier	-0,70	-0,70	-0,69	-0,28	0,50	1,20	1,69	1,36	-0,72	-0,60	0,64	1,63
	Février	-0,87	-0,88	-0,90	-0,54	0,25	1,13	1,56	1,05	-0,92	-0,86	0,34	1,46
	Mars	-0,75	-0,74	-0,73	-0,36	0,38	1,12	1,36	1,01	-0,75	-0,64	0,47	1,52
	Avril	-0,78	-0,77	-0,73	-0,35	0,38	1,15	1,21	1,03	-0,75	-0,61	0,48	1,50
	Mai	-0,73	-0,74	-0,74	-0,39	0,36	1,10	1,05	0,88	-0,76	-0,67	0,43	1,54

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	Télécomunications	Santé				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Standard & Poor's 500	Nikkei 225		
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4		
2015	356,2	3 444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2 061,1	19 203,8		
2016	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		
2016	Novembre	324,5	3 026,4	654,4	247,7	594,1	286,0	152,5	515,1	378,7	231,5	306,9	778,3	2 165,0	17 689,5	
	Décembre	342,6	3 207,3	698,1	253,7	619,1	313,6	165,7	541,6	396,0	237,1	320,9	797,3	2 246,6	19 066,0	
2017	Janvier	352,4	3 298,8	720,9	258,4	637,7	321,1	170,1	557,7	412,7	240,1	337,5	817,4	2 275,1	19 194,1	
	Février	353,2	3 293,1	728,9	257,0	644,9	312,5	166,6	563,0	431,7	239,1	334,6	839,5	2 329,9	19 188,7	
	Mars	365,7	3 427,1	740,4	261,7	671,6	314,2	174,7	578,4	450,3	252,1	349,6	870,0	2 366,8	19 340,2	
	Avril	373,9	3 491,8	753,7	271,1	683,6	319,4	178,0	598,4	459,3	260,7	349,8	893,3	2 359,3	18 736,4	
	Mai	387,1	3 601,9	765,9	281,9	707,5	318,8	186,4	616,2	477,1	272,5	363,8	935,1	2 395,3	19 726,8	

Source : BCE.

## 2 Évolutions financières

### 2.4 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts et aux dépôts des ménages (contrats nouveaux)<sup>1), 2)</sup> (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 <sup>3)</sup>	Par période de fixation initiale du taux			Taux variable et période ≤ 1 an	Taux > 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans				
			≤ 2 ans	> 2 ans	5					7	8	9								
2016	Mai	0,10	0,56	0,53	0,87	6,56	16,75	5,21	6,09	6,46	2,56	1,84	2,02	2,05	2,11	2,36	2,02			
	Juin	0,09	0,54	0,56	0,85	6,54	16,80	4,96	5,87	6,18	2,44	1,81	2,00	1,96	2,01	2,32	1,96			
	Juillet	0,09	0,52	0,50	0,91	6,45	16,80	5,14	5,96	6,29	2,39	1,81	1,96	1,96	1,95	2,32	1,92			
	Août	0,08	0,51	0,52	0,83	6,48	16,78	5,43	6,01	6,37	2,40	1,86	1,95	1,86	1,88	2,31	1,90			
	Septembre	0,08	0,50	0,50	0,79	6,50	16,78	5,16	5,75	6,14	2,35	1,80	1,98	1,85	1,85	2,28	1,86			
	Octobre	0,08	0,49	0,44	0,75	6,43	16,78	5,16	5,69	6,11	2,43	1,78	1,90	1,80	1,81	2,25	1,81			
	Novembre	0,08	0,49	0,43	0,78	6,40	16,71	4,91	5,74	6,12	2,43	1,76	1,91	1,76	1,79	2,24	1,79			
	Décembre	0,08	0,49	0,43	0,76	6,34	16,68	4,78	5,48	5,87	2,31	1,77	1,90	1,80	1,75	2,24	1,78			
2017	Janvier	0,07	0,48	0,42	0,75	6,35	16,62	5,05	5,87	6,24	2,27	1,76	1,87	1,80	1,76	2,28	1,81			
	Février	0,07	0,48	0,40	0,76	6,39	16,68	5,09	5,72	6,17	2,39	1,77	1,89	1,84	1,81	2,29	1,85			
	Mars	0,06	0,48	0,40	0,73	6,35	16,68	4,99	5,62	6,08	2,39	1,74	1,88	1,85	1,82	2,25	1,85			
	Avril <sup>(p)</sup>	0,06	0,47	0,40	0,72	6,31	16,67	4,81	5,58	5,97	2,36	1,72	1,90	1,91	1,85	2,26	1,87			

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)<sup>1), 2)</sup> (en pourcentage annuel ; valeur moyenne sur la période, sauf indication contraire)

	Dépôts			Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur composite du coût d'emprunt		
	À vue	D'une durée :			≤ 250 000 euros	> 250 000 euros et ≤ 1 million	> 1 million d'euros	≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million					
		≤ 2 ans	> 2 ans		5	6	7	Taux variable et période ≤ 3 mois	8	9	Taux variable et période ≤ 3 mois	10	11	12	13	
2016	Mai	0,11	0,13	0,63	2,77	2,91	3,10	2,62	1,91	1,94	1,92	1,27	1,68	1,74	1,92	
	Juin	0,11	0,15	0,64	2,75	2,66	3,01	2,52	1,85	1,91	1,85	1,34	1,60	1,64	1,90	
	Juillet	0,10	0,16	0,42	2,71	2,73	3,07	2,47	1,86	1,91	1,81	1,28	1,56	1,69	1,87	
	Août	0,09	0,16	0,47	2,74	2,69	3,02	2,46	1,87	1,95	1,80	1,22	1,48	1,54	1,83	
	Septembre	0,09	0,12	0,47	2,73	2,65	2,96	2,42	1,83	1,86	1,73	1,28	1,61	1,63	1,86	
	Octobre	0,08	0,15	0,49	2,68	2,63	3,04	2,37	1,81	1,84	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83	
	Novembre	0,07	0,12	0,42	2,65	2,60	2,91	2,38	1,82	1,82	1,68	1,29	1,43	1,52	1,82	
	Décembre	0,07	0,12	0,59	2,64	2,58	2,84	2,30	1,84	1,84	1,68	1,33	1,46	1,62	1,81	
2017	Janvier	0,06	0,12	0,51	2,64	2,68	2,80	2,30	1,81	1,86	1,73	1,22	1,38	1,62	1,79	
	Février	0,06	0,10	0,53	2,64	2,58	2,78	2,35	1,77	1,76	1,71	1,18	1,32	1,53	1,76	
	Mars	0,06	0,08	0,58	2,57	2,52	2,79	2,35	1,76	1,79	1,72	1,31	1,63	1,58	1,82	
	Avril <sup>(p)</sup>	0,06	0,10	0,42	2,55	2,55	2,70	2,36	1,80	1,80	1,71	1,34	1,51	1,63	1,82	

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 <sup>1)</sup>							
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques	
Court terme															
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2014	1 321	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25	
2015	1 274	517	152	.	62	478	65	337	153	36	.	33	82	34	
2016	1 247	519	139	.	61	466	62	335	147	45	.	32	79	33	
2016	Octobre	1 296	529	145	.	71	484	67	341	155	45	.	35	69	37
	Novembre	1 310	536	152	.	70	487	65	349	139	63	.	33	88	26
	Décembre	1 247	519	139	.	61	466	62	305	128	69	.	33	50	25
2017	Janvier	1 278	536	136	.	74	469	63	392	187	39	.	39	88	41
	Février	1 310	549	148	.	80	466	66	325	157	37	.	31	72	29
	Mars	1 331	546	147	.	84	480	74	360	157	37	.	43	90	33
Long terme															
2014	15 135	4 054	3 163	.	990	6 285	642	220	65	44	.	16	85	10	
2015	15 239	3 784	3 281	.	1 055	6 482	637	215	68	45	.	13	81	9	
2016	15 256	3 647	3 191	.	1 134	6 643	641	208	59	46	.	17	78	8	
2016	Octobre	15 213	3 674	3 165	.	1 105	6 628	641	239	56	61	.	22	92	8
	Novembre	15 275	3 668	3 172	.	1 130	6 664	641	216	43	64	.	26	76	7
	Décembre	15 256	3 647	3 191	.	1 134	6 643	641	163	45	77	.	13	25	2
2017	Janvier	15 313	3 651	3 200	.	1 136	6 687	638	312	101	80	.	15	107	9
	Février	15 337	3 673	3 200	.	1 139	6 685	640	236	77	47	.	12	89	12
	Mars	15 364	3 654	3 186	.	1 147	6 735	643	251	63	61	.	21	97	9

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			10	11			
Encours														
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11				
2014	16 456,0	4 597,8	3 293,5	.	1 048,8	6 823,2	692,7	5 958,0	591,1	782,2	4 584,6			
2015	16 512,8	4 301,1	3 432,9	.	1 116,6	6 960,1	702,1	6 744,7	586,1	907,6	5 251,0			
2016	16 502,8	4 166,1	3 330,1	.	1 195,1	7 108,6	703,0	7 029,1	538,7	1 020,0	5 470,4			
2016	Octobre	16 508,9	4 203,6	3 309,9	.	1 176,2	7 111,9	707,3	6 665,7	479,2	909,6	5 277,0		
	Novembre	16 584,4	4 203,5	3 324,1	.	1 200,1	7 150,4	706,1	6 651,0	482,3	954,6	5 214,1		
	Décembre	16 502,8	4 166,1	3 330,1	.	1 195,1	7 108,6	703,0	7 029,1	538,7	1 020,0	5 470,4		
2017	Janvier	16 590,4	4 187,0	3 336,8	.	1 210,1	7 155,9	700,5	7 015,2	542,3	1 018,4	5 454,5		
	Février	16 646,8	4 222,1	3 348,1	.	1 219,5	7 150,9	706,3	7 199,0	539,0	1 026,6	5 633,4		
	Mars	16 695,6	4 200,1	3 333,2	.	1 230,2	7 215,0	716,9	7 506,9	609,8	1 056,6	5 840,4		
Taux de croissance														
2014	-0,7	-8,1	0,4	.	4,9	3,1	1,1	1,6	7,2	2,0	0,7			
2015	0,2	-7,1	5,6	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6			
2016	0,1	-2,9	-2,3	.	7,1	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0	0,4			
2016	Octobre	-0,2	-4,0	-1,4	.	6,4	1,5	1,6	0,9	2,8	1,4	0,7		
	Novembre	-0,1	-4,2	-0,9	.	7,2	1,6	-0,5	0,8	2,8	1,0	0,5		
	Décembre	0,1	-2,9	-2,3	.	7,1	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0	0,4		
2017	Janvier	0,8	-2,0	-1,0	.	9,0	2,1	-0,3	0,6	1,5	1,1	0,4		
	Février	1,3	-1,6	1,4	.	9,9	1,6	0,8	0,7	4,1	1,1	0,3		
	Mars	1,4	-1,3	2,1	.	9,4	1,6	0,8	0,9	5,8	0,7	0,5		

Source : BCE.

## 2 Évolutions financières

### 2.8 Taux de change effectifs<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup> )	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	
2014	101,8	97,9	97,0	91,9	98,3	100,0	114,7	96,1	
2015	92,4	88,4	89,3	83,6	82,7	89,6	106,5	87,8	
2016	94,8	90,1	91,4	85,7	81,8	90,6	110,4	90,0	
2016	T2	94,9	90,3	91,7	85,9	81,9	90,8	90,4	
	T3	95,2	90,5	91,8	86,0	81,5	90,6	90,1	
	T4	94,9	90,2	91,1	85,6	81,6	90,3	89,6	
2017	T1	94,2	89,7	90,3	-	-	109,2	88,7	
2016	Décembre	94,2	89,6	90,4	-	-	109,2	88,9	
2017	Janvier	94,4	89,8	90,4	-	-	109,7	89,1	
	Février	93,9	89,5	90,0	-	-	108,8	88,5	
	Mars	94,4	89,8	90,4	-	-	109,2	88,6	
	Avril	94,1	89,6	90,1	-	-	108,8	88,3	
	Mai	96,0	91,2	91,9	-	-	111,1	89,9	
				<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>					
2017	Mai	2,0	1,8	2,0	-	-	2,1	1,9	
2017	Mai	1,0	0,8	0,1	-	-	0,0	-0,9	

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	
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329	
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110	
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	
2016	T2	7,379	7,504	27,040	7,439	313,371	121,949	4,372	0,787	4,4986	9,278	1,096	1,129
	T3	7,443	7,493	27,029	7,442	311,016	114,292	4,338	0,850	4,4646	9,511	1,089	1,117
	T4	7,369	7,523	27,029	7,439	309,342	117,918	4,378	0,869	4,5069	9,757	1,080	1,079
2017	T1	7,335	7,467	27,021	7,435	309,095	121,014	4,321	0,860	4,5217	9,506	1,069	1,065
2016	Décembre	7,298	7,540	27,031	7,436	312,235	122,395	4,436	0,844	4,5164	9,709	1,075	1,054
2017	Janvier	7,319	7,530	27,021	7,435	308,987	122,136	4,367	0,861	4,5018	9,511	1,071	1,061
	Février	7,314	7,448	27,021	7,435	308,502	120,168	4,308	0,853	4,5136	9,476	1,066	1,064
	Mars	7,369	7,423	27,021	7,436	309,714	120,676	4,287	0,866	4,5476	9,528	1,071	1,068
	Avril	7,389	7,450	26,823	7,438	311,566	118,294	4,237	0,848	4,5291	9,594	1,073	1,072
	Mai	7,613	7,432	26,572	7,440	309,768	124,093	4,200	0,856	4,5539	9,710	1,090	1,106
				<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>									
2017	Mai	3,0	-0,2	-0,9	0,0	-0,6	4,9	-0,9	0,9	0,5	1,2	1,7	3,1
2017	Mai	3,1	-0,9	-1,7	0,0	-1,5	0,7	-4,6	10,0	1,2	4,5	-1,4	-2,2

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 <sup>1)</sup>			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)													
2016	T1	22 214,0	23 223,8	-1 009,7	9 717,4	8 038,3	7 112,1	9 946,3	-29,2	4 738,4	5 239,2	675,3	13 420,1
	T2	22 791,7	23 620,8	-829,1	9 872,6	8 256,7	7 429,5	9 945,9	-62,1	4 829,9	5 418,2	721,8	13 576,8
	T3	23 035,1	23 792,8	-757,6	9 842,9	8 116,4	7 691,7	10 130,7	-62,5	4 836,0	5 545,7	727,0	13 576,9
	T4	23 577,7	24 207,2	-629,5	10 237,5	8 397,5	7 885,1	10 285,6	-55,1	4 802,6	5 524,1	707,7	13 558,8
encours en pourcentage du PIB													
2016	T4	219,4	225,3	-5,9	95,3	78,1	73,4	95,7	-0,5	44,7	51,4	6,6	126,2
Flux													
2016	T2	236,6	150,0	86,6	16,8	50,2	122,4	-72,0	-45,8	141,1	171,8	2,2	-
	T3	196,2	75,9	120,3	39,3	-75,8	127,2	5,7	23,8	-1,8	146,0	7,7	-
	T4	123,7	27,5	96,3	145,9	112,5	13,4	-60,9	15,4	-55,4	-24,2	4,6	-
2017	T1	570,8	528,5	42,3	225,3	203,6	150,4	33,4	7,6	189,9	291,4	-2,5	-
2016	Octobre	261,6	253,7	8,0	87,0	52,8	5,1	-46,4	6,2	167,2	247,2	-4,0	-
	Novembre	25,4	24,6	0,8	28,8	51,1	-14,5	15,4	2,9	5,8	-42,0	2,5	-
	Décembre	-163,3	-250,7	87,4	30,1	8,6	22,7	-29,9	6,3	-228,5	-229,4	6,1	-
2017	Janvier	375,8	374,4	1,4	107,4	98,1	43,7	31,1	2,3	227,5	245,2	-5,1	-
	Février	191,8	193,8	-2,0	95,1	94,9	54,3	-19,2	4,9	35,4	118,2	2,0	-
	Mars	3,1	-39,7	42,9	22,8	10,6	52,4	21,6	0,4	-73,0	-72,0	0,6	-
flux cumulés sur 12 mois													
2017	Mars	1 127,4	781,8	345,5	427,3	290,5	413,3	-93,7	1,0	273,8	585,0	12,0	-
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2017	Mars	10,4	7,2	3,2	3,9	2,7	3,8	-0,9	0,0	2,5	5,4	0,1	-

Source: BCE.

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

### 3 Activité économique

#### 3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	PIB										Solde extérieur <sup>1)</sup>		
		Demande intérieure								Variation des stocks <sup>2)</sup>	Total	Exportations <sup>1)</sup>	Importations <sup>1)</sup>	
		Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe			Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellectuelle				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Prix courants (montants en milliards d'euros)														
2014	10 143,5	9 783,8	5 633,2	2 125,7	1 991,5	1 000,4	600,0	383,1	33,5	359,7	4 534,3	4 174,6		
2015	10 473,8	10 002,8	5 748,2	2 163,7	2 070,0	1 019,2	633,3	408,4	20,9	471,0	4 827,9	4 356,9		
2016	10 745,4	10 272,3	5 887,3	2 218,1	2 163,5	1 055,4	660,9	439,7	3,4	473,1	4 902,6	4 429,5		
2016 T2	2 672,6	2 551,6	1 465,1	553,0	534,7	260,3	163,6	109,2	-1,2	121,0	1 213,5	1 092,5		
T3	2 689,3	2 568,0	1 473,2	555,5	536,3	264,6	165,4	104,1	3,1	121,2	1 223,9	1 102,6		
T4	2 715,2	2 614,1	1 488,3	558,4	559,2	267,4	166,9	122,2	8,2	101,1	1 258,8	1 157,6		
2017 T1	2 729,6	2 639,3	1 501,8	562,6	567,3	.	.	.	7,6	90,3	1 288,7	1 198,4		
2016	100,0	95,6	54,8	20,6	20,1	9,8	6,2	4,1	0,0	4,4	-	-		
en pourcentage du PIB														
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)														
variations trimestrielles en pourcentage														
2016 T2	0,3	0,4	0,4	0,3	1,2	-0,6	1,0	5,9	-	-	1,2	1,6		
T3	0,4	0,4	0,4	0,1	0,0	1,5	0,4	-5,0	-	-	0,4	0,3		
T4	0,5	1,4	0,4	0,3	3,4	0,1	-0,4	17,5	-	-	1,7	3,8		
2017 T1	0,6	0,6	0,3	0,4	1,3	.	.	.	-	-	1,2	1,3		
variations annuelles en pourcentage														
2014	1,2	1,3	0,8	0,7	1,6	-0,9	4,6	3,4	-	-	4,4	4,9		
2015	2,0	1,9	1,8	1,3	3,2	1,4	4,7	5,6	-	-	6,2	6,3		
2016	1,8	2,2	2,1	1,8	3,7	2,4	3,8	7,0	-	-	3,0	4,1		
2016 T2	1,6	2,3	2,0	2,0	3,7	1,9	5,2	6,2	-	-	2,7	4,2		
T3	1,8	1,9	1,9	1,7	2,5	2,6	3,9	-0,2	-	-	2,8	3,2		
T4	1,8	2,6	2,0	1,4	5,1	1,9	1,1	19,9	-	-	3,8	5,7		
2017 T1	1,9	2,8	1,6	1,0	6,0	.	.	.	-	-	4,6	7,1		
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage														
2016 T2	0,3	0,4	0,2	0,1	0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,1	-0,1	-	-		
T3	0,4	0,4	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1	-	-		
T4	0,5	1,4	0,2	0,1	0,7	0,0	0,0	0,7	0,4	-0,8	-	-		
2017 T1	0,6	0,6	0,2	0,1	0,3	.	.	.	0,1	0,0	-	-		
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage														
2014	1,2	1,3	0,4	0,1	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,4	0,0	-	-		
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	-	-		
2016	1,8	2,1	1,1	0,4	0,7	0,2	0,2	0,3	-0,1	-0,3	-	-		
2016 T2	1,6	2,2	1,1	0,4	0,7	0,2	0,3	0,2	-0,1	-0,5	-	-		
T3	1,8	1,8	1,1	0,3	0,5	0,3	0,2	0,0	-0,1	0,0	-	-		
T4	1,8	2,5	1,1	0,3	1,0	0,2	0,1	0,8	0,1	-0,7	-	-		
2017 T1	1,9	2,7	0,9	0,2	1,2	.	.	.	0,4	-0,8	-	-		

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)												
2014	9 109,0	150,3	1 780,3	460,9	1 713,7	417,9	460,9	1 045,5	980,7	1 777,5	321,3	1 034,5
2015	9 402,4	151,4	1 890,8	468,0	1 765,6	430,6	460,4	1 067,0	1 025,1	1 816,2	327,3	1 071,5
2016	9 637,4	149,2	1 928,2	486,6	1 817,1	445,2	449,4	1 093,6	1 068,5	1 863,5	336,1	1 108,0
2016 T2	2 396,8	36,7	477,6	121,1	451,7	110,8	112,5	272,4	266,3	464,0	83,7	275,7
T3	2 411,8	37,2	481,3	121,9	454,3	111,7	112,2	274,0	267,8	467,2	84,1	277,5
T4	2 434,2	38,6	487,1	122,9	459,9	112,5	111,3	276,6	270,3	470,4	84,6	281,0
2017 T1	2 446,3	38,8	488,4	124,3	463,1	112,5	111,8	277,9	273,4	471,4	84,9	283,3
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2016	100,0	1,5	20,0	5,0	18,9	4,6	4,7	11,3	11,1	19,3	3,5	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2016 T2	0,3	-0,6	0,1	0,2	0,4	1,0	-0,6	0,2	1,3	0,3	0,0	0,4
T3	0,4	-0,6	0,7	0,3	0,4	1,4	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5
T4	0,5	0,1	0,7	0,2	0,7	0,3	-0,3	0,4	0,6	0,4	0,2	0,9
2017 T1	0,6	2,1	0,2	1,1	0,6	0,7	0,9	0,5	1,2	0,2	0,3	0,8
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2014	1,2	1,5	2,5	-1,2	1,3	3,8	-1,3	0,6	2,7	0,5	0,1	1,2
2015	1,9	0,5	4,1	0,1	1,8	3,0	0,1	0,7	2,8	0,9	0,1	3,2
2016	1,6	-1,6	1,6	1,7	2,3	3,0	-0,2	0,9	3,1	1,2	1,1	2,7
2016 T2	1,5	-1,3	1,3	1,6	2,2	2,6	-0,7	0,9	3,6	1,0	1,1	2,5
T3	1,7	-1,9	1,3	2,2	2,2	3,4	-0,2	1,0	3,1	1,3	1,2	2,8
T4	1,8	-2,5	2,0	1,5	2,5	3,5	-0,4	1,0	2,9	1,5	1,3	2,1
2017 T1	1,8	1,0	1,7	1,8	2,2	3,5	-0,1	1,3	3,4	1,2	1,1	2,6
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2016 T2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
T3	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
T4	0,5	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2017 T1	0,6	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2014	1,2	0,0	0,5	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,0	0,8	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,6	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016 T2	1,5	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
T3	1,7	0,0	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
T4	1,8	0,0	0,4	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017 T1	1,8	0,0	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2	0,4	0,2	0,0	-

Sources: Eurostat et calculs de la BCE.

### 3 Activité économique

#### 3.3 Emploi<sup>1)</sup>

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique										
		Salariés	Tra-vailleurs indé-pendants	Agri-culture, sylvicul-ture et pêche	Industrie manu-fac-turière, énergie et services publics	Con-struction	Commerce, trans-port, héberge-ment et restauration	Informa-tion et communica-tion	Activités finan-cières et d'assu-rance	Activités immobi-lières	Activités spéciali-sées de ser-vices aux entre-prises et de soutien	Adminis-tration publique, ensei-gnement, santé et action sociale	Arts, spec-tacles et autres activités de ser-vices	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Personnes employées														
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>														
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,1	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,1	24,2	7,1	
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,1	7,1	
2016	100,0	85,4	14,6	3,2	14,8	6,0	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,1	7,0	
<i>variations annuelles en pourcentage</i>														
2014	0,6	0,6	0,1	0,0	-0,4	-1,7	0,7	0,6	-0,8	0,8	2,1	1,0	0,5	
2015	1,0	1,2	0,0	-1,0	0,2	0,1	1,2	1,2	-0,4	1,8	3,1	1,0	0,9	
2016	1,3	1,5	-0,2	-0,5	0,5	0,0	1,7	2,2	-0,1	1,6	2,8	1,2	0,8	
2016 T1	1,4	1,7	-0,6	-1,4	0,7	0,0	1,7	2,2	-0,2	1,6	3,3	1,2	1,5	
T2	1,4	1,7	-0,2	-0,8	0,6	-0,3	2,0	2,0	0,1	1,2	2,9	1,3	1,1	
T3	1,2	1,5	0,0	-0,1	0,5	0,0	1,7	2,0	0,0	1,9	2,7	1,2	0,5	
T4	1,2	1,3	0,3	0,2	0,4	0,5	1,6	2,4	-0,2	1,7	2,5	1,0	0,2	
Heures travaillées														
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>														
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,7	2,9	2,7	1,0	12,8	22,0	6,3	
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	21,9	6,3	
2016	100,0	80,7	19,3	4,3	15,4	6,7	25,8	2,9	2,6	1,0	13,2	21,9	6,3	
<i>variations annuelles en pourcentage</i>														
2014	0,5	0,8	-0,5	-0,5	0,0	-1,4	0,4	0,6	-0,9	0,6	2,2	1,1	0,2	
2015	1,2	1,4	0,0	0,0	0,6	0,7	0,9	2,3	-0,3	2,2	3,2	1,1	0,9	
2016	1,1	1,4	0,1	-0,2	0,6	-0,1	1,6	2,0	0,1	1,4	2,8	0,8	0,6	
2016 T1	1,5	1,8	-0,1	0,0	1,0	0,3	1,7	2,5	0,0	1,5	3,8	0,9	1,2	
T2	1,5	1,6	0,9	0,1	0,9	0,0	2,1	2,3	0,8	1,9	3,4	0,9	0,9	
T3	1,0	1,2	-0,1	-0,3	0,4	-0,2	1,7	1,6	0,0	1,4	2,2	0,6	-0,1	
T4	0,9	1,1	0,0	-0,3	0,5	-0,5	1,2	1,8	-0,3	1,1	2,0	0,9	-0,1	
Heures travaillées par personne employée														
<i>variations annuelles en pourcentage</i>														
2014	0,0	0,1	-0,6	-0,6	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,3	
2015	0,1	0,2	0,0	1,0	0,4	0,7	-0,2	1,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,0	
2016	-0,1	-0,1	0,3	0,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,2	-0,1	0,0	-0,3	-0,2	
2016 T1	0,1	0,1	0,6	1,5	0,3	0,3	0,0	0,3	0,2	0,0	0,4	-0,3	-0,3	
T2	0,1	-0,1	1,1	0,9	0,3	0,3	0,1	0,2	0,7	0,7	0,5	-0,4	-0,2	
T3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,4	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7	
T4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,5	0,2	-0,9	-0,4	-0,5	-0,1	-0,6	-0,4	-0,1	-0,3	

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)

	Popula- tion active, millions <sup>1)</sup>	Sous- emploi, % de la popu- lation active <sup>1)</sup>	Chômage												Taux de vacance d'em- ploi <sup>2)</sup>
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active <sup>1)</sup>	Par âge				Par sexe					
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes	Jeunes	Hommes	Femmes	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% du total en 2016			100,0		81,8	18,2		52,2		47,8					
2014	160,334	4,6	18,637	11,6	6,1	15,217	10,4	3,420	23,7	9,932	11,5	8,705	11,8	1,4	
2015	160,600	4,6	17,443	10,9	5,6	14,293	9,8	3,150	22,3	9,252	10,7	8,191	11,0	1,5	
2016	161,974	4,3	16,224	10,0	5,0	13,273	9,0	2,950	20,9	8,470	9,7	7,754	10,4	1,7	
2016 T2	161,849	4,5	16,461	10,2	5,1	13,449	9,1	3,012	21,2	8,552	9,8	7,909	10,6	1,7	
T3	162,465	4,1	16,082	9,9	4,8	13,162	8,9	2,920	20,6	8,382	9,6	7,700	10,3	1,6	
T4	162,570	4,2	15,746	9,7	4,9	12,880	8,7	2,866	20,3	8,244	9,4	7,502	10,0	1,7	
2017 T1	.	.	15,373	9,5	.	12,656	8,5	2,717	19,3	7,962	9,1	7,411	9,9	1,9	
2016 Novembre	-	-	15,795	9,7	-	12,895	8,7	2,899	20,5	8,291	9,5	7,503	10,0	-	
Décembre	-	-	15,607	9,6	-	12,769	8,6	2,838	20,1	8,130	9,3	7,477	10,0	-	
2017 Janvier	-	-	15,514	9,5	-	12,738	8,6	2,776	19,7	8,047	9,2	7,467	9,9	-	
Février	-	-	15,331	9,4	-	12,626	8,5	2,705	19,3	7,942	9,1	7,389	9,8	-	
Mars	-	-	15,273	9,4	-	12,604	8,5	2,669	19,0	7,897	9,0	7,376	9,8	-	
Avril	-	-	15,040	9,3	-	12,423	8,4	2,617	18,7	7,729	8,9	7,311	9,7	-	

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					Cons- truction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes mensuelles dans l'industrie cvs)	Ventes au détail					Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières	
	Total (hors construction)		Principaux secteurs industriels					Total	Produits alimen- taires, bois sons, tabac	Produits non alimen- taires (données cvs)	Carburants			
	Industrie manu- facturière	Biens inter- médiaires	Biens d'équi- pement	Biens de consom- mation	Énergie			100,0	100,0	100,0	100,0	100,0		
% du total en 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0		
variations annuelles en pourcentage														
2014	0,8	1,7	1,1	1,8	2,6	-5,3	2,0	3,1	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8	
2015	2,1	2,3	1,0	3,6	2,5	0,8	-0,8	3,6	3,2	1,7	4,2	2,4	8,8	
2016	1,4	1,5	1,8	1,6	1,1	0,1	2,2	0,3	2,2	1,3	3,0	1,8	7,2	
2016 T2	1,0	1,1	1,2	1,3	1,0	-0,8	0,3	-2,4	2,0	0,6	3,0	2,2	8,6	
T3	0,9	1,2	1,6	0,8	1,2	-0,5	3,4	-0,2	1,4	1,3	1,5	2,4	6,4	
T4	2,3	1,8	2,4	1,7	1,3	5,4	2,3	3,3	2,6	1,6	3,6	1,3	4,1	
2017 T1	1,2	1,1	2,0	1,0	-0,7	1,9	1,7	5,5	2,0	1,0	2,8	0,7	4,8	
2016 Novembre	3,4	3,0	3,0	3,4	2,7	6,5	0,8	2,5	3,0	1,7	4,2	2,1	4,5	
Décembre	2,7	2,0	3,8	0,5	1,8	7,4	3,5	4,9	1,7	0,8	2,6	0,4	3,4	
2017 Janvier	0,4	-0,6	0,7	-1,5	-2,5	7,7	-5,5	3,0	1,6	1,1	1,8	1,4	3,7	
Février	1,4	1,0	2,0	1,5	-1,8	2,5	5,5	6,4	1,9	1,0	2,7	0,8	4,8	
Mars	1,9	2,6	3,2	2,7	1,9	-4,8	3,6	7,1	2,5	1,1	4,0	-0,1	5,5	
Avril	.	.	.	.	.	.	.	2,5	2,1	3,4	-1,6	4,3	.	
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)														
2016 Novembre	1,7	1,7	1,9	0,4	2,1	1,5	0,4	0,6	-0,1	-0,5	-0,1	0,4	2,4	
Décembre	-1,0	-0,9	0,1	-2,2	-0,2	-1,5	0,2	3,1	-0,4	0,0	-0,2	-0,4	2,2	
2017 Janvier	0,2	-0,2	-1,0	1,0	-1,3	2,8	-2,7	-2,9	0,1	0,0	-0,3	0,5	0,8	
Février	-0,1	0,4	1,2	1,0	-1,2	-4,9	5,5	2,1	0,6	0,3	0,8	-0,4	0,8	
Mars	-0,1	0,4	0,3	0,2	2,0	-3,2	-1,1	0,9	0,2	-0,1	0,8	0,0	-0,5	
Avril	.	.	.	.	.	.	.	0,1	0,6	-0,4	-0,8	0,1	.	

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

### 3 Activité économique

#### 3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)								Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Indicateur de confiance dans l'industrie	Secteur manufacturier	Indicateur de confiance des consommateurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du commerce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière	Production dans le secteur manufacturier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production	
						Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,0	-6,1	80,7	-12,8	-13,6	-8,7	7,0	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2014	101,4	-3,8	80,5	-10,2	-26,6	-3,1	4,7	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,3	-22,4	1,6	9,2	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,8	-2,6	81,9	-7,8	-16,6	1,5	11,2	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3
2016 T2	104,2	-3,4	81,6	-7,9	-18,4	1,8	11,2	89,0	52,0	53,0	53,1	53,1
T3	104,2	-2,9	82,0	-8,3	-16,0	0,3	10,3	89,3	52,1	53,7	52,6	52,9
T4	106,9	-0,6	82,4	-6,5	-13,1	1,8	12,4	89,4	54,0	54,9	53,5	53,8
2017 T1	108,0	1,1	82,6	-5,5	-11,0	2,0	13,2	89,4	55,6	56,9	55,1	55,6
2016 Décembre	107,8	0,0	-	-5,2	-12,1	3,5	13,0	-	54,9	56,1	53,7	54,4
2017 Janvier	108,0	0,8	82,5	-4,9	-12,9	2,3	12,9	89,4	55,2	56,1	53,7	54,4
Février	108,0	1,3	-	-6,4	-10,1	1,8	13,9	-	55,4	57,3	55,5	56,0
Mars	108,0	1,3	-	-5,1	-9,9	1,8	12,8	-	56,2	57,5	56,0	56,4
Avril	109,7	2,6	82,6	-3,6	-6,0	3,1	14,2	89,4	56,7	57,9	56,4	56,8
Mai	109,2	2,8	-	-3,3	-5,7	2,0	13,0	-	57,0	58,3	56,3	56,8

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

#### 3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières (prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

Taux d'épargne (brut) <sup>1)</sup>	Ménages							Sociétés non financières					
	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Valeur nette <sup>2)</sup>	Patrimoine immobilier	Participation aux bénéfices <sup>3)</sup>	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette <sup>4)</sup>	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Financement	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	12,5	95,6	-0,5	1,1	-5,0	1,0	-1,2	32,6	4,4	129,6	2,1	-0,4	0,7
2014	12,6	94,7	0,7	1,8	1,0	2,6	1,0	33,0	4,9	131,0	2,6	6,8	1,4
2015	12,4	94,0	1,8	2,1	2,5	3,3	2,3	34,5	6,6	133,1	3,9	2,8	2,1
2016 T1	12,4	93,5	2,4	1,9	3,9	1,9	3,1	34,1	6,8	132,1	3,9	4,3	2,1
T2	12,5	93,5	2,4	2,2	6,6	3,1	3,6	33,9	7,0	133,3	3,7	3,8	2,0
T3	12,5	93,5	1,6	2,2	5,7	4,2	3,9	34,0	7,3	132,1	3,4	3,8	1,8
T4	12,3	93,5	1,2	2,0	5,6	4,4	4,4	33,9	7,4	133,4	3,4	8,1	1,8

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 <sup>1)</sup>		
		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
2016	T2	895,0	793,4	101,6	519,9	421,1	193,0	178,1	155,7	139,1	26,5	55,1	7,1	7,3
	T3	902,5	812,8	89,6	524,3	431,4	197,0	177,6	154,6	136,4	26,7	67,4	6,6	5,5
	T4	935,2	861,1	74,1	542,4	453,3	199,8	204,8	165,2	138,7	27,9	64,4	9,5	10,1
2017	T1	940,6	842,4	98,2	555,8	471,9	204,5	179,0	153,0	134,9	27,3	56,6	6,7	6,3
2016	Octobre	307,4	284,9	22,5	176,9	149,1	67,0	68,3	54,5	45,6	9,0	21,9	1,9	2,7
	Novembre	315,6	288,4	27,3	181,8	151,6	66,6	69,0	58,4	45,9	8,9	21,9	2,3	2,8
	Décembre	312,2	287,8	24,4	183,7	152,6	66,2	67,5	52,3	47,1	10,1	20,6	5,3	4,6
2017	Janvier	313,2	286,9	26,3	182,8	157,3	67,4	63,6	53,9	43,0	9,1	23,1	2,0	2,2
	Février	313,8	276,0	37,8	186,3	156,9	69,1	59,0	49,7	45,9	8,7	14,2	2,8	1,6
	Mars	313,6	279,5	34,1	186,7	157,7	68,0	56,5	49,4	46,0	9,5	19,4	1,9	2,5
		flux cumulés sur 12 mois												
2017	Mars	3 673,3	3 309,8	363,6	2 142,4	1 777,7	794,3	739,5	628,4	549,0	108,3	243,6	29,9	29,2
		flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB												
2017	Mars	34,0	30,6	3,4	19,8	16,4	7,3	6,8	5,8	5,1	1,0	2,3	0,3	0,3

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

#### 3.9 Échanges de biens de la zone euro <sup>1)</sup>, valeurs et volumes par groupes de produits <sup>2)</sup>

(données cvs, sauf indication contraire)

	Total (données brutes)		Exportations (FAB)						Importations (CAF)					
	Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés	Total			Pour mémoire :				
			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole			
			1	2	3	7	8	9	10	11	12	13		
<b>Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</b>														
2016	T2	0,0	-3,4	504,6	231,6	106,1	153,4	425,1	433,5	237,3	72,6	115,9	322,4	41,9
	T3	-0,1	-1,7	508,9	237,2	103,3	154,2	426,3	443,2	244,1	72,3	117,4	327,8	43,8
	T4	2,2	2,3	525,3	244,5	108,4	157,4	439,4	460,0	256,4	74,0	119,1	334,1	50,3
2017	T1	10,2	12,4	537,1				447,2	479,8				338,6	
2016	Octobre	-4,5	-2,8	170,3	79,0	34,7	51,5	141,7	150,6	83,0	24,9	39,4	110,5	16,1
	Novembre	5,5	5,3	175,8	82,3	35,1	53,2	147,0	153,5	86,1	24,1	39,8	111,8	16,5
	Décembre	6,1	4,7	179,2	83,1	38,6	52,7	150,7	155,9	87,3	25,0	39,9	111,8	17,7
2017	Janvier	12,6	17,3	177,3	84,5	34,8	53,2	145,9	161,9	93,0	25,9	39,6	113,8	21,0
	Février	4,9	6,4	178,7	85,1	35,7	52,6	149,6	159,9	92,3	25,2	39,0	113,1	20,7
	Mars	13,1	13,7	181,1				151,6	158,0				111,7	
<b>Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</b>														
2016	T2	2,4	5,1	118,0	114,3	117,7	123,9	117,7	108,2	107,0	107,0	111,4	111,3	99,8
	T3	0,7	1,8	118,2	116,1	113,5	124,0	117,3	109,2	108,1	106,3	111,8	112,2	100,8
	T4	1,4	0,7	120,4	118,1	118,0	124,8	119,8	109,6	108,7	105,9	111,5	112,0	105,2
2017	T1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2016	Septembre	2,7	1,2	118,6	117,4	113,7	124,3	118,0	108,7	107,9	104,6	111,5	111,5	97,7
	Octobre	-4,8	-2,1	118,1	115,2	113,9	124,3	116,8	109,5	108,0	108,3	111,9	112,5	104,0
	Novembre	4,7	4,6	121,0	119,8	115,4	126,0	120,2	110,7	110,8	104,7	111,9	113,0	108,2
	Décembre	4,7	-0,3	122,0	119,2	124,9	124,2	122,4	108,6	107,4	104,8	110,8	110,6	103,3
2017	Janvier	8,8	6,4	119,6	119,4	113,3	124,1	117,7	109,9	111,1	107,8	107,3	111,1	113,6
	Février	0,7	-3,7	120,4	120,6	115,5	122,3	120,7	109,0	110,3	104,8	107,6	111,0	112,9

Sources: BCE et Eurostat.

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

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

## 4 Prix et coûts

### 4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé<sup>1)</sup>

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total				Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) <sup>2)</sup>						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)	Services			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2017		100,0	100,0	70,9	55,4	44,6	100,0	12,1	7,5	26,3	9,5	44,6	86,8	13,2

2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,2
2016 T2	100,4	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,4	0,2	1,0	0,0	2,0	0,2	-0,1	0,0
T3	100,3	0,3	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,1	1,1	0,0	0,3	0,4	0,3	0,3
T4	101,0	0,7	0,8	0,4	1,1	0,4	0,3	0,0	0,1	2,4	0,3	0,8	0,3
2017 T1	101,0	1,8	0,8	2,3	1,1	0,6	0,3	1,9	0,1	3,3	0,3	2,0	0,5
2016 Décembre	101,3	1,1	0,9	1,0	1,3	0,4	0,1	0,7	0,0	1,8	0,3	1,3	0,3
2017 Janvier	100,5	1,8	0,9	2,2	1,2	0,3	0,1	0,8	0,1	2,5	0,0	2,0	0,4
Février	100,8	2,0	0,9	2,6	1,3	0,2	0,1	1,7	-0,1	-0,2	0,2	2,2	0,5
Mars	101,7	1,5	0,7	2,0	1,0	-0,1	0,1	-1,6	0,0	-0,8	0,1	1,7	0,7
Avril	102,0	1,9	1,2	1,9	1,8	0,2	0,2	-0,5	0,0	0,3	0,4	2,0	1,3
Mai <sup>3)</sup>	101,9	1,4	0,9	.	1,3	-0,1	0,4	-0,1	0,0	-1,2	-0,1	.	.

	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						
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% du total en 2017	19,6	12,1	7,5	35,8	26,3	9,5	10,7	6,5	7,3	3,2	15,1	8,2	
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3	
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2	
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	
2016 T2	0,9	0,5	1,4	-1,9	0,5	-7,7	1,1	1,0	0,6	0,0	1,3	1,2	
T3	1,1	0,5	2,1	-1,3	0,3	-5,1	1,1	1,0	0,9	0,0	1,5	1,3	
T4	0,8	0,6	1,0	0,2	0,3	0,2	1,2	1,2	1,2	-0,1	1,3	1,2	
2017 T1	2,0	0,9	4,0	2,4	0,3	8,2	1,3	1,2	1,7	-1,1	1,4	0,7	
2016 Décembre	1,2	0,7	2,1	0,9	0,3	2,6	1,2	1,3	1,4	-0,3	1,6	1,2	
2017 Janvier	1,8	0,7	3,5	2,5	0,5	8,1	1,3	1,3	1,3	-1,0	1,7	0,7	
Février	2,5	0,8	5,3	2,6	0,2	9,3	1,2	1,2	1,9	-0,9	1,7	0,8	
Mars	1,8	1,0	3,1	2,1	0,3	7,4	1,3	1,2	1,9	-1,2	0,9	0,8	
Avril	1,5	1,1	2,2	2,2	0,3	7,6	1,3	1,3	3,3	-1,2	2,8	0,8	
Mai <sup>3)</sup>	1,5	1,5	1,6	.	0,3	4,6	.	.	.	.	.	.	

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](https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/menus/documents/bulletin-economique-bce_3_2016-05.pdf)).

3) Estimation fondée sur des données nationales provisoires ainsi que sur des informations préliminaires sur les prix de l'énergie.

## 4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production dans l'industrie hors construction <sup>1)</sup>										Construction	Prix de l'immobilier résidentiel <sup>2)</sup>	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commercial <sup>2)</sup>			
	Total (indice : 2010 = 100)	Total		Industrie hors construction et énergie					Énergie							
		Secteur manufac-	tureur	Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équipement	Biens de consommation									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
% du total en 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	13,8	8,9	27,9	.	.	.			
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,1	0,3	-4,3	0,3	0,4	1,4			
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-0,9	0,1	-8,2	0,2	1,6	4,5			
2016	101,6	-2,3	-1,5	-0,5	-1,7	0,4	0,0	0,0	0,1	-6,9	0,4	3,3	5,4			
2016 T2	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,7	0,4	-0,5	-0,7	0,1	-10,7	0,2	3,1	3,1			
T3	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	0,0	0,2	-5,9	0,4	3,4	8,8			
T4	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,3	0,1	0,4	1,1	3,8	4,3			
2017 T1	104,7	4,1	4,0	2,0	3,1	0,8	1,7	2,6	0,2	10,0	.	.	.			
2016 Novembre	102,9	0,0	0,5	0,4	0,1	0,5	0,7	1,3	0,2	-0,8	-	-	-			
Décembre	103,7	1,6	2,3	0,9	0,8	0,6	1,1	1,8	0,0	3,8	-	-	-			
2017 Janvier	104,8	3,9	3,7	1,5	2,1	0,8	1,5	2,2	0,2	10,4	-	-	-			
Février	104,8	4,5	4,4	2,1	3,4	0,8	1,7	2,6	0,2	11,4	-	-	-			
Mars	104,5	3,9	4,0	2,4	3,9	0,9	1,9	3,0	0,3	8,3	-	-	-			
Avril	104,5	4,3	3,9	2,5	4,0	0,9	2,3	3,4	0,3	9,1	-	-	-			

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

1) Ventes domestiques uniquement.

2) 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](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 <sup>1)</sup>	Importations <sup>1)</sup>		Pondération fondée sur les importations <sup>2)</sup>			Pondération fondée sur l'utilisation <sup>2)</sup>			
			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	
2014	104,6	0,9	0,6	0,5	0,8	0,7	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4	
2015	105,9	1,2	0,3	0,2	0,5	0,7	0,2	-1,8	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7	
2016	106,7	0,8	0,5	0,3	0,7	0,8	-1,4	-2,4	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9	
2016 T2	106,5	0,8	0,2	0,0	0,6	0,6	-2,5	-4,2	40,8	-9,0	-5,7	-12,5	-12,5	-12,6	-12,3	
T3	106,7	0,7	0,6	0,2	0,7	0,7	-1,6	-2,2	41,0	-0,5	-2,1	1,4	-5,8	-10,6	1,3	
T4	107,2	0,7	0,8	0,8	0,8	1,2	0,0	0,1	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5	
2017 T1	107,2	0,7	1,2	1,6	1,0	1,7	2,7	4,3	50,8	18,3	5,9	33,2	13,0	0,1	32,4	
2016 Décembre	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	15,7	3,9	30,2	10,6	-1,4	28,8	
2017 Janvier	-	-	-	-	-	-	-	-	51,6	19,2	7,2	34,0	13,1	0,9	32,0	
Février	-	-	-	-	-	-	-	-	52,2	21,4	8,0	37,4	15,5	1,7	36,0	
Mars	-	-	-	-	-	-	-	-	48,7	14,6	2,7	28,5	10,5	-2,2	29,3	
Avril	-	-	-	-	-	-	-	-	49,6	11,4	1,2	23,2	9,9	-0,5	24,8	
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	46,0	6,8	-2,5	17,8	7,0	-1,7	19,7	

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
1999-2013	4,7	-	-	-2,0	34,9	57,7	56,7	-	49,9
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,4	15,0	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,8	1,3	2,7	-13,2	-0,3	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-0,4	1,7	4,4	-7,3	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2016 T2	-1,0	1,9	4,6	-8,1	-1,4	47,5	54,4	48,5	49,0
T3	-0,2	1,0	4,5	-6,6	0,5	51,4	54,0	49,6	49,8
T4	4,6	3,1	4,9	-5,4	2,4	58,6	54,9	51,6	50,5
2017 T1	9,0	5,5	6,4	-3,7	12,9	67,8	56,7	55,0	51,4
2016 Décembre	5,4	4,0	4,9	-5,1	3,7	63,2	56,0	52,5	51,4
2017 Janvier	8,3	4,9	6,7	-5,1	9,2	67,0	56,4	54,0	50,9
Février	9,0	6,3	6,4	-3,1	13,8	68,3	56,9	55,4	51,1
Mars	9,6	5,1	6,1	-2,9	15,6	68,1	56,8	55,6	52,2
Avril	8,2	5,5	6,7	2,3	13,5	67,1	56,5	55,4	51,7
Mai	8,2	3,7	5,4	-0,6	11,8	62,0	55,9	54,1	51,7

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

### 4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2012 = 100) 1	Total 2	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés <sup>1)</sup> 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		69,3
2014	102,6	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	1,7
2015	104,2	1,5	1,9	0,5	1,5	1,6	1,5
2016	105,7	1,4	1,4	1,4	1,3	1,6	1,4
2016 T2	109,1	1,1	0,9	1,4	0,9	1,3	1,5
T3	102,5	1,4	1,6	1,1	1,2	1,7	1,5
T4	112,2	1,6	1,6	1,5	1,7	1,5	1,4
2017 T1	.	.	.	.	.	.	1,5

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](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) pour plus de détails).

## 4 Prix et coûts

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

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

	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Par activité économique									
			Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie 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- tration publique, enseigne- ment, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Coûts unitaires de main-d'œuvre												
2014	104,5	0,7	-1,3	-0,9	1,2	0,5	-0,9	2,2	1,7	1,0	1,6	1,5
2015	104,8	0,3	-0,1	-2,2	0,8	0,8	0,8	0,2	3,6	1,9	1,2	1,8
2016	105,7	0,8	1,8	0,1	-0,2	0,7	0,7	1,6	4,1	1,1	1,4	1,8
2016 T1	105,5	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,9	0,9	1,4	4,5	2,1	1,6	2,7
T2	105,6	0,9	1,5	0,0	-0,6	1,2	1,2	1,8	3,8	0,6	1,6	1,8
T3	105,8	0,8	2,0	0,3	-0,6	0,7	0,7	1,8	3,8	0,6	1,4	1,5
T4	106,1	0,8	3,8	-0,4	-0,5	0,6	0,6	1,4	4,3	1,1	1,2	1,5
Rémunération par tête												
2014	106,5	1,3	0,2	2,0	1,8	1,1	2,2	1,7	1,5	1,6	1,1	1,1
2015	107,9	1,3	1,4	1,7	0,8	1,5	2,4	0,6	2,5	1,6	1,1	1,0
2016	109,3	1,3	0,7	1,1	1,4	1,3	1,2	1,4	3,4	1,4	1,5	2,1
2016 T1	108,9	1,3	0,7	1,3	1,3	1,3	1,3	1,7	3,6	1,5	1,3	2,1
T2	109,1	1,2	1,0	0,8	1,3	1,3	1,2	1,0	3,5	1,3	1,3	1,8
T3	109,5	1,3	0,2	1,2	1,6	1,2	1,0	1,6	2,8	1,0	1,6	2,2
T4	110,1	1,5	1,1	1,2	1,6	1,5	1,3	1,2	3,5	1,6	1,7	2,5
Productivité par personne employée												
2014	102,0	0,7	1,5	2,9	0,5	0,6	3,1	-0,5	-0,2	0,5	-0,5	-0,4
2015	102,9	1,0	1,5	4,0	0,0	0,7	1,8	0,4	-1,0	-0,3	-0,1	-0,8
2016	103,4	0,5	-1,1	1,0	1,6	0,6	0,8	-0,2	-0,7	0,3	0,0	0,3
2016 T1	103,3	0,3	0,4	1,1	1,4	0,4	0,1	0,3	-0,9	-0,5	-0,3	-0,6
T2	103,2	0,2	-0,5	0,7	1,9	0,1	0,5	-0,8	-0,3	0,7	-0,3	0,0
T3	103,5	0,5	-1,8	0,8	2,2	0,5	1,4	-0,1	-0,9	0,4	0,2	0,7
T4	103,8	0,7	-2,6	1,6	1,1	0,9	1,1	-0,2	-0,7	0,4	0,5	1,0
Rémunération par heure travaillée												
2014	108,5	1,2	1,2	1,5	1,4	1,2	2,1	1,7	1,3	1,2	0,9	1,2
2015	109,7	1,1	1,3	1,2	0,1	1,4	1,2	0,7	2,1	1,3	1,0	1,0
2016	111,3	1,5	0,2	1,0	1,8	1,4	1,3	1,3	3,6	1,3	1,8	2,7
2016 T1	110,5	1,2	-1,0	0,9	1,2	1,2	1,0	1,4	3,0	1,0	1,6	2,6
T2	110,7	1,2	0,1	0,4	1,3	1,3	0,9	0,7	3,2	1,1	1,9	2,5
T3	111,3	1,6	0,7	1,2	2,2	1,1	1,3	1,7	3,6	1,2	2,1	3,3
T4	112,1	1,8	1,3	1,0	2,3	1,9	1,8	1,4	4,8	1,7	1,7	3,2
Productivité horaire du travail												
2014	104,2	0,7	2,1	2,5	0,2	0,9	3,1	-0,4	0,0	0,4	-0,6	-0,1
2015	105,0	0,8	0,5	3,5	-0,6	0,9	0,7	0,3	-1,5	-0,3	-0,2	-0,8
2016	105,7	0,6	-1,4	1,0	1,8	0,7	1,0	-0,4	-0,5	0,3	0,4	0,5
2016 T1	105,3	0,2	-1,0	0,8	1,1	0,4	-0,2	0,1	-0,8	-1,0	0,0	-0,3
T2	105,1	0,2	-1,4	0,4	1,6	0,1	0,3	-1,5	-1,0	0,2	0,2	0,2
T3	105,6	0,8	-1,6	0,9	2,4	0,5	1,8	-0,2	-0,4	0,9	0,7	1,4
T4	106,0	1,0	-2,2	1,5	2,0	1,3	1,7	-0,1	-0,1	0,9	0,5	1,3

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

## 5 Monnaie et crédit

### 5.1 Agrégats monétaires<sup>1)</sup>

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Pensions		Parts de fonds d'investissement monétaires		Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans	
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois			7	8	9	10	11	12
Encours												
2014	969,5	4 970,5	5 939,9	1 581,7	2 147,6	3 729,4	9 669,3	121,5	422,2	107,3	651,0	10 320,3
2015	1 036,5	5 566,3	6 602,8	1 439,2	2 159,8	3 599,1	10 201,8	74,6	479,0	73,6	627,2	10 829,1
2016	1 073,1	6 117,0	7 190,1	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	519,6	96,7	686,7	11 373,0
2016 T2	1 054,6	5 821,2	6 875,8	1 411,0	2 170,0	3 581,0	10 456,8	84,2	481,7	94,8	660,7	11 117,5
T3	1 066,6	5 946,7	7 013,3	1 393,3	2 172,6	3 565,8	10 579,2	80,5	494,2	93,9	668,6	11 247,8
T4	1 073,1	6 117,0	7 190,1	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	519,6	96,7	686,7	11 373,0
2017 T1	1 088,6	6 303,2	7 391,8	1 306,1	2 180,0	3 486,0	10 877,8	73,5	530,3	104,5	708,4	11 586,2
2016 Novembre	1 075,2	6 069,6	7 144,7	1 350,7	2 171,9	3 522,6	10 667,4	72,5	504,0	99,0	675,6	11 342,9
Décembre	1 073,1	6 117,0	7 190,1	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	519,6	96,7	686,7	11 373,0
2017 Janvier	1 081,8	6 154,8	7 236,6	1 329,8	2 178,1	3 507,8	10 744,4	75,1	513,2	98,6	686,9	11 431,3
Février	1 086,1	6 208,4	7 294,5	1 325,2	2 178,0	3 503,2	10 797,7	66,7	505,9	99,7	672,4	11 470,1
Mars	1 088,6	6 303,2	7 391,8	1 306,1	2 180,0	3 486,0	10 877,8	73,5	530,3	104,5	708,4	11 586,2
Avril <sup>(p)</sup>	1 092,3	6 344,4	7 436,7	1 279,6	2 183,0	3 462,6	10 899,3	73,2	511,5	82,7	667,4	11 566,8
Flux												
2014	59,0	374,9	433,9	-91,8	3,7	-88,1	345,8	3,6	10,4	12,9	26,8	372,7
2015	65,9	562,6	628,5	-135,4	12,3	-123,0	505,5	-48,0	51,4	-26,6	-23,1	482,3
2016	36,7	544,6	581,3	-107,9	16,0	-91,9	489,4	-4,3	40,4	17,9	54,0	543,4
2016 T2	5,0	104,4	109,3	-12,7	7,2	-5,5	103,9	-1,4	15,5	-1,4	12,7	116,6
T3	12,0	127,9	139,9	-15,7	2,3	-13,5	126,5	-3,7	12,9	-2,2	7,1	133,5
T4	6,5	156,2	162,6	-65,4	3,3	-62,1	100,5	-10,4	25,3	2,2	17,2	117,7
2017 T1	15,5	188,7	204,2	-11,7	4,1	-7,6	196,6	3,1	10,8	7,2	21,2	217,8
2016 Novembre	2,8	80,9	83,7	-11,9	-1,3	-13,2	70,5	-2,1	2,0	8,2	8,1	78,6
Décembre	-2,1	46,9	44,7	-28,5	3,8	-24,6	20,1	-2,1	15,5	-2,2	11,2	31,3
2017 Janvier	8,7	41,5	50,2	12,0	2,2	14,2	64,5	4,7	-6,3	1,2	-0,4	64,1
Février	4,3	50,1	54,4	-5,2	-0,2	-5,4	49,0	-8,5	-7,3	1,0	-14,8	34,3
Mars	2,4	97,1	99,5	-18,4	2,0	-16,4	83,1	6,9	24,4	5,1	36,4	119,5
Avril <sup>(p)</sup>	3,7	45,8	49,5	-24,9	3,2	-21,7	27,8	-0,2	-18,8	-22,0	-41,0	-13,2
Taux de croissance												
2014	6,5	8,4	8,0	-5,4	0,2	-2,3	3,7	2,9	2,5	19,3	4,3	3,8
2015	6,8	11,3	10,5	-8,6	0,6	-3,3	5,2	-39,1	12,0	-25,5	-3,5	4,7
2016	3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,4	24,1	8,6	5,0
2016 T2	4,0	9,7	8,8	-4,1	0,6	-1,3	5,1	1,1	9,2	-3,3	6,0	5,1
T3	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,0	13,9	5,7	5,1
T4	3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,4	24,1	8,6	5,0
2017 T1	3,7	10,1	9,1	-7,4	0,8	-2,5	5,1	-14,4	13,9	6,0	9,0	5,3
2016 Novembre	3,8	9,4	8,5	-5,4	0,6	-1,8	4,9	-15,8	4,5	12,5	2,9	4,7
Décembre	3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,4	24,1	8,6	5,0
2017 Janvier	3,6	9,3	8,4	-6,7	0,8	-2,2	4,7	-7,3	8,5	12,4	7,0	4,8
Février	3,9	9,2	8,4	-6,2	0,7	-2,1	4,8	-24,4	7,9	7,9	3,5	4,7
Mars	3,7	10,1	9,1	-7,4	0,8	-2,5	5,1	-14,4	13,9	6,0	9,0	5,3
Avril <sup>(p)</sup>	4,2	10,1	9,2	-8,6	0,9	-2,8	5,1	-16,7	8,5	-15,4	1,5	4,9

Source: BCE.

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

## 5 Monnaie et crédit

### 5.2 Dépôts dans M3<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Ménages <sup>3)</sup>					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension <sup>2)</sup>	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques <sup>4)</sup>	
	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	
<b>Encours</b>														
2014	1 863,4	1 366,3	365,1	112,6	19,4	5 555,6	2 749,5	812,1	1 991,1	2,8	847,2	222,2	332,9	
2015	1 950,8	1 503,1	321,8	117,5	8,4	5 748,9	3 059,7	695,1	1 991,7	2,4	949,7	225,8	364,7	
2016	2 077,2	1 656,4	293,9	118,3	8,6	6 049,8	3 399,6	643,6	2 004,8	1,7	979,5	196,5	380,6	
2016	T2	2 034,8	1 594,2	314,0	118,2	8,4	5 904,1	3 214,2	688,8	1 998,1	3,0	957,0	210,7	379,9
	T3	2 069,0	1 622,9	317,7	119,3	9,1	5 977,7	3 301,8	672,0	2 001,3	2,6	953,9	206,2	386,3
	T4	2 077,2	1 656,4	293,9	118,3	8,6	6 049,8	3 399,6	643,6	2 004,8	1,7	979,5	196,5	380,6
2017	T1	2 170,7	1 743,4	303,6	117,4	6,4	6 139,6	3 503,1	620,0	2 013,7	2,7	972,4	190,9	389,1
2016	Novembre	2 086,3	1 654,7	304,8	118,4	8,5	6 029,6	3 371,5	652,6	2 002,9	2,5	959,4	206,3	383,1
	Décembre	2 077,2	1 656,4	293,9	118,3	8,6	6 049,8	3 399,6	643,6	2 004,8	1,7	979,5	196,5	380,6
2017	Janvier	2 121,3	1 697,8	299,2	117,3	7,0	6 087,8	3 438,6	636,0	2 010,5	2,7	940,9	194,6	392,9
	Février	2 142,8	1 717,2	301,5	117,3	6,8	6 111,8	3 469,5	627,5	2 012,0	2,8	937,0	195,4	391,3
	Mars	2 170,7	1 743,4	303,6	117,4	6,4	6 139,6	3 503,1	620,0	2 013,7	2,7	972,4	190,9	389,1
	Avril <sup>(p)</sup>	2 164,5	1 745,6	294,9	117,2	6,8	6 156,7	3 524,1	611,6	2 017,6	3,4	962,7	199,7	396,7
<b>Flux</b>														
2014	68,7	91,1	-26,7	1,5	2,8	140,7	208,8	-65,0	-1,4	-1,7	52,7	7,3	21,0	
2015	83,9	123,7	-33,5	4,9	-11,2	193,6	303,0	-109,9	0,9	-0,4	84,0	-0,1	30,3	
2016	129,7	153,3	-24,1	0,3	0,2	302,0	335,5	-46,1	13,4	-0,8	29,0	-29,3	17,1	
2016	T2	27,6	36,6	-8,9	1,1	-1,1	75,5	76,2	-5,1	4,0	0,4	-0,8	-8,5	3,7
	T3	35,2	29,9	3,9	0,7	0,7	73,8	87,7	-16,6	3,2	-0,5	-0,2	-4,2	6,2
	T4	5,2	28,6	-21,8	-1,1	-0,5	71,8	93,1	-23,8	3,4	-0,9	21,6	-10,0	-4,9
2017	T1	96,3	88,4	11,1	-1,0	-2,2	90,0	103,9	-23,9	8,8	1,1	-5,6	-5,1	8,6
2016	Novembre	24,0	26,8	-3,3	-1,0	1,5	28,6	36,2	-7,4	0,1	-0,3	23,5	-0,4	-10,1
	Décembre	-9,4	1,2	-10,7	0,0	0,1	19,9	27,9	-9,1	1,9	-0,8	21,9	-9,8	-2,3
2017	Janvier	46,7	43,2	6,1	-1,0	-1,6	38,8	39,6	-7,4	5,6	1,0	-35,6	-1,7	12,3
	Février	19,9	17,9	2,3	0,0	-0,2	22,9	30,4	-9,1	1,5	0,1	-6,3	0,9	-1,2
	Mars	29,7	27,3	2,7	0,0	-0,4	28,3	34,0	-7,4	1,7	-0,1	36,4	-4,3	-2,5
	Avril <sup>(p)</sup>	-2,7	4,1	-7,0	-0,2	0,5	18,2	21,8	-8,2	4,0	0,7	-8,0	9,0	7,3
<b>Taux de croissance</b>														
2014	4,0	7,6	-6,6	1,3	15,9	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-37,8	6,6	3,9	7,0	
2015	4,5	9,0	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	9,7	0,0	9,1	
2016	6,7	10,2	-7,6	0,2	2,2	5,3	11,0	-6,7	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7	
2016	T2	8,0	11,1	-3,0	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	4,0	-8,5	10,3
	T3	7,5	9,9	-1,3	1,8	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	0,9	-5,7	7,7
	T4	6,7	10,2	-7,6	0,2	2,2	5,3	11,0	-6,7	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2017	T1	8,2	11,8	-4,9	-0,3	-32,6	5,3	11,5	-10,0	1,0	2,1	1,6	-12,7	3,6
2016	Novembre	7,1	10,1	-3,8	0,1	-5,3	5,4	11,1	-5,8	0,7	-32,6	0,3	-8,0	3,1
	Décembre	6,7	10,2	-7,6	0,2	2,2	5,3	11,0	-6,7	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2017	Janvier	7,1	10,5	-5,5	-0,1	-26,8	5,5	11,4	-7,7	0,9	-19,8	-1,2	-13,5	5,6
	Février	7,6	10,9	-4,7	-0,3	-26,7	5,4	11,5	-8,9	0,9	-4,8	-2,2	-15,3	5,1
	Mars	8,2	11,8	-4,9	-0,3	-32,6	5,3	11,5	-10,0	1,0	2,1	1,6	-12,7	3,6
	Avril <sup>(p)</sup>	7,1	10,6	-6,7	-0,4	-20,0	5,3	11,4	-11,0	1,2	-5,0	1,4	-7,1	5,2

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 reclassées dans le secteur des sociétés financières. Ces entités figurent dans les statistiques de bilan des IFM parmi les sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension.

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

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

## 5 Monnaie et crédit

### 5.3 Créances sur les résidents de la zone euro<sup>1)</sup>

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

	Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro									Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires					
	Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts					Titres de créance								
					Total	Prêts corrigés <sup>2)</sup>	Aux sociétés non financières <sup>3)</sup>	Aux ménages <sup>4)</sup>	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension <sup>3)</sup>									
Encours																		
2014	3 615,6	1 135,0	2 478,5	12 504,8	10 454,5	10 726,7	4 316,6	5 200,7	808,1	129,0	1 280,0	770,3						
2015	3 904,2	1 112,3	2 789,5	12 599,4	10 512,0	10 807,4	4 290,7	5 307,6	790,1	123,5	1 305,1	782,3						
2016	4 397,6	1 082,0	3 302,4	12 843,0	10 674,1	10 981,8	4 313,4	5 410,1	838,2	112,5	1 384,6	784,3						
2016	T2	4 191,8	1 112,5	3 066,2	12 664,0	10 566,1	10 870,4	4 312,7	5 348,3	801,2	103,9	1 342,5	755,4					
	T3	4 272,2	1 105,2	3 153,7	12 768,5	10 623,5	10 927,4	4 302,5	5 379,3	832,6	109,1	1 364,5	780,5					
	T4	4 397,6	1 082,0	3 302,4	12 843,0	10 674,1	10 981,8	4 313,4	5 410,1	838,2	112,5	1 384,6	784,3					
2017	T1	4 438,5	1 070,4	3 353,9	12 976,8	10 757,7	11 055,7	4 333,8	5 459,2	851,7	112,9	1 426,9	792,2					
2016	Novembre	4 320,9	1 092,5	3 215,0	12 848,3	10 699,2	10 981,6	4 336,1	5 407,4	839,8	115,9	1 378,2	770,8					
	Décembre	4 397,6	1 082,0	3 302,4	12 843,0	10 674,1	10 981,8	4 313,4	5 410,1	838,2	112,5	1 384,6	784,3					
2017	Janvier	4 383,3	1 087,3	3 282,3	12 882,2	10 696,5	10 995,8	4 329,3	5 422,9	829,8	114,6	1 399,5	786,2					
	Février	4 399,6	1 073,3	3 312,5	12 913,4	10 720,0	11 012,1	4 334,6	5 443,9	829,9	111,6	1 400,4	793,0					
	Mars	4 438,5	1 070,4	3 353,9	12 976,8	10 757,7	11 055,7	4 333,8	5 459,2	851,7	112,9	1 426,9	792,2					
	Avril <sup>(p)</sup>	4 466,6	1 074,1	3 378,2	12 958,4	10 743,0	11 043,1	4 337,0	5 467,8	824,0	114,3	1 426,7	788,6					
Flux																		
2014	73,8	16,4	57,4	-101,9	-47,1	-32,4	-60,6	-14,9	16,7	11,7	-89,8	35,0						
2015	284,9	-21,1	305,7	86,9	58,2	75,9	-13,8	98,3	-20,5	-5,7	25,1	3,5						
2016	458,9	-34,9	493,7	316,8	233,4	253,2	78,4	119,8	46,3	-11,1	80,0	3,4						
2016	T2	116,4	-8,9	125,2	54,8	22,1	60,2	19,3	14,5	-6,7	-5,0	31,1	1,6					
	T3	69,3	-7,3	76,3	112,7	70,3	73,6	3,9	33,8	27,5	5,2	20,3	22,1					
	T4	153,2	-20,3	173,6	80,0	61,7	65,3	19,8	35,3	3,4	3,3	17,6	0,7					
2017	T1	74,3	-11,0	84,7	148,8	98,9	92,6	29,1	51,6	17,8	0,5	40,9	8,9					
2016	Novembre	45,3	-7,0	52,2	36,0	37,5	20,7	16,0	18,9	1,3	1,3	5,4	-6,9					
	Décembre	69,1	-7,8	77,1	1,9	-9,5	15,2	-14,9	9,2	-0,3	-3,5	4,5	7,0					
2017	Janvier	20,0	5,2	14,2	52,1	30,5	24,1	18,8	14,0	-4,4	2,1	16,0	5,6					
	Février	7,6	-13,0	20,5	23,9	20,0	12,8	3,8	20,0	-0,9	-3,0	-0,5	4,4					
	Mars	46,8	-3,2	50,0	72,8	48,5	55,8	6,5	17,6	23,0	1,3	25,5	-1,1					
	Avril <sup>(p)</sup>	28,1	3,6	24,3	-7,8	-4,7	-3,2	8,2	11,2	-25,6	1,4	-0,4	-2,7					
Taux de croissance																		
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	1,8	11,9	-6,6	4,4						
2015	7,9	-1,9	12,3	0,7	0,6	0,7	-0,3	1,9	-2,5	-4,4	2,0	0,4						
2016	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,4	1,8	2,3	5,9	-9,0	6,1	0,5						
2016	T2	11,7	-2,8	18,1	1,6	1,2	1,6	1,3	1,9	0,5	-23,6	7,2	-2,9					
	T3	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,4	2,1	5,4	-10,7	3,5	0,8					
	T4	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,4	1,8	2,3	5,9	-9,0	6,1	0,5					
2017	T1	10,2	-4,2	15,7	3,1	2,4	2,7	1,7	2,5	5,2	3,6	8,4	4,4					
2016	Novembre	10,7	-3,0	16,3	2,4	2,1	2,2	1,8	2,1	4,4	-6,7	7,3	-1,0					
	Décembre	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,4	1,8	2,3	5,9	-9,0	6,1	0,5					
2017	Janvier	10,6	-2,9	15,9	2,7	2,2	2,4	1,7	2,4	5,1	-8,6	6,8	2,6					
	Février	9,9	-3,9	15,2	2,6	2,0	2,3	1,4	2,4	4,4	-11,4	6,4	3,6					
	Mars	10,2	-4,2	15,7	3,1	2,4	2,7	1,7	2,5	5,2	3,6	8,4	4,4					
	Avril <sup>(p)</sup>	9,7	-4,2	15,0	2,9	2,2	2,6	1,6	2,6	2,8	1,4	7,7	4,3					

Source : BCE.

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

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

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

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

## 5 Monnaie et crédit

### 5.4 Prêts accordés par les IFM aux sociétés non financières et aux ménages de la zone euro<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>				Ménages <sup>3)</sup>					
	Total		$\leq 1$ an	> 1 an et $\leq 5$ ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consommation	Prêts au logement	Autres prêts
	Prêts corrigés <sup>4)</sup>	1				2	3			
<b>Encours</b>										
2014	4 316,6	4 269,9	1 112,3	724,3	2 480,0	5 200,7	5 546,1	563,5	3 860,9	776,4
2015	4 290,7	4 272,9	1 041,1	761,5	2 488,2	5 307,6	5 640,6	595,9	3 948,4	763,3
2016	4 313,4	4 313,2	998,5	797,6	2 517,3	5 410,1	5 726,7	616,5	4 044,9	748,7
2016 T2	4 312,7	4 293,2	1 043,0	777,5	2 492,1	5 348,3	5 683,5	604,1	3 986,3	757,9
T3	4 302,5	4 291,6	1 011,5	787,9	2 503,1	5 379,3	5 701,1	608,5	4 018,2	752,6
T4	4 313,4	4 313,2	998,5	797,6	2 517,3	5 410,1	5 726,7	616,5	4 044,9	748,7
2017 T1	4 333,8	4 335,6	1 003,8	802,6	2 527,5	5 459,2	5 770,6	628,2	4 085,7	745,3
2016 Novembre	4 336,1	4 312,1	1 031,9	798,7	2 505,4	5 407,4	5 723,4	614,9	4 038,5	754,0
Décembre	4 313,4	4 313,2	998,5	797,6	2 517,3	5 410,1	5 726,7	616,5	4 044,9	748,7
2017 Janvier	4 329,3	4 322,3	1 013,9	799,6	2 515,7	5 422,9	5 743,6	620,8	4 052,2	749,9
Février	4 334,6	4 325,3	1 011,3	798,3	2 525,0	5 443,9	5 757,2	623,8	4 072,3	747,8
Mars	4 335,8	4 335,6	1 003,8	802,6	2 527,5	5 459,2	5 770,6	628,2	4 085,7	745,3
Avril <sup>(p)</sup>	4 337,0	4 343,2	997,8	804,2	2 535,0	5 467,8	5 778,0	629,5	4 096,4	741,9
<b>Flux</b>										
2014	-60,6	-67,0	-14,1	2,6	-49,0	-14,9	5,5	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-13,8	22,8	-64,2	31,9	18,5	98,3	76,1	21,9	80,0	-3,6
2016	78,4	93,5	-18,4	43,2	53,6	119,8	112,5	24,1	105,2	-9,4
2016 T2	19,3	23,7	-4,2	8,5	14,9	14,5	29,5	1,6	13,5	-0,6
T3	3,9	9,0	-23,7	13,4	14,2	33,8	27,8	5,1	32,5	-3,8
T4	19,8	31,2	-9,8	8,4	21,2	35,3	30,4	9,3	30,6	-4,7
2017 T1	29,1	33,9	8,6	7,0	13,5	51,6	46,2	10,6	40,2	0,8
2016 Novembre	16,0	8,4	5,9	7,6	2,5	18,9	10,8	2,6	15,6	0,7
Décembre	-14,9	9,4	-29,3	-1,8	16,1	9,2	10,0	2,4	10,4	-3,6
2017 Janvier	18,8	13,5	16,5	2,1	0,2	14,0	18,6	4,8	7,5	1,7
Février	3,8	1,6	-2,9	-1,1	7,8	20,0	12,5	1,9	18,6	-0,5
Mars	6,5	18,8	-5,0	6,0	5,6	17,6	15,1	4,0	14,0	-0,4
Avril <sup>(p)</sup>	8,2	11,9	-4,1	3,0	9,3	11,2	10,3	2,1	11,6	-2,6
<b>Taux de croissance</b>										
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,4	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,5	-5,8	4,4	0,7	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016	1,8	2,2	-1,8	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,2
2016 T2	1,3	1,8	-2,0	5,1	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
T3	1,4	1,9	-3,0	6,4	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
T4	1,8	2,2	-1,8	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,2
2017 T1	1,7	2,3	-2,8	4,8	2,6	2,5	2,4	4,4	2,9	-1,1
2016 Novembre	1,8	2,1	-1,9	6,6	1,9	2,1	1,9	3,7	2,5	-1,2
Décembre	1,8	2,2	-1,8	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,2
2017 Janvier	1,7	2,2	-1,9	5,3	2,1	2,4	2,2	4,6	2,7	-0,9
Février	1,4	1,9	-2,3	3,8	2,3	2,4	2,3	4,2	2,8	-1,0
Mars	1,7	2,3	-2,8	4,8	2,6	2,5	2,4	4,4	2,9	-1,1
Avril <sup>(p)</sup>	1,6	2,4	-3,1	4,8	2,6	2,6	2,4	4,6	3,0	-1,2

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 reclassées dans le secteur des sociétés financières. Ces entités figurent dans les statistiques de bilan des IFM parmi les sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension.

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

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

## 5 Monnaie et crédit

### 5.5 Contreparties de M3 autres que les créances sur les résidents de la zone euro<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	Passif des IFM						Actif des IFM				
	Total	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro				Position extérieure nette	Autre				
		Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total	Mises en pension auprès de contreparties centrales <sup>3)</sup>	Prises en pension de contreparties centrales <sup>3)</sup>		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Encours											
2014	269,4	7 131,5	2 186,6	92,2	2 391,5	2 461,1	1 380,4	220,3	184,5	139,7	
2015	284,8	6 996,9	2 119,7	79,8	2 254,0	2 543,5	1 343,8	263,4	205,9	135,6	
2016	318,8	6 916,2	2 054,4	70,6	2 138,7	2 652,5	1 130,8	236,5	205,9	121,6	
2016	T2	319,3	7 006,8	2 094,1	74,6	2 175,8	2 662,3	1 292,4	295,3	238,0	144,0
	T3	310,1	6 961,3	2 068,5	72,4	2 125,4	2 695,0	1 196,7	281,7	209,2	129,1
	T4	318,8	6 916,2	2 054,4	70,6	2 138,7	2 652,5	1 130,8	236,5	205,9	121,6
2017	T1	303,5	6 881,0	2 033,5	69,2	2 100,3	2 678,0	1 105,1	250,4	182,2	111,8
2016	Novembre	296,6	6 932,4	2 061,7	71,9	2 134,5	2 664,3	1 109,3	293,4	194,7	121,3
	Décembre	318,8	6 916,2	2 054,4	70,6	2 138,7	2 652,5	1 130,8	236,5	205,9	121,6
2017	Janvier	302,8	6 865,5	2 037,8	69,8	2 117,1	2 640,9	1 113,6	220,5	176,5	106,3
	Février	295,2	6 919,8	2 027,9	69,6	2 125,3	2 697,0	1 120,0	252,0	171,3	104,4
	Mars	303,5	6 881,0	2 033,5	69,2	2 100,3	2 678,0	1 105,1	250,4	182,2	111,8
	Avril <sup>(p)</sup>	335,2	6 848,6	2 022,0	69,3	2 083,5	2 673,8	1 063,2	262,4	173,8	103,7
Flux											
2014	-4,0	-171,0	-120,8	2,0	-160,1	107,9	238,7	-12,8	0,7	17,8	
2015	9,2	-224,8	-106,2	-13,5	-212,8	107,6	-86,6	-18,4	21,4	-4,0	
2016	31,0	-150,8	-73,1	-9,1	-121,2	52,7	-279,6	-72,4	12,8	-12,0	
2016	T2	4,2	-12,9	-22,3	-1,8	-15,9	27,1	-63,6	0,3	-9,2	-8,1
	T3	-9,2	-54,1	-25,8	-2,0	-41,2	14,9	-97,5	-14,3	-19,2	-13,7
	T4	6,6	-27,1	-21,5	-2,6	-18,1	15,1	-43,8	-92,3	-0,2	-7,5
2017	T1	-16,1	-19,4	-14,7	-1,4	-31,2	28,0	-31,7	-9,1	-22,6	-9,1
2016	Novembre	-27,6	-11,5	-12,3	-0,5	-5,5	6,8	-13,2	-28,6	1,7	-12,4
	Décembre	21,1	-15,9	-7,9	-1,3	-3,4	-3,3	22,2	-56,8	11,2	0,3
2017	Janvier	-16,4	-24,2	-10,3	-0,8	-4,9	-8,2	6,6	-55,2	-28,3	-14,6
	Février	-8,2	12,4	-11,1	-0,2	-5,4	29,1	-34,5	41,5	-5,1	-2,0
	Mars	8,4	-7,6	6,6	-0,4	-20,8	7,1	-3,8	4,6	10,8	7,5
	Avril <sup>(p)</sup>	31,7	-15,5	-10,0	0,1	-5,2	-0,5	-30,0	12,7	-8,4	-8,2
Taux de croissance											
2014	-1,6	-2,3	-5,1	2,2	-6,3	4,5	-	-	0,4	14,6	
2015	3,6	-3,1	-4,8	-14,5	-8,7	4,3	-	-	11,6	-2,9	
2016	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0	
2016	T2	20,1	-2,4	-2,9	-13,3	-7,0	2,8	-	-	3,6	-2,9
	T3	5,3	-2,5	-4,3	-12,2	-6,3	2,6	-	-	1,5	-8,2
	T4	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2017	T1	-4,6	-1,6	-4,0	-10,1	-4,9	3,3	-	-	-21,2	-25,3
2016	Novembre	0,1	-2,1	-3,2	-10,7	-5,9	2,4	-	-	-4,9	-15,6
	Décembre	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0
2017	Janvier	-1,4	-2,1	-3,5	-11,3	-4,8	1,7	-	-	-12,2	-23,8
	Février	-1,7	-1,7	-4,4	-10,5	-3,9	2,6	-	-	-25,7	-25,7
	Mars	-4,6	-1,6	-4,0	-10,1	-4,9	3,3	-	-	-21,2	-25,3
	Avril <sup>(p)</sup>	5,5	-1,9	-4,4	-9,0	-4,8	2,8	-	-	-21,6	-24,8

Source: BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

## 6 Évolutions budgétaires

### 6.1 Déficit/excédent

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Déficit (-)/excédent (+)					Pour mémoire : Déficit (-)/ excédent (+) primaire
	Total	Administrations centrales	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	
	1	2	3	4	5	
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,2	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,5	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,7
2016 T1	-1,9	.	.	.	.	0,4
T2	-1,8	.	.	.	.	0,5
T3	-1,8	.	.	.	.	0,5
T4	-1,5	.	.	.	.	0,7

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

### 6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Recettes						Dépenses						Dépenses en capital		
	Total	Recettes courantes			Recettes en capital	Total	Dépenses courantes				Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Prestations sociales	
		Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales nettes			8	9	10	11					
		1	2	3			7	8	9	10				13	
2013	46,7	46,2	12,6	13,0	15,5	0,5	49,7	45,6	10,4	5,3	2,8	23,0	4,1		
2014	46,7	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,3	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	4,0		
2015	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,6	10,1	5,2	2,4	22,8	3,9		
2016	46,2	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,2	10,0	5,2	2,2	22,8	3,5		
2016 T1	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,3	44,5	10,1	5,2	2,3	22,8	3,9		
T2	46,3	45,8	12,5	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,3	22,8	3,8		
T3	46,3	45,8	12,6	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,2	22,8	3,8		
T4	46,3	45,8	12,6	13,0	15,4	0,5	47,8	44,3	10,0	5,2	2,2	22,9	3,5		

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			Détendeur		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	13
2013	91,4	2,6	17,5	71,2	46,4	26,3	45,0	10,4	81,0	19,4	32,1	39,9	89,3	2,1	
2014	92,0	2,7	17,1	72,1	45,2	26,0	46,8	10,0	82,0	18,8	31,9	41,2	89,9	2,1	
2015	90,3	2,8	16,2	71,3	45,5	27,5	44,7	9,3	81,0	17,7	31,1	41,5	88,2	2,1	
2016	89,2	2,7	15,5	71,0	47,7	30,3	41,4	9,0	80,2	17,6	29,5	42,1	87,1	2,1	
2016 T1	91,3	2,7	16,2	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	91,2	2,7	16,0	72,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	90,1	2,7	15,6	71,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	89,3	2,7	15,5	71,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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-jacents<sup>1)</sup>

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Variation du ratio dette/PIB <sup>2)</sup>	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		
2013	1,9	0,2	-0,2	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,4	1,9	2,6		
2014	0,6	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,2	0,8	2,5		
2015	-1,7	-0,3	-0,9	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5	1,3		
2016	-1,1	-0,7	-0,3	0,2	0,2	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,5		
2016 T1	-1,5	-0,4	-0,6	-0,2	0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,0	-0,4	-0,5	1,3		
T2	-0,9	-0,5	0,1	0,4	0,8	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,5	2,0		
T3	-1,4	-0,5	-0,5	-0,2	0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,4	1,5		
T4	-1,1	-0,7	-0,3	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,2	1,5		

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

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

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

### 6.5 Titres de créance des administrations publiques<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Durée résiduelle moyenne en années <sup>3)</sup>	Rendements nominaux moyens <sup>4)</sup>							
	Total	Principal		Intérêts			Total	Encours			Opérations			
		2	Échéances ≤ 3 mois	4	5			7	8	9	Taux fixe			
											Durées ≤ 1 an			
	1	2	3	4	5	6	10	11	12	13				
2014	15,9	13,8	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,6	0,4	3,5	2,8	0,8	1,6	
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	1,2	
2016	14,2	12,5	4,6	1,7	0,4	6,7	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2	
2016 T1	15,1	13,2	4,7	1,8	0,5	6,6	2,7	1,4	0,0	3,2	3,0	0,3	1,1	
T2	14,9	13,1	4,8	1,8	0,5	6,7	2,7	1,3	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1	
T3	14,5	12,7	4,0	1,8	0,4	6,8	2,6	1,3	-0,1	3,1	2,9	0,2	1,2	
T4	14,2	12,5	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2	
2016 Novembre	14,5	12,8	4,3	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3	
Décembre	14,2	12,5	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2	
2017 Janvier	14,4	12,7	4,9	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,2	
Février	14,1	12,4	4,2	1,7	0,4	7,0	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,3	
Mars	14,4	12,7	4,4	1,7	0,4	6,9	2,5	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1	
Avril	14,3	12,6	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,2	

Source: BCE.

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

## 6 Évolutions budgétaires

### 6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

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

	Belgique	Allemagne	Estonie	Irlande	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques									
2013	-3,1	-0,2	-0,2	-5,7	-13,1	-7,0	-4,0	-2,9	-5,1
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,7	-6,0	-3,9	-3,0	-8,8
2015	-2,5	0,7	0,1	-2,0	-5,9	-5,1	-3,6	-2,7	-1,2
2016	-2,6	0,8	0,3	-0,6	0,7	-4,5	-3,4	-2,4	0,4
2016	T1	-2,6	0,8	0,7	-1,6	-4,8	-5,1	-3,5	-0,3
	T2	-2,6	0,8	0,8	-1,6	-3,7	-5,3	-3,3	-1,3
	T3	-3,0	0,6	0,5	-1,8	-1,8	-4,8	-3,4	-1,0
	T4	-2,6	0,8	0,3	-0,6	0,7	-4,5	-3,4	-2,4
Dette des administrations publiques									
2013	105,6	77,5	10,2	119,5	177,4	95,5	92,3	129,0	102,2
2014	106,7	74,9	10,7	105,3	179,7	100,4	94,9	131,8	107,1
2015	106,0	71,2	10,1	78,7	177,4	99,8	95,6	132,1	107,5
2016	105,9	68,3	9,5	75,4	179,0	99,4	96,0	132,6	107,8
2016	T1	109,2	70,9	9,9	80,1	176,4	101,2	97,6	134,8
	T2	109,7	70,2	9,7	77,7	179,7	101,1	98,4	135,4
	T3	108,7	69,5	9,6	77,1	176,3	100,4	97,5	132,7
	T4	105,9	68,3	9,5	75,4	179,0	99,4	96,6	132,6
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques									
2013	-1,0	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,1	-2,7
2014	-1,6	-0,7	1,4	-2,0	-2,3	-2,7	-7,2	-5,4	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,4	-1,3	-2,1	-1,1	-4,4	-2,9	-2,7
2016	0,0	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,8	-1,9
2016	T1	-0,7	-0,1	1,3	-0,3	-1,9	-1,0	-3,7	-2,7
	T2	-0,4	0,4	1,1	0,4	-1,0	-0,9	-3,5	-1,8
	T3	0,2	0,2	1,1	0,8	-0,4	-0,6	-3,7	-1,7
	T4	0,0	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,7
Dette des administrations publiques									
2013	39,0	38,7	23,4	68,7	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7
2014	40,9	40,5	22,4	64,3	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6
2015	36,5	42,7	21,6	60,6	65,2	85,5	129,0	83,1	52,5
2016	40,1	40,2	20,0	58,3	62,3	84,6	130,4	79,7	51,9
2016	T1	36,3	40,0	21,9	61,8	64,9	86,5	128,9	83,6
	T2	38,9	40,1	21,4	61,0	63,8	86,2	131,6	82,5
	T3	37,9	41,3	20,9	59,7	62,0	83,7	133,1	82,8
	T4	40,1	40,2	20,0	58,3	62,3	84,6	130,4	79,7
									63,6

Source: Eurostat.

© Banque centrale européenne, 2017

Adresse postale      60640 Frankfurt am Main, Allemagne  
Téléphone               +49 69 1344 0  
Site internet            [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 7 juin 2017, sauf pour le PIB et ses principales composantes pour lesquels la date d'arrêté est le 8 juin 2017.

ISSN                      2363-3425 (PDF)  
Numéro de catalogue UE    QB-BP-17-004-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Nathalie Aufauvre  
Secrétaire général