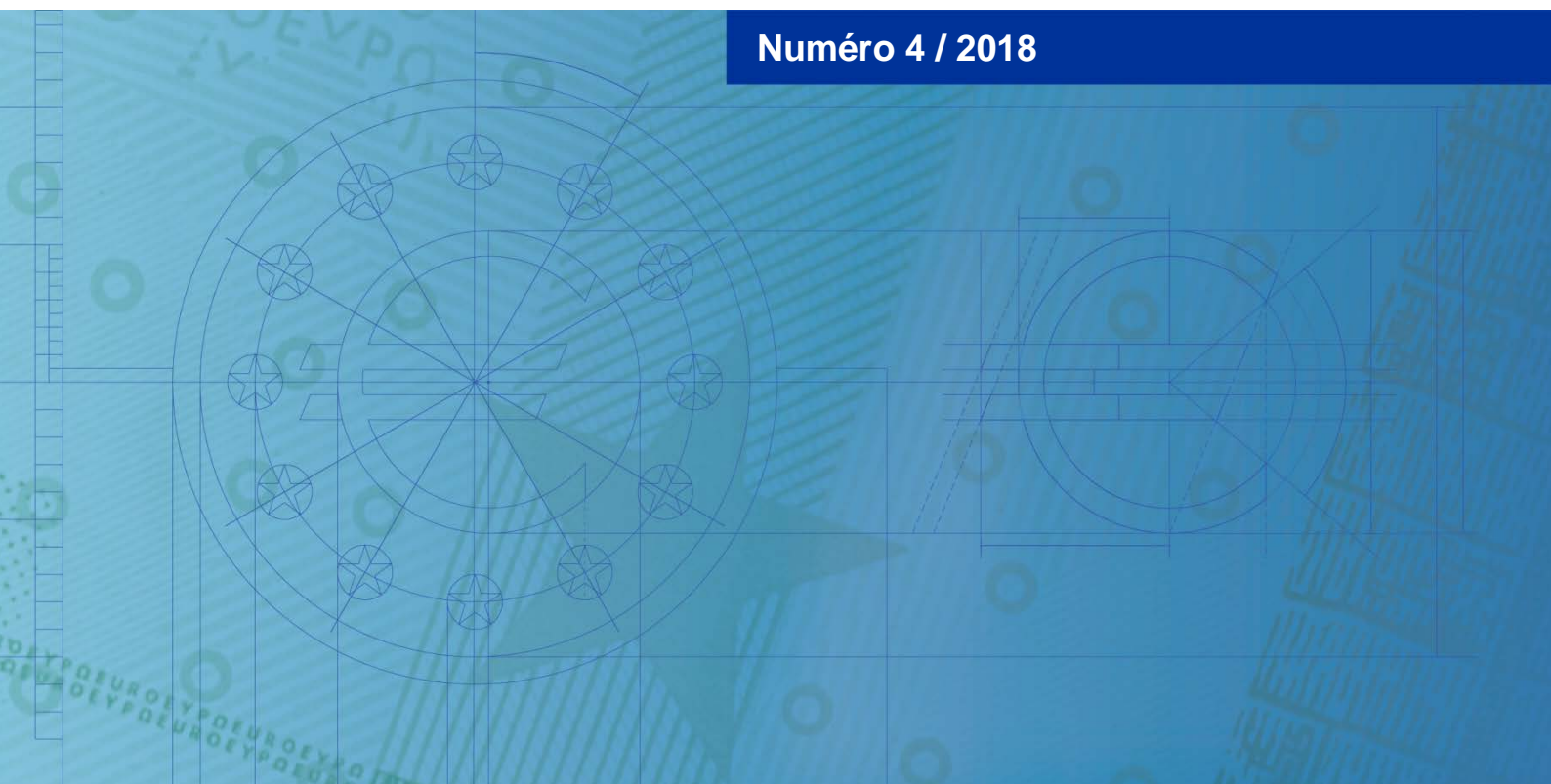




BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 4 / 2018



Sommaire

Évolutions économiques et monétaires	2
Vue d'ensemble	2
1 Environnement extérieur	6
2 Évolutions financières	14
3 Activité économique	20
4 Prix et coûts	26
5 Monnaie et crédit	32
6 Évolutions budgétaires	40
Encadrés	43
1 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 31 janvier au 2 mai 2018	43
2 Le récent ralentissement de la croissance de la production dans la zone euro reflète des facteurs à la fois cycliques et temporaires	49
3 Suivi de la transmission des variations du taux de change à l'inflation	53
4 Rapport 2018 sur le vieillissement : le vieillissement démographique pose d'importants défis budgétaires	58
5 Recommandations par pays en matière de politique budgétaire dans le cadre du Semestre européen 2018	63
Articles	68
1 Les investissements directs étrangers et leurs déterminants : perspectives au plan mondial et au niveau de l'UE	68
2 Mesurer et interpréter le coût des fonds propres dans la zone euro	89
3 Les mesures de l'inflation sous-jacente pour la zone euro	107
Statistiques	S1

Évolutions économiques et monétaires

Vue d'ensemble

Lors de sa réunion de politique monétaire du 14 juin 2018, le Conseil des gouverneurs a conclu que les progrès accomplis vers un ajustement durable de l'inflation ont été substantiels. Depuis le lancement de son programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme* - APP) en janvier 2015, le Conseil des gouverneurs a lié les achats nets d'actifs au titre de l'APP à l'ampleur des progrès effectués vers un ajustement durable de la trajectoire d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Le 14 juin 2018, le Conseil des gouverneurs a minutieusement examiné les progrès réalisés, en tenant compte notamment des dernières projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème ainsi que des mesures des tensions sur les prix et les salaires et des incertitudes entourant les perspectives d'inflation. Sur la base de cette évaluation, le Conseil des gouverneurs a conclu que les progrès accomplis vers un ajustement durable de l'inflation ont été substantiels. Alors que les anticipations d'inflation à long terme sont solidement ancrées, la vigueur sous-jacente de l'économie de la zone euro et le maintien d'un degré élevé de soutien monétaire permettent d'avoir confiance dans la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs au cours de la période à venir, cette convergence devant perdurer au-delà même de la réduction progressive de ses achats nets d'actifs. Les décisions de politique monétaire prises le 14 juin 2018 préservent le degré élevé actuel de soutien monétaire qui permettra la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Un niveau significatif de relance monétaire reste nécessaire pour soutenir la poursuite du renforcement des tensions domestiques sur les prix et de l'inflation totale à moyen terme. Ce soutien continuera d'être apporté par les achats nets d'actifs jusqu'à la fin de l'année, par le volume considérable de titres acquis et les réinvestissements associés ainsi que par les indications approfondies du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs de la BCE (*forward guidance*). En tout état de cause, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, le cas échéant, pour assurer que l'inflation continue de se rapprocher durablement de son objectif.

Évaluation économique et monétaire au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs du 14 juin 2018

En dépit d'un léger tassement, les perspectives mondiales à court terme demeurent fondamentalement solides, soutenues par les politiques monétaires accommodantes dans les économies avancées et l'important programme de relance budgétaire aux États-Unis. À plus long terme, l'activité mondiale devrait se ralentir, la production étant proche de son niveau potentiel dans de nombreuses économies avancées. La croissance du commerce mondial devrait

rester solide à court terme. Toutefois, l'application de tarifs douaniers plus élevés et l'éventualité d'un renforcement des mesures protectionnistes représentent un risque majeur pour la dynamique de la croissance mondiale. Les tensions inflationnistes mondiales devraient lentement se renforcer en lien avec la diminution des capacités inutilisées.

Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de mars 2018, les taux sans risque à long terme dans la zone euro ont diminué. Les écarts de rendement des obligations souveraines ont affiché une forte volatilité depuis la seconde quinzaine de mai, dans un contexte d'incertitude politique en Italie. Les fluctuations sur les marchés d'emprunts publics de la zone euro se sont transmises à d'autres compartiments de marché, dans une certaine mesure, et la volatilité des marchés boursiers s'est accentuée. Les prix des actions et des obligations des sociétés financières de la zone euro ont diminué, tandis que l'impact sur les autres compartiments de marché est resté limité. Dans le même temps, les prix des actions des sociétés non financières de la zone euro ont augmenté, reflétant des perspectives de croissance robuste des bénéficiaires des entreprises. Sur les marchés des changes, l'euro s'est déprécié en termes effectifs nominaux.

L'expansion économique dans la zone euro demeure solide et généralisée à l'ensemble des pays et des secteurs, en dépit des données et des indicateurs plus faibles que prévu enregistrés récemment. La croissance du PIB en volume de la zone euro en glissement trimestriel s'est ralentie à 0,4 % au premier trimestre 2018, après 0,7 % lors des trimestres précédents. Cette modération traduit un recul par rapport aux niveaux très élevés de croissance enregistrés en 2017, accentué par une hausse de l'incertitude, certains facteurs temporaires et d'offre au niveau tant domestique que mondial et une contribution plus faible des échanges commerciaux. Les indicateurs économiques et résultats d'enquêtes récents sont plus faibles, mais restent compatibles avec la poursuite d'une croissance économique solide et généralisée. Les mesures de politique monétaire de la BCE, qui ont facilité le processus de désendettement, continuent de soutenir la demande intérieure. La consommation privée est confortée par la poursuite des créations d'emplois, qui, quant à elles, reflètent partiellement les réformes passées des marchés du travail, ainsi que par l'augmentation de la richesse des ménages. L'investissement des entreprises est soutenu par les conditions de financement favorables, la hausse de leur rentabilité et une forte demande. L'investissement immobilier résidentiel reste robuste. De plus, la croissance largement répartie de la demande mondiale devrait se poursuivre et favoriser les exportations de la zone euro. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro restent globalement équilibrés. Cependant, les incertitudes liées à des facteurs mondiaux, notamment la menace d'un protectionnisme accru, se sont renforcées. Par ailleurs, le risque d'une élévation persistante de la volatilité des marchés financiers doit être surveillé.

Les projections macroéconomiques de juin 2018 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème prévoient une hausse annuelle du PIB en volume de 2,1 % en 2018, de 1,9 % en 2019 et de 1,7 % en 2020. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2018 établies par les services de la BCE,

les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées à la baisse pour 2018 et demeurent inchangées pour 2019 et 2020.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est accélérée à 1,9 % en mai 2018, après 1,2 % en avril. Cette évolution reflète des contributions plus fortes des prix de l'énergie, des produits alimentaires et des services. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux annuels d'inflation devraient fluctuer autour de leur niveau actuel jusqu'à la fin de l'année. Si les mesures de l'inflation sous-jacente restent globalement modérées, elles ont augmenté par rapport aux points bas passés. Les tensions sur les coûts d'origine interne s'accroissent dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production, de tensions sur les marchés du travail et de hausses des salaires. L'incertitude entourant les perspectives d'inflation recule. À l'avenir, l'inflation sous-jacente devrait s'accélérer vers la fin de l'année et progresser graduellement à moyen terme, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE, la poursuite de la croissance économique, la résorption correspondante de la sous-utilisation des capacités productives et l'accélération de la hausse des salaires.

Ce scénario ressort également, globalement, des projections macroéconomiques de juin 2018 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui laissent entrevoir une hausse annuelle de l'IPCH de 1,7 % en 2018, 2019 et 2020. Par comparaison avec les projections macroéconomiques de mars 2018 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de progression de l'IPCH ont été sensiblement révisées à la hausse pour 2018 et 2019, principalement en raison du renchérissement du pétrole.

L'analyse monétaire a montré que l'expansion de la monnaie au sens large se ralentit progressivement dans le contexte de la réduction des achats nets d'actifs mensuels, le taux de croissance annuel de M3 s'établissant à 3,9 % en avril 2018, après 3,7 % en mars et 4,3 % en février. Alors que le ralentissement de la dynamique de M3 ces derniers mois reflète principalement la réduction des achats nets d'actifs mensuels depuis le début de l'année, la croissance de M3 reste soutenue par l'incidence des mesures de politique monétaire de la BCE et le faible coût d'opportunité de la détention des dépôts les plus liquides. L'agrégat monétaire étroit M1 apporte donc toujours la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large, même si son rythme de croissance annuel s'est ralenti ces derniers mois par rapport aux niveaux élevés observés précédemment. 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 ainsi que les flux de crédits dans la zone euro. Cela ressort également des résultats de la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement dans la zone euro (enquête SAFE), qui indique un accès plus aisé au financement pour les petites et moyennes entreprises, en particulier.

Décisions de politique monétaire

Au terme de l'examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a pris les décisions suivantes. Premièrement, en ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs continuera de procéder à des achats nets dans le cadre de l'APP au rythme mensuel actuel de 30 milliards d'euros jusque fin septembre 2018. Le Conseil des gouverneurs prévoit que, après septembre 2018, si les données lui parvenant confirment ses perspectives d'inflation à moyen terme, le rythme mensuel des achats nets des actifs sera réduit, à 15 milliards d'euros, jusque fin décembre 2018, date à laquelle les achats nets arriveront à leur terme. Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs entend poursuivre sa politique de réinvestissement des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la fin de ses achats nets d'actifs et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire. Troisièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés et prévoit qu'ils resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer une évolution de l'inflation conforme à ses anticipations actuelles d'un ajustement durable.

1 Environnement extérieur

Même si l'expansion économique mondiale s'est poursuivie, les données récentes montrent un léger ralentissement de la dynamique. Les conditions financières mondiales sont demeurées favorables mais se sont durcies dans certaines économies émergentes. La hausse des prix du pétrole, qui reflète la fermeté persistante de la demande mondiale mais également les inquiétudes quant à l'offre future en raison des tensions géopolitiques actuelles, a assombri les perspectives dans les économies importatrices de pétrole. Les perspectives mondiales à court terme demeurent toutefois fondamentalement solides, soutenues par les politiques monétaires accommodantes dans les économies avancées et l'important programme de relance budgétaire aux États-Unis. À plus long terme, l'activité mondiale devrait se ralentir, la production étant proche de son niveau potentiel dans de nombreuses économies avancées. De plus, même si une poursuite de la reprise est attendue dans certaines économies exportatrices de matières premières, la transition attendue de la Chine vers une trajectoire de croissance plus faible devrait peser sur les perspectives. Les tensions inflationnistes mondiales devraient lentement se renforcer en lien avec la diminution des capacités inutilisées. La croissance du commerce mondial devrait rester solide à court terme. Toutefois, l'application de tarifs douaniers plus élevés et l'éventualité d'un renforcement des mesures protectionnistes représentent un risque majeur pour la dynamique de la croissance mondiale. En effet, la balance des risques pesant à court terme sur l'activité mondiale et les échanges commerciaux s'est détériorée récemment, les risques demeurant orientés à la baisse à moyen terme.

Activité économique et échanges commerciaux à l'échelle mondiale

Après une année de croissance soutenue et fortement synchronisée, la dynamique mondiale s'est légèrement ralentie début 2018. Les données pour le premier trimestre laissent penser que l'activité mondiale a été légèrement plus faible qu'attendu. Aux États-Unis, la croissance du PIB est revenue à 0,5 % en rythme trimestriel, sous l'effet d'un ralentissement des dépenses de consommation, qui peut avoir reflété des retards dans les remboursements d'impôts et la saisonnalité résiduelle qui a affecté les estimations relatives au PIB pour le premier trimestre ces dernières années. La croissance de l'activité s'est également ralentie au Royaume-Uni, tandis que le Japon a enregistré la première baisse du PIB en rythme trimestriel depuis deux ans. Dans les deux cas, les conditions météorologiques défavorables peuvent avoir joué un rôle en freinant la construction et la consommation. En revanche, la Chine a enregistré une croissance économique soutenue, la hausse du PIB ressortant à 6,8 % en rythme annuel.

À court terme, l'expansion économique mondiale devrait se redresser. Les données d'enquêtes font état d'une croissance soutenue au cours des prochains trimestres. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale a fléchi en mars mais a augmenté en avril et mai, demeurant supérieur à la moyenne de long terme (cf. graphique 1). Les indicateurs de confiance sont

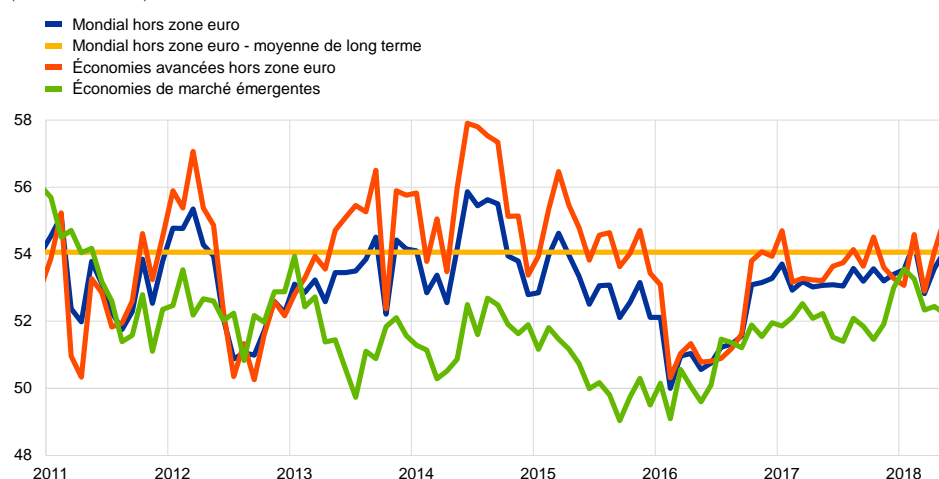
également restés encourageants, la confiance des consommateurs étant proche de ses points hauts historiques.

L'application de tarifs douaniers plus élevés, sur fond de discussions en cours sur de nouvelles mesures protectionnistes, représente un risque pour les perspectives économiques mondiales. En mars, le président Trump a signé un décret imposant des droits de douane de 25 % sur les importations d'acier et de 10 % sur les importations d'aluminium. Alors qu'un certain nombre de pays étaient initialement exemptés, les États-Unis ont décidé depuis d'étendre les droits de douane à l'Union européenne, au Canada et au Mexique. Les pays concernés se sont déclarés prêts à riposter en relevant les droits de douane. Les mesures mises en œuvre jusqu'à présent affectent seulement une part minime du commerce mondial et ne devraient avoir qu'un faible effet macroéconomique à l'échelle mondiale. Toutefois, les risques de nouvelles mesures protectionnistes ont augmenté. Après une étude des pratiques de la Chine en matière de propriété intellectuelle, les États-Unis ont menacé d'augmenter les droits de douane sur 50 milliards de dollars de produits chinois, la Chine se déclarant prête à riposter à cette mesure. De plus, les États-Unis ont lancé une enquête sur les conséquences des importations de véhicules pour la sécurité nationale. Dans les deux cas, aucune mesure n'avait été mise en œuvre à la fin de la période sous revue. Néanmoins, les anticipations d'une escalade du conflit pourraient affecter les décisions d'investissement, avec des effets potentiels sur la croissance mondiale. À plus long terme, une augmentation généralisée du protectionnisme pourrait faire peser des risques importants sur l'activité mondiale.

Graphique 1

Indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale

(indice de diffusion)



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

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

Les perspectives mondiales continuent d'être soutenues par des politiques monétaires accommodantes mais légèrement plus restrictives. Le Comité fédéral de l'*open market* a relevé les taux d'intérêt lors de ses réunions de mars et juin 2018. La courbe des contrats à terme sur les fonds fédéraux américains laisse

penser que les marchés continuent d'anticiper un resserrement monétaire progressif, avec au moins une autre hausse des taux en 2018 largement intégrée par les marchés à terme et une probabilité croissante de deux relèvements supplémentaires cette année. Les anticipations des marchés vont également dans le sens d'un relèvement des taux au Royaume-Uni au cours des prochains mois. En revanche, la Banque du Japon maintient toujours une orientation très accommodante. Parmi les économies de marché émergentes, la Chine a continué de connaître un resserrement des conditions financières domestiques pour contenir les risques dans le système financier, avec une nouvelle hausse des taux d'intérêt en mars, même si les taux du marché monétaire ont légèrement fléchi ces dernières semaines. Les taux d'intérêt directs ont également augmenté en Turquie et en Argentine, l'environnement financier s'étant détérioré. Toutefois, les taux directs ont été de nouveau abaissés au Brésil et en Russie en mars, dans un contexte de tensions inflationnistes modérées.

En dépit de l'orientation toujours accommodante de la politique monétaire, les conditions financières mondiales se sont durcies ces dernières semaines, en particulier dans les économies de marché émergentes. Les marchés boursiers mondiaux ont continué de se montrer relativement résistants, l'indice Standard & Poor's 500 demeurant supérieur à son niveau du début de l'année. Toutefois, les rendements obligataires à long terme ont augmenté dans les principales économies avancées. Aux États-Unis, le rendement des emprunts publics à dix ans s'est accru de quelque 50 points de base depuis le début de l'année. Associée au raffermissement du dollar, la hausse des taux d'intérêt a contribué au durcissement des conditions financières dans les économies de marché émergentes. Après une reprise soutenue l'année dernière, les entrées de capitaux dans les économies de marché émergentes se sont ralenties en avril, tandis que les écarts de rendement des obligations émises par ces économies se sont creusés. Pour le moment, la forte volatilité sur les marchés financiers n'a concerné que quelques pays, comme l'Argentine et la Turquie, que les marchés ont jugés vulnérables compte tenu des taux d'inflation élevés et des importants besoins de financement externe. Néanmoins, les conditions financières se sont durcies pour la plupart des économies de marché émergentes durant cette période.

Les prix du pétrole ont fortement augmenté au cours des deux derniers mois en dépit d'un ralentissement observé plus récemment. Par rapport au début de cette année, la hausse a reflété, en partie, la fermeté de la demande mondiale. Dans le même temps, l'offre de pétrole est restée largement inchangée, les réductions de la production consécutives à l'accord conclu entre les membres de l'OPEP et les autres pays producteurs de pétrole ayant été compensées par une augmentation de la production aux États-Unis. Les tensions sur le prix au comptant se sont encore accentuées mi-mai, quand les États-Unis ont décidé de se retirer du Plan global d'action conjoint imposant des sanctions à l'Iran. Par la suite, l'information selon laquelle l'OPEP, la Russie et leurs partenaires discutent actuellement de la possibilité de mettre un terme aux réductions de la production a fait baisser le prix. L'expérience passée semble indiquer que les hausses des prix du pétrole résultant des modifications de l'offre ou d'incertitudes relatives à l'offre future ont tendance à être associées à un ralentissement de l'activité mondiale, tandis que les hausses de

prix liées à la demande n'ont, en général, pas entièrement compensé le renforcement de la demande mondiale ¹. La hausse récente des prix du pétrole reflétant à la fois la fermeté de la demande mondiale et des effets de précaution liés aux incertitudes entourant l'offre future, l'impact net du renchérissement du pétrole sur l'économie mondiale est jugé faible dans l'ensemble. Toutefois, la variation des prix du pétrole devrait exercer des effets distributifs dans les différents pays, avec notamment un raffermissement des perspectives dans les pays exportateurs de pétrole.

Pour l'avenir, la dynamique conjoncturelle généralisée devrait soutenir l'activité mondiale à court terme. Malgré le ralentissement de l'activité au début de l'année, les perspectives mondiales à court terme demeurent fondamentalement solides, grâce à des fondamentaux sains. Les économies avancées continuent de bénéficier des politiques monétaires accommodantes et même si les conditions financières se sont durcies ces dernières semaines, elles demeurent favorables pour l'économie mondiale. L'important programme de relance budgétaire aux États-Unis, à la suite des accords sur la réforme fiscale et la hausse des dépenses, devrait également donner une impulsion à la croissance mondiale. La hausse des prix du pétrole a légèrement assombri les perspectives dans les économies importatrices de pétrole. En revanche, l'amélioration des termes de l'échange devrait contribuer à stabiliser l'investissement dans de nombreuses économies exportatrices de pétrole, qui se redressent après de profondes récessions. De plus, de nombreuses économies de marché émergentes, notamment la Chine et d'autres économies asiatiques axées sur les exportations bénéficient des effets favorables du rebond du commerce mondial.

À moyen terme, toutefois, la dynamique positive devrait se ralentir, certains facteurs conjoncturels se dissipant. Les écarts de production se sont déjà résorbés dans de nombreuses économies avancées et les capacités de production inutilisées devraient diminuer dans les économies de marché émergentes au cours des prochains trimestres. De plus, le soutien des politiques publiques diminuera progressivement. Aux États-Unis, la stimulation apportée à la croissance par le programme de relance budgétaire devrait atteindre son pic en 2019 ; au Japon, les effets de la relance budgétaire devraient se dissiper cette année. La transition de la Chine vers une trajectoire de croissance plus faible, moins tributaire du crédit et des mesures de relance budgétaire, pèsera également sur les perspectives mondiales. À moyen terme, le rythme de l'expansion mondiale sera inférieur aux niveaux d'avant la crise.

S'agissant des évolutions dans les différents pays, un rebond de l'activité est attendu aux États-Unis cette année. Les pressions à la hausse exercées sur la croissance des salaires par la situation tendue sur le marché du travail ainsi que la poursuite de l'amélioration de l'investissement et les conditions financières toujours favorables devraient soutenir la demande intérieure. En outre, les modifications de la

¹ Cf. l'encadré intitulé « [Conséquences pour l'activité mondiale du bas niveau des prix du pétrole](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

politique budgétaire, notamment la réforme fiscale et l'accord sur le budget pour deux ans, devraient doper les perspectives de croissance.

Au Royaume-Uni, les perspectives économiques demeurent relativement modérées dans un contexte d'incertitudes liées au processus dans lequel le pays s'est engagé pour quitter l'Union européenne. La croissance du PIB en volume devrait se redresser légèrement après le faible résultat observé au premier trimestre 2018. Par la suite, on prévoit une croissance modérée, le ralentissement attendu de l'inflation et le redressement de la croissance des salaires apportant un soutien à la consommation privée.

Au Japon, l'expansion économique devrait connaître un ralentissement progressif. À court terme, l'activité devrait rebondir après le faible résultat enregistré au premier trimestre, soutenue par l'orientation accommodante de la politique monétaire. À plus long terme, la croissance devrait se ralentir, le soutien budgétaire s'atténuant et les capacités inutilisées diminuant. Les salaires augmentent modérément dans le contexte de resserrement du marché du travail, ce qui devrait soutenir les dépenses des ménages et contribuer à une légère hausse de l'inflation.

L'activité économique devrait rester robuste dans les économies d'Europe centrale et orientale. La croissance du PIB sera soutenue par la vigueur de l'investissement liée à l'absorption de fonds de l'UE. De plus, le dynamisme des dépenses de consommation devrait être dopé par l'amélioration du marché du travail.

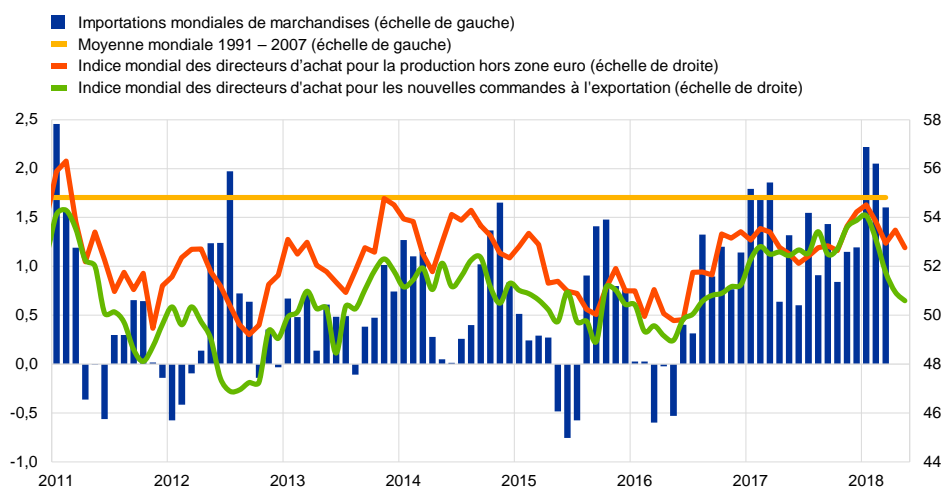
En Chine, l'activité devrait se ralentir modérément. La production a été soutenue récemment par la vigueur de la consommation, par les politiques publiques et par les solides performances à l'exportation, qui ont compensé les effets du léger ralentissement de l'activité sur le marché de l'immobilier résidentiel, dans un contexte de modération de la croissance du crédit et de durcissement des conditions financières. À plus long terme, le rythme d'expansion devrait se ralentir progressivement, en phase avec l'accent mis par les dirigeants chinois sur l'acceptation d'une croissance plus lente afin de réduire les risques et de remédier aux déséquilibres dans l'économie.

L'activité économique se renforce progressivement dans les grands pays exportateurs de matières premières. En Russie, malgré la modération du rythme de la croissance au second semestre 2017, les perspectives sont soutenues par la hausse des prix du pétrole, le ralentissement de l'inflation et l'amélioration de la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs. À moyen terme, l'activité économique devrait connaître une expansion modérée, dans un contexte où les défis budgétaires pèsent sur l'environnement des entreprises. Au Brésil, l'amélioration de la situation sur le marché du travail et le maintien de l'orientation accommodante de la politique monétaire devraient soutenir la consommation, dans un contexte de tensions inflationnistes modérées. La stabilisation des prix des matières premières et des termes de l'échange devrait également soutenir l'activité sur l'horizon de prévision. Dans le même temps, l'incertitude politique et l'inversion des conditions financières extérieures précédemment favorables devraient peser sur la demande.

Les indicateurs récents font état d'une légère modération de la dynamique du commerce mondial à court terme. Selon le Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB), après une forte hausse en janvier et en février, la croissance des importations de marchandises est ressortie en baisse à 1,6 % en mars (en glissement sur trois mois). D'autres indicateurs font également état d'une modération des échanges mondiaux durant les premiers mois de 2018 (cf. graphique 2).

Graphique 2
Échanges internationaux de biens

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



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

Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2018 (indice mondial des directeurs d'achat pour la production et indice mondial des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes à l'exportation) et à mars 2018 (échanges commerciaux).

À plus long terme, les importations mondiales devraient fléchir progressivement, en phase avec le ralentissement conjoncturel projeté de l'activité mondiale. Par le passé, les échanges mondiaux ont affiché une procyclicité prononcée. Les résultats récents des échanges commerciaux corroborent ce constat : l'activité mondiale s'étant redressée en 2015 et en 2016, les échanges mondiaux ont rebondi, augmentant même plus vite que la production mondiale. À plus long terme, avec la modération de l'expansion mondiale, la croissance des échanges commerciaux devrait également se ralentir. À moyen terme, les projections relatives aux échanges commerciaux tablent sur une croissance des importations mondiales globalement en phase avec l'activité. Cela confirme les données attestant que les facteurs structurels à plus long terme qui avaient été à l'origine de l'expansion rapide des échanges mondiaux, notamment la libéralisation des échanges, la réduction des droits de douane et des coûts de transport, et l'expansion des chaînes de valeur mondiales, se sont affaiblis depuis la crise financière. Toutefois, les risques ont augmenté. En particulier, les perspectives des échanges commerciaux dépendront des avancées des discussions sur les droits de douane.

Dans l'ensemble, la croissance mondiale devrait demeurer globalement stable sur l'horizon de projection. Selon les projections macroéconomiques de juin 2018 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance du PIB mondial en volume

(hors zone euro) devrait passer de 3,8 % en 2017 à 4,0 % en 2018, avant de revenir à 3,9 % et 3,7 % en 2019 et 2020, respectivement. Cette trajectoire reflète le ralentissement attendu de l'activité dans les économies avancées et le ralentissement structurel attendu en Chine, en partie contrebalancés par une légère amélioration de la dynamique dans les économies de marché émergentes. La demande extérieure adressée à la zone euro devrait croître de 5,2 % en 2018, 4,3 % en 2019 et 3,7 % en 2020. Par rapport aux projections de mars 2018, la croissance du PIB mondial a été révisée à la baisse pour 2018 et 2019, reflétant une croissance plus faible qu'attendu à court terme. La croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro a été légèrement revue à la hausse sur l'ensemble de l'horizon de projection, reflétant les anticipations d'une expansion davantage portée par les échanges dans certaines économies d'Europe centrale et orientale.

La balance des risques pesant sur l'activité mondiale s'est dégradée ces dernières semaines, les risques étant jugés équilibrés à court terme, mais orientés à la baisse à moyen terme. Du côté des risques à la hausse, les mesures budgétaires américaines pourraient avoir une incidence plus forte qu'attendu sur l'activité. Cependant, les perspectives de renforcement à court terme du protectionnisme commercial se sont accrues, ce qui pourrait avoir une incidence significative sur l'activité et les échanges commerciaux à l'échelle mondiale. Les autres risques à la baisse ont trait à la possibilité d'un nouveau durcissement des conditions financières mondiales, aux perturbations liées au processus de réforme en Chine et aux incertitudes géopolitiques associées, en particulier, aux risques liés au Brexit.

Évolutions des prix au niveau mondial

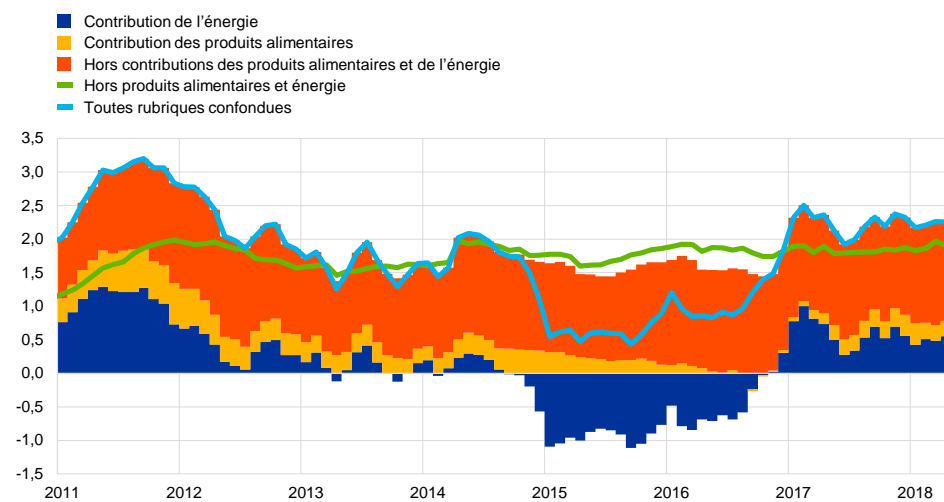
La hausse des prix à la consommation à l'échelle mondiale a été globalement stable ces derniers mois. Dans la zone OCDE, l'inflation totale est ressortie en hausse à 2,3 % en avril. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation dans les pays de l'OCDE a légèrement diminué, à 1,9 % (cf. graphique 3). Dans le même temps, malgré le resserrement des marchés du travail dans les économies avancées, les tensions sur les salaires sont restées relativement modérées.

Pour l'avenir, à court terme, l'inflation mondiale devrait se renforcer. L'inflation devrait augmenter en liaison avec le redressement prononcé des prix du pétrole. Par la suite, toutefois, la courbe actuelle des contrats à terme sur le pétrole anticipe une baisse des prix sur l'horizon de projection, indiquant une contribution négative des prix de l'énergie à l'inflation. Cependant, la lente diminution des capacités de production inutilisées à l'échelle mondiale devrait soutenir l'inflation sous-jacente.

Graphique 3

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

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



Source : OCDE.

Note : La dernière observation se rapporte à avril 2018.

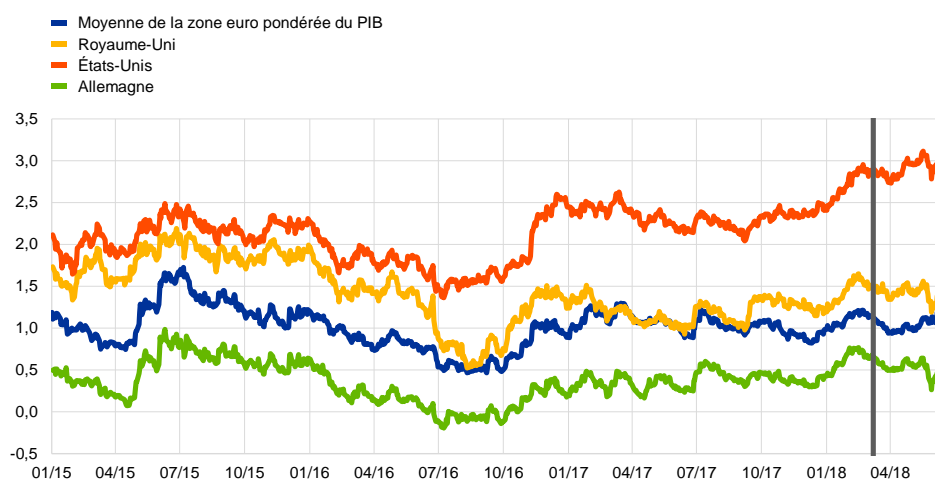
2 Évolutions financières

Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de mars 2018, les taux sans risque à long terme dans la zone euro ont diminué. La remontée des mesures des anticipations d'inflation à long terme extraites des instruments de marché a été contrebalancée par une baisse des taux réels. Les écarts de rendement des obligations souveraines ont affiché une forte volatilité depuis la seconde quinzaine de mai, dans un contexte d'incertitude politique en Italie. Les fluctuations sur les marchés d'emprunts publics de la zone euro se sont transmises à d'autres compartiments de marché, dans une certaine mesure, et la volatilité des marchés boursiers s'est accentuée. Les prix des actions et des obligations des sociétés financières de la zone euro ont diminué, tandis que l'impact sur les autres compartiments de marché est resté limité. Dans le même temps, les prix des actions des sociétés non financières (SNF) de la zone euro ont augmenté, reflétant des perspectives de croissance robuste des bénéficiaires des entreprises. Sur les marchés des changes, l'euro s'est déprécié en termes effectifs nominaux.

Les rendements des emprunts publics à long terme ont augmenté dans la zone euro et aux États-Unis (cf. graphique 4). Au cours de la période sous revue (du 8 mars au 13 juin), le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro a augmenté de 11 points de base pour s'inscrire à 1,20 %. De même, le rendement des emprunts publics à dix ans aux États-Unis a augmenté de 11 points de base, à 2,97 %, portant l'écart avec le rendement correspondant dans la zone euro à des niveaux historiquement élevés.

Graphique 4
Rendements des obligations souveraines à dix ans

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : Données quotidiennes. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (8 mars 2018). La dernière observation se rapporte au 13 juin 2018.

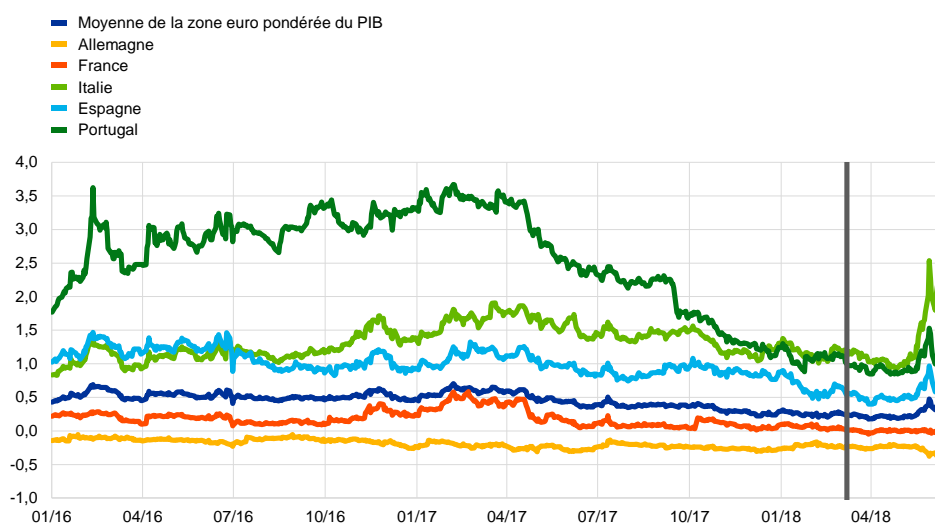
Les écarts entre les rendements pondérés du PIB des obligations souveraines de la zone euro et le taux OIS sans risque ont été volatils. Dans l'ensemble, ils se sont creusés depuis début mars. Après avoir connu des fluctuations comparativement modérées au cours de la première partie de la période sous revue,

les écarts de rendement des obligations souveraines italiennes ont fortement augmenté après le 15 mai, lorsque les marchés ont pris connaissance en détail d'un projet de programme proposé par le nouveau gouvernement (cf. graphique 5). Depuis, la situation sur le marché des obligations souveraines est demeurée volatile, avec des écarts de rendement des obligations souveraines italiennes nettement supérieurs à leurs niveaux d'avril. Les marchés d'emprunts publics d'autres pays de la zone euro ont également été affectés à des degrés différents. Dans l'ensemble, depuis le 8 mars, la moyenne pondérée du PIB des rendements des obligations souveraines à dix ans a augmenté de 17 points de base pour s'établir à 40 points de base le 13 juin.

Graphique 5

Écarts des rendements des obligations souveraines vis-à-vis du taux 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 OIS du rendement souverain à dix ans. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (8 mars 2018). La dernière observation se rapporte au 13 juin 2018.

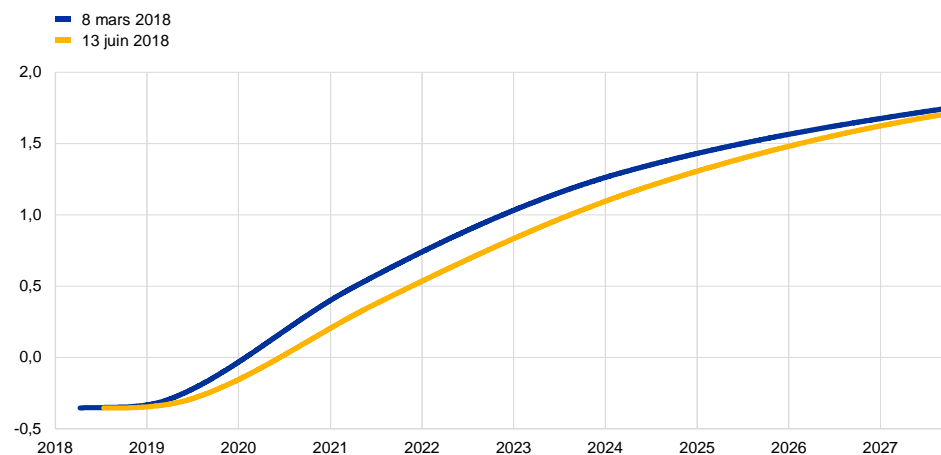
La courbe des taux moyens pondérés au jour le jour de l'euro (Eonia) anticipés s'est déplacée vers le bas au cours de la période sous revue. La courbe demeure inférieure à zéro pour les horizons antérieurs à 2020, reflétant les anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux négatifs (cf. graphique 6).

L'Eonia s'est établi en moyenne à – 36 points de base au cours de la période sous revue. L'excédent de liquidité a légèrement augmenté, de 17 milliards d'euros environ, pour ressortir autour de 1 903 milliards. Cette augmentation est imputable aux achats de titres en cours dans le cadre du programme d'achats d'actifs de l'Eurosystème. Les conditions de la liquidité sont examinées plus en détail dans l'encadré 1.

Graphique 6

Taux anticipés de l'Eonia

(en pourcentage annuel)



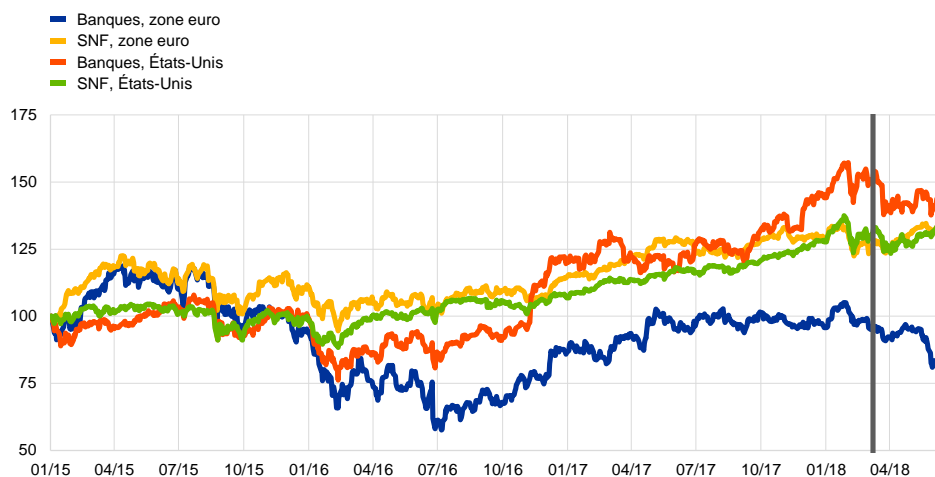
Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Les indices boursiers des SNF de la zone euro ont augmenté au cours de la période sous revue. En revanche, les indices boursiers des sociétés financières ont enregistré une forte baisse, principalement sous l'effet des récentes tensions sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro. La volatilité s'est accentuée sur les marchés boursiers de la zone euro en mars et de nouveau vers la fin mai, dans un contexte de fluctuations persistantes des marchés obligataires souverains (cf. graphique 7). Cependant, la volatilité des marchés est demeurée inférieure aux niveaux observés en février, lorsque les marchés avaient subi une correction résultant des perceptions par les marchés d'une hausse de l'inflation. Au cours de la période sous revue, les prix des actions des SNF de la zone euro ont augmenté de 2 % environ. Globalement, les perspectives de croissance robuste des bénéfices continuent de soutenir les prix des actions de la zone euro, reflétant un environnement macroéconomique favorable dans la zone. Les tensions sur les marchés de la dette souveraine ont influé sur les actions du secteur financier, qui ont enregistré une baisse de 12 % environ au cours de la période sous revue. Dans ce contexte, aux États-Unis, les prix des actions des SNF ont augmenté de 1 % environ, tandis que ceux des actions des sociétés financières ont diminué de 5 %.

Graphique 7

Indices boursiers de la zone euro et des États-Unis

(indice : 1^{er} janvier 2015 = 100)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (8 mars 2018). La dernière observation se rapporte au 13 juin 2018.

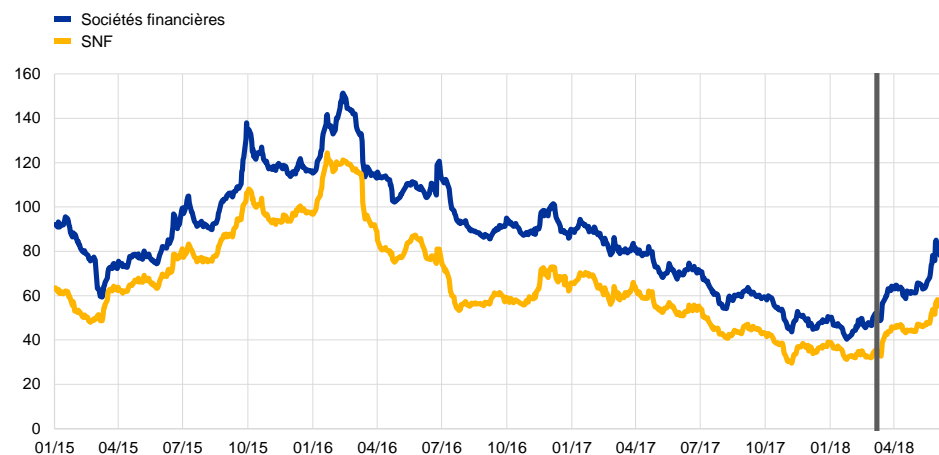
Les écarts de rendement des obligations émises par les SNF ont été moins affectés par les récentes tensions sur les marchés des obligations souveraines.

Depuis fin avril, l'écart de rendement des obligations bien notées émises par les SNF par rapport au taux sans risque a augmenté de 23 points de base pour s'inscrire à 58 points de base (cf. graphique 8). Les rendements des titres de créance du secteur financier ont encore légèrement augmenté, entraînant un creusement de 32 points de base environ de leurs écarts de rendement. Toutefois, les écarts de rendement des obligations d'entreprises demeurent très inférieurs aux niveaux observés en mars 2016, avant l'annonce, puis le lancement du programme d'achats de titres du secteur des entreprises.

Graphique 8

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

(en points de base)



Sources : Indices iBoxx et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (8 mars 2018). La dernière observation se rapporte au 13 juin 2018.

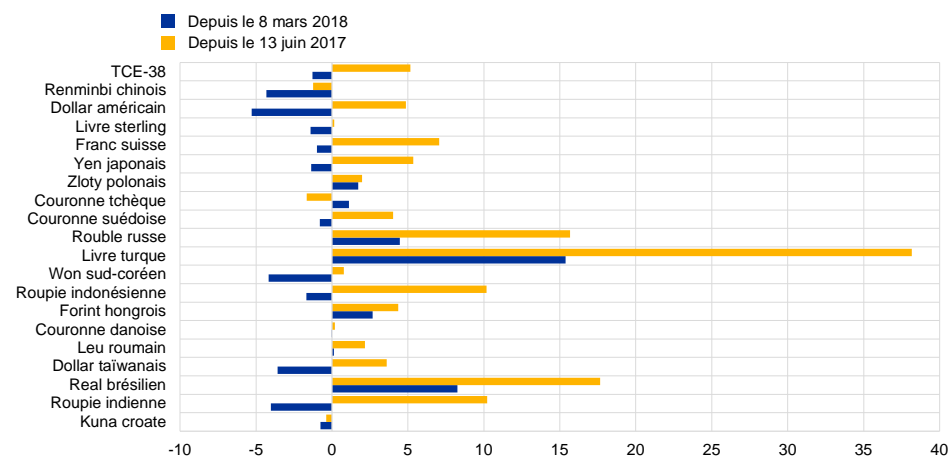
Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux (cf. graphique 9).

Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est déprécié de 1,3 %. Cette évolution reflète largement un affaiblissement de l'euro vis-à-vis des principales devises, en particulier le dollar (– 5,3 %) et le renminbi chinois (– 4,3 %), et annule en partie l'appréciation de la monnaie unique observée depuis juin 2017. L'euro s'est également déprécié vis-à-vis de la livre sterling (– 1,4 %), du yen japonais (– 1,4 %) et du franc suisse (– 1,0 %). La dépréciation par rapport aux devises des principaux partenaires de la zone euro a été contrebalancée en partie seulement par un renforcement prononcé de l'euro par rapport aux devises de certains marchés émergents, plus particulièrement la livre turque (15,4 %), le real brésilien (8,3 %) et le rouble russe (4,5 %), et par un raffermissement plus modéré par rapport aux devises de certains États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro.

Graphique 9

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le TCE-38 est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 13 juin 2018.

3 Activité économique

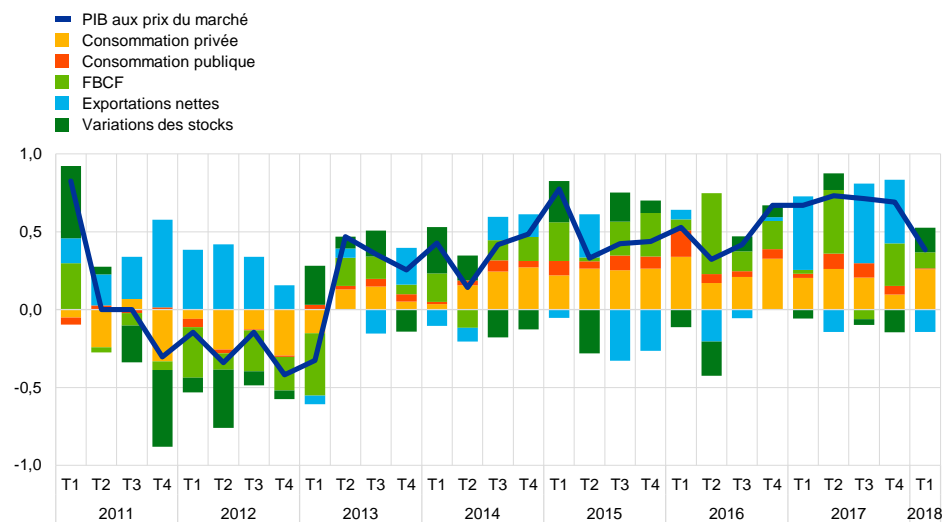
En dépit des données et des indicateurs plus faibles que prévu récemment observés, l'expansion économique dans la zone euro demeure solide et généralisée à l'ensemble des pays et des secteurs, après une période de taux de croissance nettement supérieurs à la croissance potentielle. La croissance du PIB en volume de la zone est principalement soutenue par la hausse de la consommation et de l'investissement du secteur privé. Les derniers résultats d'enquêtes et les données disponibles vont dans le sens d'une dynamique de croissance plus modérée mais toujours solide à court terme. Les projections macroéconomiques de juin 2018 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème prévoient une hausse annuelle du PIB en volume de 2,1 % en 2018, de 1,9 % en 2019 et de 1,7 % en 2020. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2018 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées à la baisse pour 2018 et demeurent inchangées pour 2019 et 2020.

La croissance s'est modérée au premier trimestre 2018, mais est demeurée solide et généralisée à l'ensemble des pays et des secteurs de la zone euro. Au premier trimestre 2018, le PIB en volume a augmenté de 0,4 % en rythme trimestriel, après une croissance de 0,7 % au trimestre précédent (cf. graphique 10). Le ralentissement de la croissance en début d'année a été lié à des facteurs temporaires ainsi qu'à des facteurs conjoncturels plus durables (cf. encadré 2). La demande intérieure (notamment la consommation privée et la FBCF) a continué d'être le principal moteur de la croissance au premier trimestre 2018. La variation des stocks a apporté une contribution positive à la croissance du PIB en volume au premier trimestre, tandis que les exportations nettes ont apporté une contribution négative. S'agissant de la production, l'activité économique a été principalement soutenue par la croissance robuste dans les secteurs des services et de la construction, tandis que la valeur ajoutée dans l'industrie hors construction s'est légèrement contractée.

Graphique 10

PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



La croissance de l'emploi est demeurée solide au premier trimestre de l'année.

La croissance de l'emploi s'est encore accélérée, pour s'établir à 0,4 % en glissement trimestriel au premier trimestre 2018 (cf. graphique 11), et s'inscrit 1,9 % au-dessus du pic d'avant la crise enregistré au premier trimestre 2008. L'emploi a augmenté dans la plupart des pays de la zone euro et cette hausse a concerné tous les secteurs. La dernière augmentation a porté à 8,4 millions le nombre cumulé d'emplois créés dans la zone euro depuis le point bas du deuxième trimestre 2013. La forte croissance de l'emploi durant la reprise s'est accompagnée d'un nombre moyen d'heures travaillées globalement stable, ce qui reflète principalement l'incidence de plusieurs facteurs structurels (par exemple, la part importante de travailleurs à temps partiel dans l'emploi total et d'autres effets de composition).

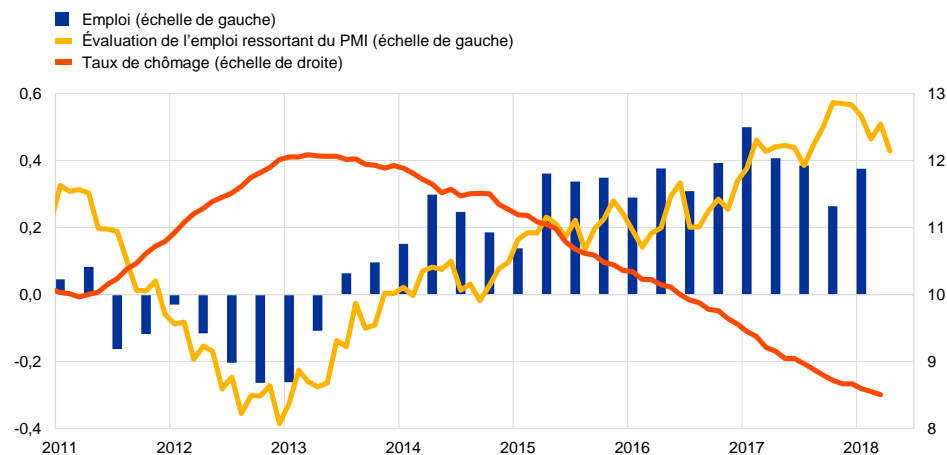
Les indicateurs à court terme font état d'un dynamisme persistant du marché du travail au deuxième trimestre 2018.

Le taux de chômage de la zone euro a continué de reculer pour s'établir à 8,5 % en avril - le niveau le plus bas depuis décembre 2008. La baisse a concerné l'ensemble des chômeurs, indépendamment de la tranche d'âge, du sexe ou de la durée du chômage. Les indicateurs tirés d'enquêtes se sont légèrement modérés après avoir atteint des niveaux très élevés, mais indiquent toujours une croissance continue de l'emploi au deuxième trimestre 2018. Dans ce contexte, les signes de pénurie de main-d'œuvre se sont accentués dans certains pays et certains secteurs.

Graphique 11

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

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



Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.

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

Les évolutions de la consommation privée continuent d'être soutenues par le redressement du marché du travail et le renforcement des bilans des ménages.

La consommation privée a augmenté de 0,5 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2018, après une croissance légèrement plus faible au quatrième trimestre 2017. Les évolutions récentes du commerce de détail et des nouvelles immatriculations de voitures particulières présentent des risques négatifs. Toutefois, dans une perspective de plus long terme, la hausse des revenus du travail soutient la solide dynamique sous-jacente des dépenses de consommation, qui s'est également reflétée dans le niveau élevé de la confiance des consommateurs. En outre, le renforcement des bilans des ménages demeure un facteur important à l'origine de la croissance régulière de la consommation, la solvabilité des ménages constituant un déterminant clé de leur accès au crédit.

Le redressement actuellement constaté sur les marchés de l'immobilier résidentiel devrait continuer de soutenir la croissance.

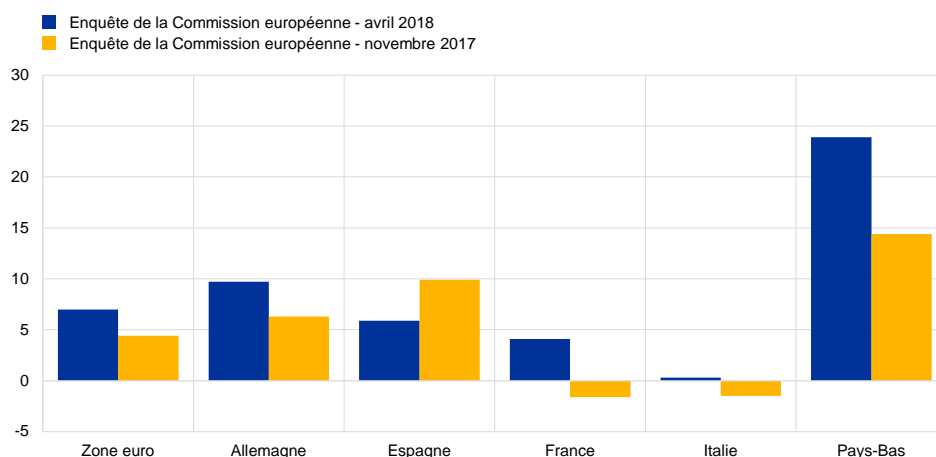
L'investissement dans l'immobilier résidentiel a augmenté de 1,2 % au premier trimestre 2018, reflétant la poursuite de la reprise dans de nombreux pays de la zone euro et dans la zone euro dans son ensemble. Les indicateurs à court terme et les résultats d'enquêtes récents font état d'une dynamique positive mais en perte de vitesse. La production dans la construction dans le secteur des bâtiments a enregistré sa troisième diminution de suite en mars, avec une baisse de 0,3 % en glissement mensuel. En revanche, les indicateurs des directeurs d'achat relatifs à la production dans le secteur de la construction se sont inscrits en hausse en mai, portant la période d'expansion actuellement observée à un an et demi, avec un profil analogue pour l'indicateur des directeurs d'achat relatif à la production dans l'immobilier résidentiel. L'indicateur de confiance de la Commission européenne pour le secteur de la construction relatif à la construction de bâtiments a augmenté en mai. Les indicateurs des directeurs d'achat tout comme l'indicateur de confiance restent nettement supérieurs à leurs moyennes de long terme.

L'investissement des entreprises devrait continuer d'augmenter, soutenu par des anticipations de bénéfices favorables, la vigueur de la demande et des conditions de financement accommodantes. Les comptes sectoriels de la zone euro pour le quatrième trimestre 2017 montrent que les taux de marge des entreprises (mesurés par l'excédent net d'exploitation rapporté à la valeur ajoutée) sont demeurés élevés. De plus, les anticipations de bénéfices pour les entreprises cotées de la zone euro se situent toujours à des niveaux élevés. En outre, l'augmentation de l'utilisation des capacités de production et la hausse des commandes dans le secteur des biens d'équipement, ainsi que la solidité de la confiance et de la demande, indiquent dans l'ensemble un maintien du dynamisme des investissements. Selon les dernières données tirées de l'enquête de la Commission européenne relative aux investissements industriels d'avril 2018, une forte augmentation de l'investissement réel est anticipée dans le secteur manufacturier, à hauteur de 7,0 % dans la zone euro en 2018, ce qui représente une révision à la hausse par rapport à la précédente enquête conduite en novembre 2017. L'investissement devrait s'accroître en 2018 dans la plupart des grands pays de la zone euro et dans la zone euro dans son ensemble (cf. graphique 12).

Graphique 12

Prévisions d'investissement réel dans le secteur industriel en 2018

(volumes ; variations annuelles en pourcentage)



Source : Enquête de la Commission européenne relative aux investissements industriels.

La croissance des exportations de la zone euro s'est ralentie au premier trimestre 2018. Après une expansion soutenue au second semestre 2017, la croissance des exportations en volume totales de la zone euro a diminué de 0,4 % au premier trimestre 2018. Ce ralentissement s'explique essentiellement par les exportations de biens, qui ont reculé de 0,6 % en glissement trimestriel. Le fléchissement des exportations de biens hors zone euro en février et en mars a concerné un grand nombre de destinations. Les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux nouvelles commandes adressées au secteur manufacturier, tant au niveau mondial que dans la zone euro, confirment une orientation plus modérée des exportations au deuxième trimestre.

Les indicateurs économiques et résultats d'enquêtes récents sont plus faibles, mais restent compatibles avec la poursuite d'une croissance économique solide et généralisée. La production industrielle (hors construction) a baissé en avril. Cette baisse a été relativement généralisée sur l'ensemble des secteurs et les principaux pays de la zone euro. L'indicateur du climat économique de la Commission européenne (*Economic Sentiment Indicator* - ESI) et l'indice composite des directeurs d'achat pour la production (*Purchasing Managers' Index* - PMI) se sont inscrits en baisse tout au long du premier trimestre et ont continué de reculer, mais à un rythme légèrement moins élevé, en avril et en mai. Les deux indicateurs restent supérieurs à leurs moyennes de long terme.

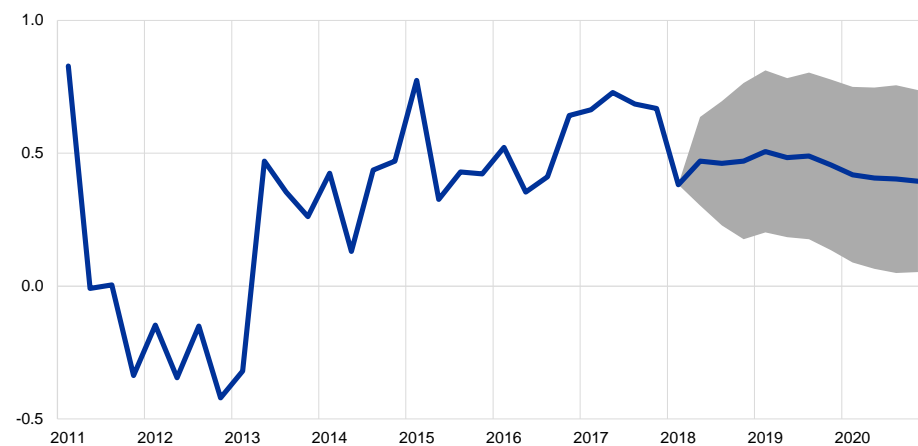
La croissance économique solide et généralisée actuellement en cours devrait se poursuivre. Les mesures de politique monétaire de la BCE, qui ont facilité le processus de désendettement, continuent de soutenir la demande intérieure. La consommation privée est confortée par la poursuite des créations d'emplois, qui reflètent partiellement les réformes passées des marchés du travail, ainsi que par l'augmentation de la richesse des ménages. L'investissement des entreprises est soutenu par les conditions de financement favorables, la hausse de leur rentabilité et une forte demande. L'investissement immobilier résidentiel reste robuste. De plus, la croissance généralisée de la demande mondiale devrait se poursuivre et favoriser les exportations de la zone euro. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro restent globalement équilibrés. Cependant, les incertitudes liées à des facteurs mondiaux, notamment la menace d'un protectionnisme accru, se sont renforcées. Par ailleurs, le risque d'une élévation persistante de la volatilité des marchés financiers doit être surveillé.

Les projections macroéconomiques de juin 2018 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro prévoient une hausse du PIB annuel en volume de 2,1 % en 2018, de 1,9 % en 2019 et de 1,7 % en 2020 (cf. graphique 13). Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2018 établies par les services de la BCE, les prévisions de croissance du PIB en volume ont été révisées à la baisse pour 2018 et demeurent inchangées pour 2019 et 2020.

Graphique 13

PIB en volume de la zone euro (avec projections)

(variations trimestrielles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2018 » publié le 14 juin 2018 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 moyenne de ces différences. 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

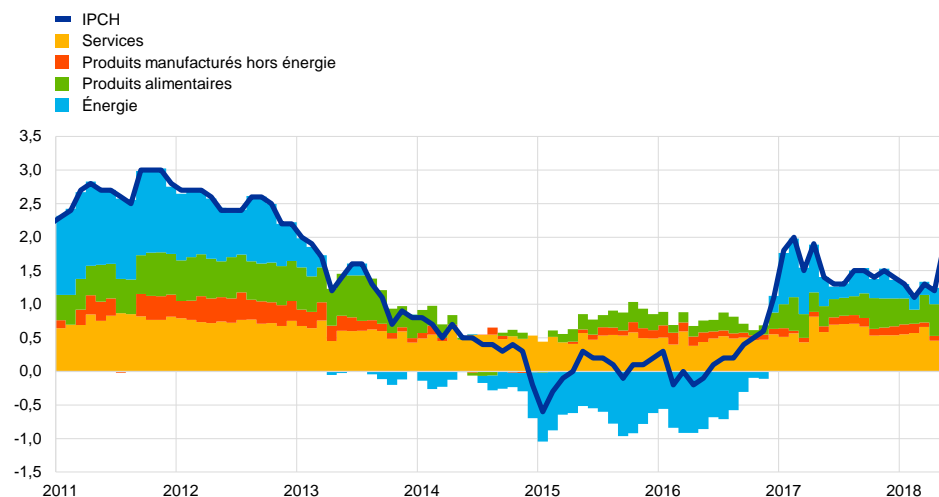
Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est accélérée à 1,9 % en mai 2018, après 1,2 % en avril. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux annuels d'inflation devraient fluctuer autour de leur niveau actuel jusqu'à la fin de l'année. Si les mesures de l'inflation sous-jacente restent globalement modérées, elles ont augmenté par rapport aux points bas passés. Les tensions sur les coûts d'origine interne s'accroissent dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production, de tensions sur les marchés du travail et de hausses des salaires. L'incertitude autour des perspectives d'inflation recule. À l'avenir, l'inflation sous-jacente devrait s'accélérer vers la fin de l'année et progresser graduellement à moyen terme, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE, la poursuite de la croissance économique, la résorption correspondante de la sous-utilisation des capacités productives et l'accélération de la hausse des salaires. Ce scénario ressort également, globalement, des projections macroéconomiques de juin 2018 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui laissent entrevoir une hausse annuelle de l'IPCH de 1,7 % en 2018, 2019 et 2020. Pour l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, la hausse prévue est de 1,1 %, 1,6 % et 1,9 %, respectivement.

L'inflation totale a fortement augmenté en mai. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro a fortement augmenté, passant de 1,2 % en avril à 1,9 % en mai 2018 – le taux le plus élevé enregistré depuis avril 2017 (cf. graphique 14). La hausse constatée en mai reflète les plus fortes contributions des prix des services et des produits alimentaires et, en particulier, des prix de l'énergie. L'accentuation de la hausse des prix de l'énergie reflète à la fois une forte augmentation mensuelle des prix de l'énergie sous l'effet du renchérissement du pétrole et un effet de base haussier.

Graphique 14

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 2018 (estimations rapides).

Les mesures de l'inflation sous-jacente sont demeurées globalement

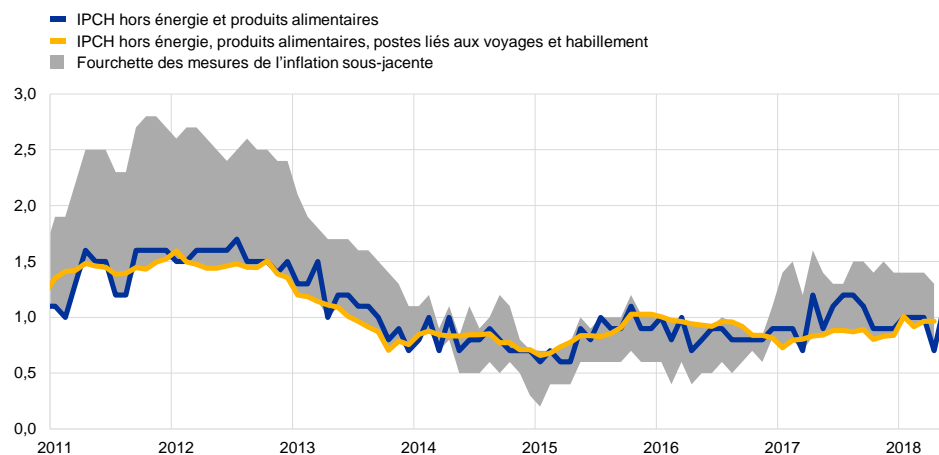
modérées mais ont augmenté par rapport à leurs points bas antérieurs. Selon

l'estimation rapide, après s'être inscrite à 1,0 % durant trois mois consécutifs, la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est revenue à 0,7 % en avril, avant de rebondir à 1,1 % en mai (cf. graphique 15). Cette évolution reflète essentiellement une volatilité due au calendrier différent des fêtes de Pâques cette année. L'IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages et habillement – les deux dernières composantes tendant à être sensibles aux effets de calendrier et à la date des périodes de soldes – est resté relativement stable en avril (dernier mois pour lequel cette ventilation était disponible). Dans l'ensemble, si l'on fait abstraction de la volatilité des derniers mois, les mesures de l'inflation sous-jacente sont demeurées globalement stables, mais ont augmenté par rapport aux bas niveaux enregistrés en 2016.

Graphique 15

Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La fourchette des mesures de l'inflation sous-jacente comprend les éléments suivants : l'IPCH hors énergie ; l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés ; l'IPCH hors énergie et produits alimentaires ; l'IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages et habillement ; la moyenne tronquée (10 %) ; la moyenne tronquée (30 %) et la médiane pondérée de l'IPCH. Les dernières observations se rapportent à mai 2018 (IPCH hors énergie et produits alimentaires – estimation rapide) et à avril 2018 pour toutes les autres mesures.

L'accentuation des tensions sur les coûts d'origine interne a largement contrebalancé les pressions à la baisse croissantes exercées par l'appréciation antérieure du taux de change sur la hausse des prix des produits hors énergie.

L'appréciation passée du taux de change effectif de l'euro s'est traduite par un ralentissement de la hausse des prix des importations².

Cependant, les prix à l'importation hors zone euro des biens de consommation non alimentaires n'ont que légèrement diminué en rythme annuel en avril 2018, revenant à -2,0 % (après -1,9 % en mars). La baisse des prix à l'importation des biens intermédiaires, qui signale des tensions sur les prix en amont de la chaîne de production intérieure, s'est légèrement atténuée, ressortant à -0,8 % en avril après -1,5 % en mars. Contrairement aux prix des importations, les prix à la production des ventes domestiques de biens de consommation non alimentaires ont continué de résister aux pressions à la baisse résultant de l'appréciation passée du taux de change, ce qui reflète probablement une accentuation des tensions sur les coûts d'origine interne et une augmentation du pouvoir de fixation des prix des entreprises dans un environnement de croissance économique robuste. La hausse annuelle des prix à la production des biens de consommation non alimentaires a été stable, à 0,5 %, entre février et avril 2018, après s'être établie autour de 0,2 % au second semestre 2017. Au niveau des prix à la consommation, la hausse des prix de la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH a diminué pour revenir à 0,2 % en mai, après 0,3 % en avril. Ce taux est inférieur à ceux observés au début de l'année, mais son évolution est imputable en partie à la forte volatilité des taux annuels d'inflation de la sous-composante habillement et chaussure, liée en partie aux profils d'évolution changeants des soldes saisonniers ces dernières années.

² Pour de plus amples détails, cf. l'encadré 3 du présent *Bulletin économique*.

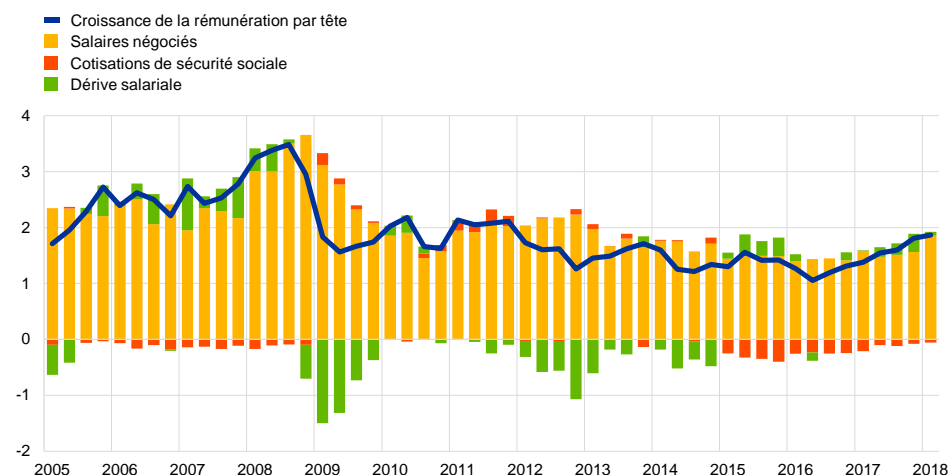
Les évolutions récentes des données relatives à la croissance des salaires signalent la poursuite d'une tendance haussière et vont dans le sens d'une accumulation progressive de tensions sur les coûts d'origine interne.

La croissance annuelle de la rémunération par tête est ressortie à 1,9 % au premier trimestre 2018, après 1,8 % au quatrième trimestre 2017, pour s'inscrire aujourd'hui à un niveau considérablement plus élevé qu'au premier semestre 2016 (cf. graphique 16). Cette hausse reflète l'accroissement de la croissance annuelle des salaires négociés (à 1,9 % au premier trimestre 2018, après 1,6 % au quatrième trimestre 2017), et les récents accords salariaux dans les pays de la zone euro soutiennent l'anticipation d'un nouveau redressement de la croissance des salaires. Dans l'ensemble, les évolutions récentes de la croissance des salaires reflètent une amélioration de la situation sur le marché du travail, dans la mesure où d'autres facteurs pesant sur la croissance des salaires, notamment la faiblesse passée de l'inflation et l'impact actuel des réformes du marché du travail mises en œuvre dans certains pays durant la crise, commencent à se dissiper.

Graphique 16

Contributions des composantes de la rémunération par tête

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2018.

Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché, comme celles tirées d'enquêtes, sont demeurées largement inchangées.

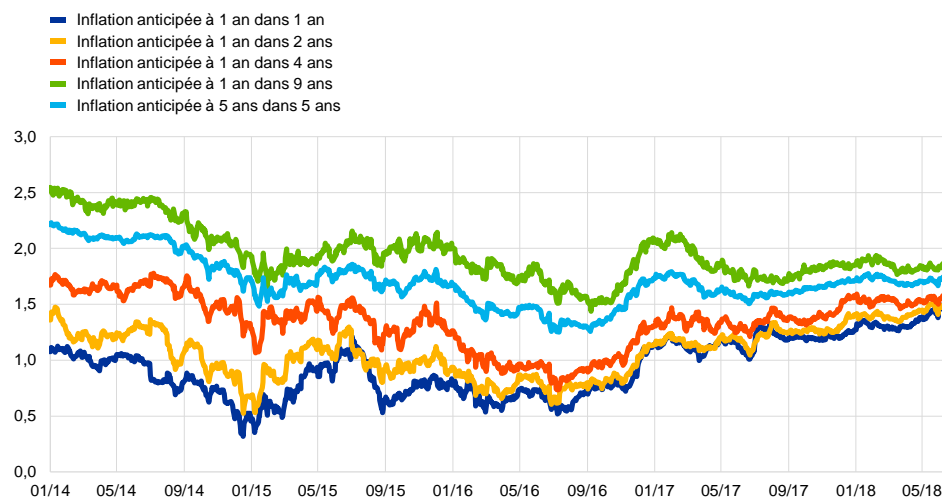
Le taux des swaps indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'est établi à 1,74 % le 12 juin 2018, sans changement globalement par rapport à fin avril (cf. graphique 17). Le profil anticipé des mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché continue d'indiquer une période prolongée de faible inflation, avec un retour seulement très progressif à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. La probabilité neutre au risque d'une inflation moyenne négative au cours des cinq prochaines années, ressortant des marchés d'options sur l'inflation, est négligeable et suggère que les marchés considèrent actuellement le risque de déflation comme très faible. Selon l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le deuxième trimestre 2018, les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme sont restées globalement

stables, à 1,9 %. C'est ce qui ressort également des dernières enquêtes de *Consensus Economics* et du Baromètre de la zone euro.

Graphique 17

Mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 12 juin 2018.

D'après les projections macroéconomiques de juin 2018 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, l'inflation mesurée par l'IPCH devrait rester stable, à 1,7 %, pour chacune des années de l'horizon de projection (cf. graphique 18) ³. Le profil de la projection d'inflation masque deux évolutions opposées : une hausse progressive de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, qui devrait passer de 1,1 % en 2018 à 1,6 % en 2019 et 1,9 % en 2020, et une moindre contribution de la hausse des prix de l'énergie, en raison de

l'hypothèse technique selon laquelle les prix du pétrole évoluent conformément à la courbe des contrats à terme sur le pétrole. L'accentuation attendue des tensions sous-jacentes sur les prix reflète en particulier les tensions croissantes sur les marchés du travail ainsi que les tensions concomitantes sur les salaires, en particulier dans certains pays. Dans un environnement de croissance robuste, cette hausse des coûts salariaux devrait se transmettre aux prix à la consommation. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2018 établies par les services de la BCE, la hausse de l'IPCH a été révisée à la hausse de 0,3 point de pourcentage pour 2018 et 2019, sous l'effet du renchérissement du pétrole et de légères révisions à la hausse de la croissance de la rémunération par tête.

³ Cf. l'article intitulé « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2018](#) » publié le 14 juin 2018 sur le site internet de la BCE.

Graphique 18

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2018 » publié le 14 juin 2018 sur le site internet de la BCE.

Note : 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 moyenne de ces différences. 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.

5 Monnaie et crédit

Depuis le quatrième trimestre 2017, la croissance de la monnaie au sens large s'est progressivement ralentie dans un contexte de réduction des achats nets d'actifs mensuels dans le cadre du programme d'achats d'actifs. Dans le même temps, la croissance des prêts accordés au secteur privé est demeurée sur une trajectoire d'expansion modérée, soutenue de manière significative par les effets des mesures de politique monétaire en place depuis juin 2014. Selon les estimations, le flux annuel du financement externe total à destination des sociétés non financières (SNF) a légèrement diminué au premier trimestre 2018.

La croissance de M3 s'est progressivement ralentie depuis le quatrième trimestre 2017 dans un contexte de réduction des achats nets d'actifs mensuels.

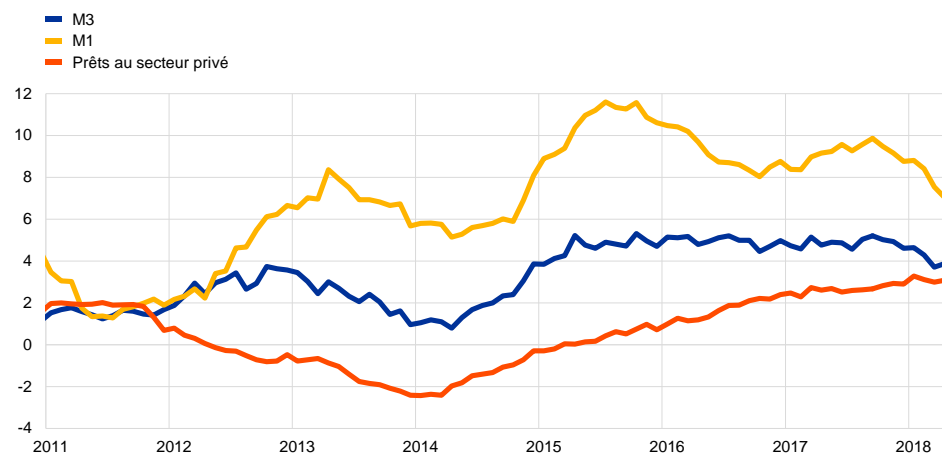
Le taux de croissance annuel de M3 s'est établi à 3,9 % en avril 2018, contre 3,7 % en mars et 4,3 % en février (cf. graphique 19). En mars et avril, les évolutions de la monnaie au sens large ont également été influencées par des effets de base, ce qui s'est traduit par une certaine volatilité des taux de croissance annuels. La réduction des achats nets d'actifs (de 80 milliards d'euros à 60 milliards en avril 2017 puis à 30 milliards en janvier 2018) a eu une incidence positive plus limitée sur la croissance de M3, l'augmentation des dépôts des vendeurs (sous réserve que le vendeur appartienne au secteur détenteur de monnaie) et les effets de rééquilibrage des portefeuilles ayant eu tendance à devenir moins prononcés⁴. Dans le même temps, la croissance de la monnaie a continué de bénéficier de l'incidence des mesures de politique monétaire de la BCE, d'une croissance économique solide et du faible coût d'opportunité de la détention des instruments les plus liquides dans un environnement de taux d'intérêt très bas. Bien que le taux de croissance annuel de M1, qui inclut les composantes les plus liquides de M3, ait encore diminué pour s'établir à 7,0 % en avril (après 7,5 % en mars), il a continué de contribuer fortement à la croissance de la monnaie au sens large.

⁴ Cf., par exemple, l'article intitulé « La transmission des récentes mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2015.

Graphique 19

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 2018.

Les dépôts à vue ont continué d'être le principal contributeur à la croissance

de M3.

Plus précisément, le taux de croissance annuel des dépôts à vue des ménages et des SNF est resté robuste en avril (8,4 % pour les deux). En revanche, le taux de croissance annuel des dépôts à vue détenus par les institutions financières non monétaires, qui affiche une plus grande volatilité, a continué de se modérer. La croissance annuelle des billets et pièces en circulation est restée contenue, n'indiquant pas, de la part du secteur détenteur de monnaie, de tendance 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 (M2 – M1) ont continué d'avoir une incidence négative sur M3. Le taux de variation annuel des instruments négociables (M3 – M2), qui représentent une composante peu importante de M3, a encore été négatif en avril. Cette évolution a résulté principalement d'une contribution négative des parts de fonds d'investissement monétaires, qui reflète la faible attractivité actuelle de ces instruments en termes de rémunération.

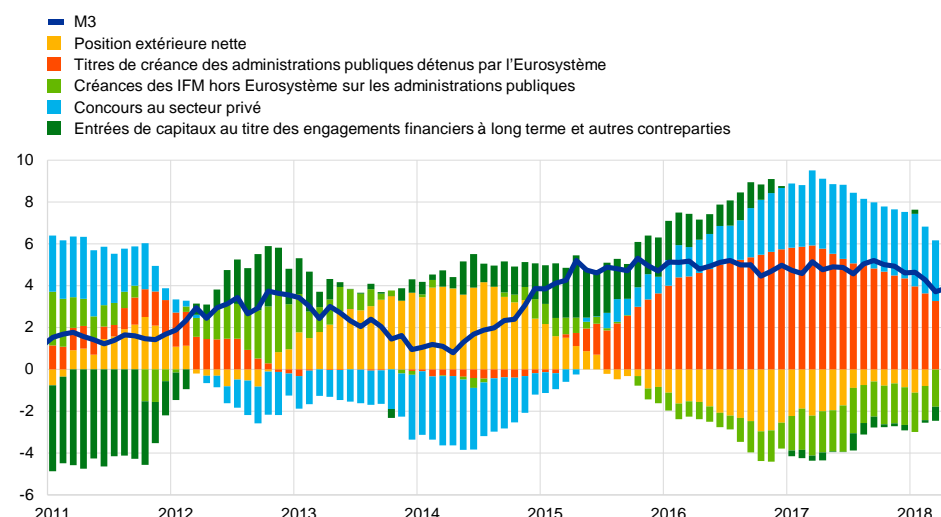
Les sources internes de la création monétaire sont restées le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large (cf. graphique 20).

Du point de vue des contreparties, la contribution positive à la croissance de M3 des titres des administrations publiques détenus par l'Eurosysteme a encore diminué (cf. la partie rouge des barres du graphique 20), dans un contexte de réduction des achats nets mensuels au titre du programme d'achats d'actifs. Cette diminution a été globalement contrebalancée par une augmentation de la contribution des financements accordés au secteur privé (cf. la partie bleue des barres du graphique 20), qui recouvrent les prêts des IFM au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres de créance émis par le secteur privé non-IFM de la zone euro. Par conséquent, cela couvre également la distribution de crédit *via* les achats par l'Eurosysteme de titres de créance des non-IFM dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises. La contraction persistante des

engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) vis-à-vis des résidents non-IFM de la zone euro a contribué positivement à la croissance de M3 (ces engagements figurent avec les autres contreparties dans la partie vert foncé des barres du graphique 20). Cette évolution est liée à une substitution de certains financements à d'autres dans un contexte de plus forte attractivité des fonds empruntés dans le cadre des TLTRO et des achats d'obligations sécurisées de l'Eurosystème dans le cadre du troisième programme d'achats d'obligations sécurisées. Les cessions d'obligations d'État par les IFM de la zone euro (hors Eurosystème) ont contribué à la variation annuelle négative des créances des IFM hors Eurosystème sur les administrations publiques et ont donc atténué la croissance de M3 (cf. la partie vert clair des barres du graphique 20). Enfin, la position extérieure nette des IFM a enregistré des flux annuels pratiquement nuls, reflétant une diminution des cessions d'obligations d'État par les non-résidents (cf. la partie jaune des barres du graphique 20).

Graphique 20 M3 et ses contreparties

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



Source : BCE.

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

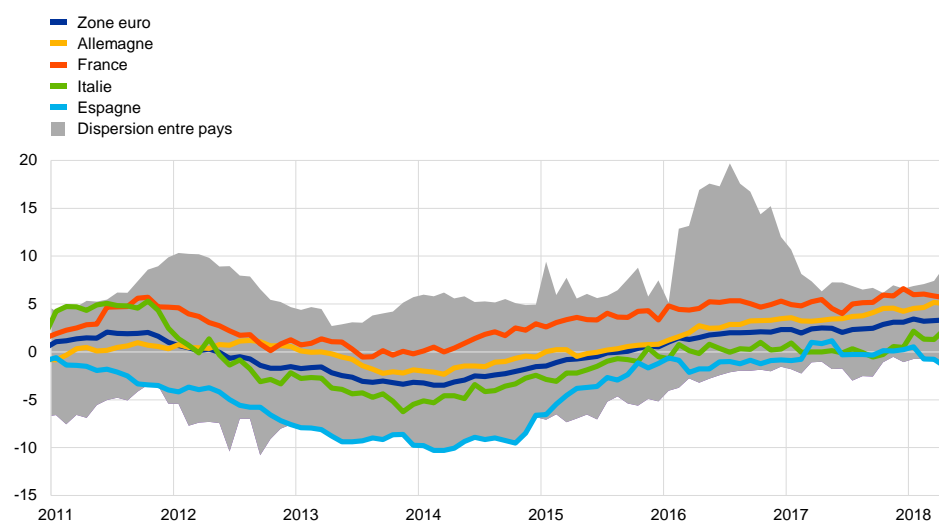
Le taux de croissance annuel des prêts accordés au secteur privé est demeuré sur une trajectoire d'expansion modérée. Le rythme annuel de croissance des prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle) est ressorti à 3,1 % en avril, après 3,0 % en mars (cf. graphique 19). Dans les différents secteurs, le taux de croissance annuel des prêts aux SNF est demeuré stable à 3,3 % en avril, s'étant nettement redressé par rapport au faible niveau enregistré au premier trimestre 2014 (cf. graphique 21). L'augmentation des prêts aux SNF, bien que modérée, a bénéficié de conditions de financement très favorables et d'une croissance robuste de l'investissement des entreprises. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est resté inchangé, à 2,9 % en avril

(cf. graphique 22). Cette évolution a été favorisée par des conditions de financement très favorables, l'amélioration des marchés du travail, le renforcement des marchés de l'immobilier et la croissance tant de l'investissement résidentiel que de la consommation privée. Dans le même temps, la croissance globale des prêts est restée hétérogène d'un pays à l'autre. Par ailleurs, les banques ont réalisé des progrès en matière d'assainissement de leurs bilans, d'amélioration de la rentabilité et de réduction des créances douteuses, même si le niveau de ces dernières demeure élevé dans certains pays et pourrait continuer d'affecter la capacité d'intermédiation des banques ⁵.

Graphique 21

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

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

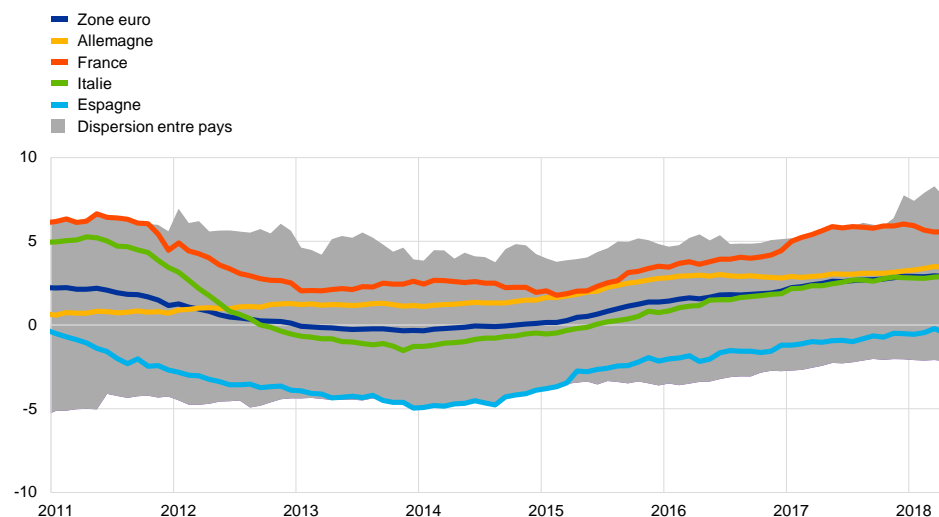
Notes : En données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dispersion entre pays est calculée comme l'écart entre minimum et maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à avril 2018.

⁵ Cf. également la section 3 de la revue de stabilité financière (*Financial Stability Review*), BCE, mai 2018.

Graphique 22

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 et de la titrisation. La dispersion entre pays est calculée comme l'écart entre minimum et maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à avril 2018.

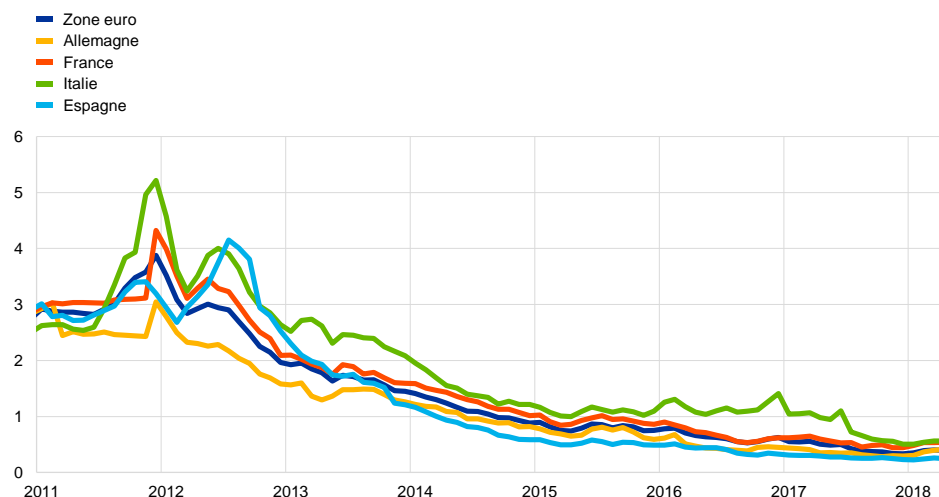
Les conditions de financement des banques sont restées proches des niveaux historiquement bas observés en décembre 2017.

Le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro est demeuré globalement inchangé en avril, après une hausse au premier trimestre 2018 (cf. graphique 23). Cette évolution s'explique par une augmentation des rendements des obligations bancaires, tandis que le coût pour les banques du financement par les dépôts est demeuré globalement stable. L'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE, le remboursement net des engagements financiers à long terme des IFM et le renforcement des bilans des banques sont autant d'éléments ayant contribué à des conditions de financement bancaire favorables. Dans le même temps, les rendements des obligations bancaires sont devenus plus hétérogènes d'un pays à l'autre en mai 2018, sur fond d'incertitude politique en Italie (cf. section 2).

Graphique 23

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, Markit iBoxx et calculs de la BCE.

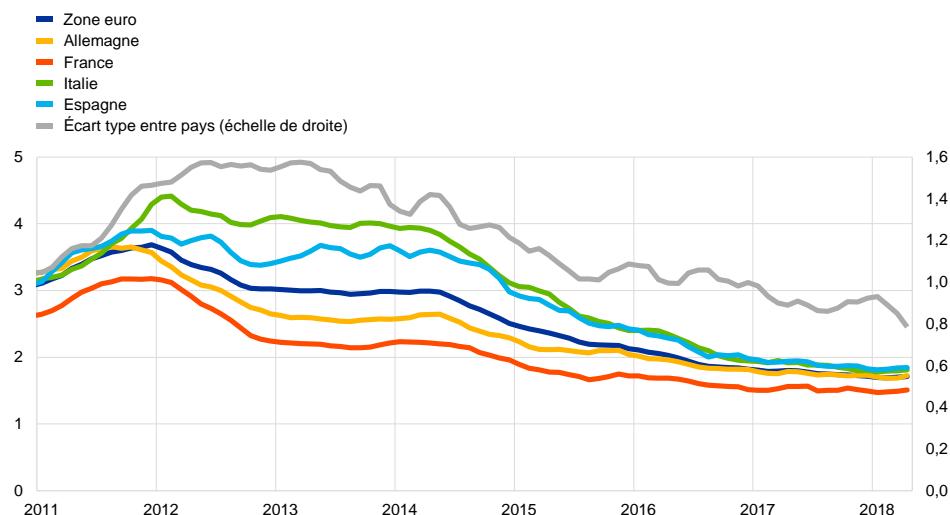
Notes : Le coût composite des dépôts est calculé comme une moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt à vue, de dépôt à terme et de dépôt remboursable avec préavis, pondérés par les encours correspondants. La dernière observation se rapporte à avril 2018.

Les taux d'intérêt des prêts bancaires accordés aux SNF et aux ménages se sont maintenus à des niveaux proches de leurs points bas historiques. Le taux d'intérêt composite sur les prêts bancaires aux SNF (cf. graphique 24) s'est établi à 1,70 % en avril, niveau proche de son point bas historique de 1,67 % enregistré en janvier 2018. Les taux d'intérêt composites des prêts au logement consentis aux ménages (cf. graphique 25) sont restés globalement inchangés à 1,83 %, légèrement au-dessus de leur point bas historique de 1,78 % observé en décembre 2016. Dans l'ensemble, les taux d'intérêt composites sur les prêts bancaires accordés aux SNF et aux ménages ont enregistré un recul beaucoup plus marqué que les taux de référence du marché depuis l'annonce par la BCE des mesures d'assouplissement du crédit en juin 2014. Cela indique une amélioration de la répercussion des mesures de politique monétaire sur les taux débiteurs bancaires. La baisse, évoquée précédemment, des coûts composites de financement des banques a favorisé le fléchissement des taux débiteurs composites. Entre mai 2014 et avril 2018, les taux débiteurs composites sur les prêts accordés aux SNF et sur les prêts au logement consentis aux ménages ont fléchi de 123 et 108 points de base, respectivement. La baisse des taux débiteurs composites sur les prêts consentis aux SNF a été particulièrement forte dans les pays de la zone euro les plus touchés par la crise financière, ce qui s'est traduit par une transmission plus homogène de la politique monétaire à ces taux entre les différents pays. Au cours de la même période, l'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de très faible montant (inférieur ou égal à 250 000 euros) et ceux appliqués aux prêts de montant élevé (supérieur à 1 million) dans la zone euro s'est nettement resserré. Cette évolution indique que les petites et moyennes entreprises ont généralement profité dans une plus large mesure que les grandes entreprises de la baisse des taux débiteurs bancaires.

Graphique 24

Taux d'intérêt composites sur les prêts aux SNF

(en pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur trois mois)



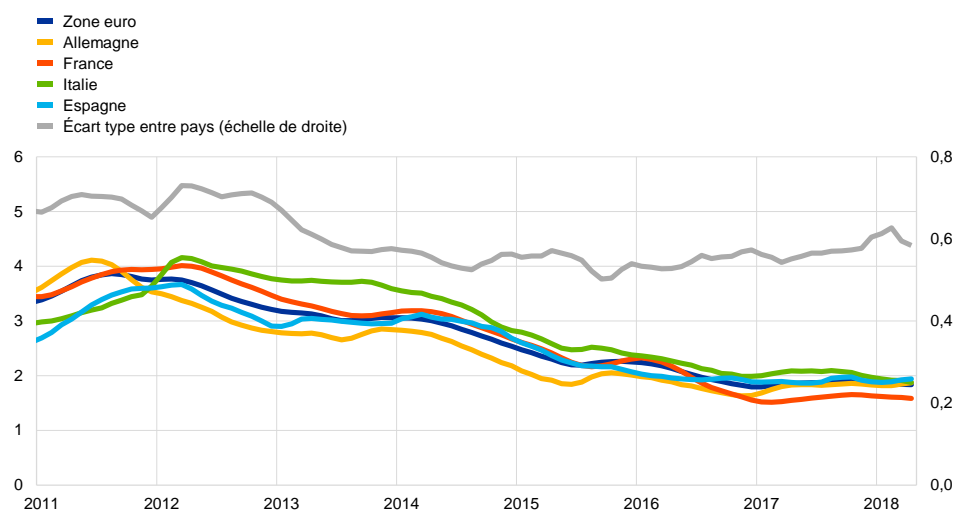
Source : BCE.

Notes : L'indicateur relatif au coût total de l'emprunt bancaire est calculé en agrégeant 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 2018.

Graphique 25

Taux d'intérêt composites sur les prêts au logement consentis aux ménages

(en pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCE.

Notes : L'indicateur relatif au coût total de l'emprunt bancaire est calculé en agrégeant 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 2018.

Selon les estimations, le flux annuel du financement externe total à destination des SNF de la zone euro s'est légèrement atténué au premier trimestre 2018.

Cette évolution reflète une diminution des émissions de titres de créance et d'actions cotées en 2017. En revanche, la dynamique des prêts bancaires s'est améliorée, soutenue, entre autres, par la persistance de l'assouplissement des critères d'octroi et par une diminution du coût des prêts bancaires. Globalement, le redressement du

financement externe des SNF, observé depuis début 2014, a été soutenu par le renforcement de l'activité économique, les effets des mesures de politique monétaire en place (améliorant ainsi les conditions d'emprunt) et les besoins de financement liés à l'augmentation du nombre de fusions et acquisitions. Dans le même temps, le niveau élevé des bénéfices non distribués des SNF a réduit la nécessité du recours au financement externe.

Les émissions nettes de titres de créance par les SNF ont fortement augmenté au premier trimestre 2018. Les émissions nettes ont été robustes en janvier, mais se sont ralenties en février et mars, continuant toutefois d'enregistrer le volume le plus élevé depuis le troisième trimestre 2016. Les données de marché pour avril et mai indiquent que l'activité d'émission est restée soutenue, mais à des niveaux plus faibles que ceux enregistrés au premier trimestre. Les émissions nettes d'actions cotées par les SNF ont également fortement augmenté au premier trimestre 2018.

Le coût de financement des SNF a renoué avec les niveaux favorables enregistrés en début d'année. En avril, le coût nominal total du financement externe des SNF, qui comprend le crédit bancaire, l'émission de dette sur le marché et le financement par émission d'actions, est ressorti à 4,5 %, en baisse de 14 points de base par rapport à mars. Selon les estimations, le coût de financement est resté constant en mai. Si le coût actuel du financement externe s'inscrit 43 points de base environ au-dessus de son point bas historique de juillet 2016, il reste inférieur au niveau observé mi-2014, lorsque les marchés ont commencé à anticiper l'introduction du programme d'achats de titres du secteur public.

Selon la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement, les PME de la zone euro continuent de faire état d'une amélioration de l'accès aux sources externes de financement. Elles attribuent ces améliorations principalement au fait que les banques sont davantage disposées à accorder des prêts. Les PME ont indiqué que tous les facteurs liés à la situation macroéconomique et à la situation individuelle des entreprises étudiés dans l'enquête avaient eu un impact positif sur l'accès au financement externe, ne faisant état d'aucun changement significatif depuis la dernière enquête. 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. Le pourcentage de PME en difficultés dans la zone euro se maintient à un niveau faible de 4 % environ depuis 2015, niveau nettement inférieur à ceux proches de 15 % observés en 2012 et autour de 2012. Cette évolution s'explique en partie par l'orientation accommodante des mesures conventionnelles et non conventionnelles de politique monétaire en place. Dans l'ensemble, une part légèrement plus réduite de PME ont fait état d'une augmentation de leur chiffre d'affaires et un pourcentage net plus faible a mentionné une hausse des bénéfices dans le contexte d'une augmentation des coûts de main-d'œuvre et des autres coûts (matériaux, énergie et charges d'intérêt).

6 Évolutions budgétaires

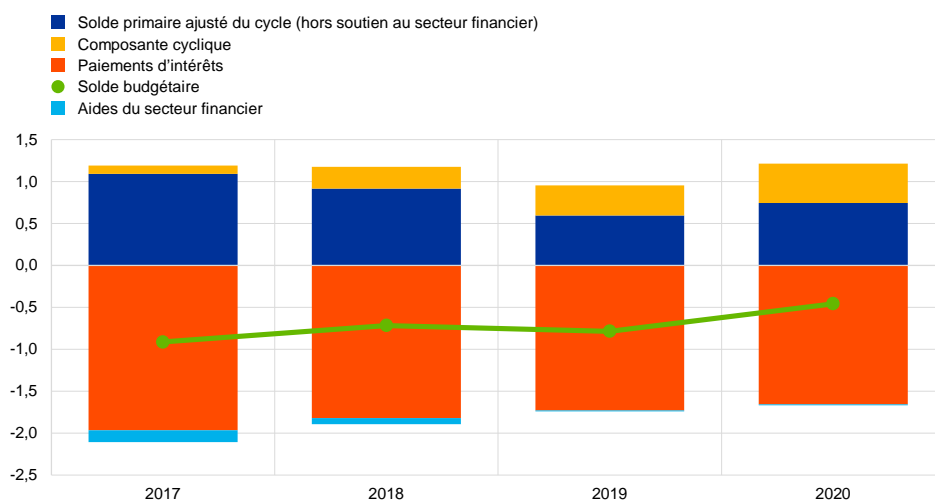
Le déficit budgétaire de la zone euro devrait continuer de décliner au cours de la période de projection (2018-2020), essentiellement sous l'effet de conditions conjoncturelles propices couplées à une diminution des paiements d'intérêts. L'orientation budgétaire globale dans la zone euro devrait être légèrement expansionniste en 2018 et globalement neutre en 2019 et en 2020. Le ratio dette publique/PIB de la zone euro va continuer de diminuer, mais n'en demeurera pas moins important. Les pays dont les niveaux de dette publique sont élevés tireraient particulièrement profit d'efforts d'assainissement supplémentaires afin d'ancrer fermement le ratio d'endettement de leurs administrations publiques sur une trajectoire baissière.

Le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait continuer de se resserrer à l'horizon des projections (2018-2020). Selon les projections macroéconomiques établies en juin 2018 par les services de l'Eurosystème⁶, le ratio de déficit des administrations publiques de la zone euro devrait revenir de 0,9 % du PIB en 2017 à 0,5 % du PIB en 2020. L'amélioration des perspectives budgétaires continue de s'appuyer globalement sur des évolutions conjoncturelles favorables et sur un repli des paiements d'intérêts, tandis que le solde primaire corrigé du cycle devrait se dégrader quelque peu en 2019 (cf. graphique 26). Les perspectives relatives au déficit des administrations publiques de la zone euro sont légèrement plus favorables que les projections de mars 2018.

Graphique 26

Le solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)



Sources : BCE et projections macroéconomiques de juin 2018 établies par les services de l'Eurosystème.
Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro.

⁶ Cf. « Projections macroéconomiques de juin 2018 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème », BCE, 2018. Les projections budgétaires se fondent sur l'hypothèse de politiques inchangées. Par conséquent, elles tiennent compte non seulement de mesures qui ont déjà été adoptées mais aussi de mesures en passe d'être entérinées par les parlements respectifs.

L'orientation budgétaire de la zone euro devrait être légèrement expansionniste en 2018 et globalement neutre en 2019 et en 2020 ⁷.

Le tour expansionniste que prendra l'orientation budgétaire en 2018 s'explique par de légers allègements fiscaux et par le dynamisme plus prononcé de la croissance des dépenses publiques par rapport à la tendance du PIB nominal. Des politiques expansionnistes sont menées dans la plupart des pays de la zone euro. En 2019 et en 2020, des allègements d'impôts et des réductions des contributions à la sécurité sociale, parfois de grande ampleur, devraient être largement compensés par une croissance plus modérée des dépenses primaires structurelles, résultant d'une contraction des prestations sociales et d'une diminution de la rémunération des salariés. À l'inverse, les investissements publics devraient rebondir, pour dépasser légèrement la tendance du PIB nominal sur l'horizon des projections.

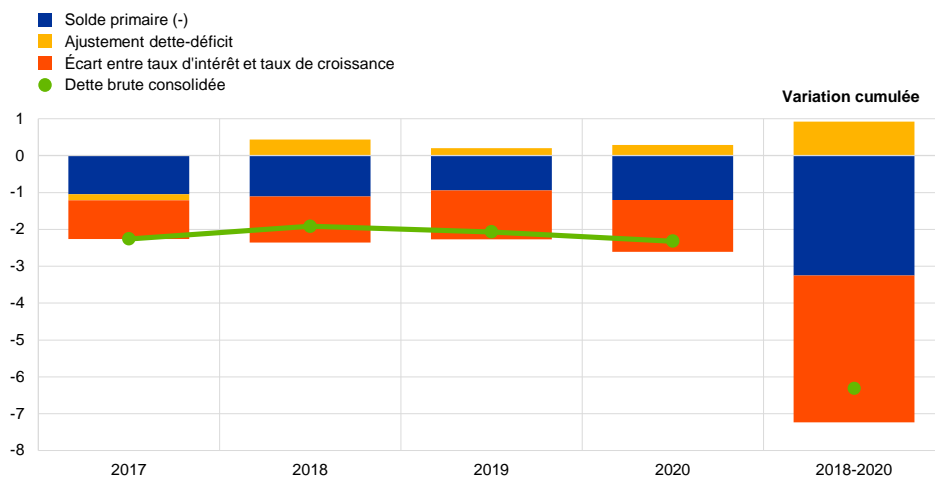
Le ratio dette/PIB du secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro devrait continuer de décroître. Selon les projections macroéconomiques de juin 2018 établies par les services de l'Eurosystème, le ratio dette/PIB du secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro devrait retomber de 86,7 % du PIB en 2017 à 80,4 % du PIB d'ici fin 2020. Le recul attendu de la dette publique repose principalement sur les évolutions favorables de l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance et des excédents primaires (cf. graphique 27). Les ajustements dette-déficit devraient cependant concourir à une accumulation de la dette. En comparaison des projections de mars 2018, le repli du ratio dette/PIB du secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro devrait s'atténuer quelque peu, sous l'effet principalement d'écarts moins favorables entre taux d'intérêt et taux de croissance. Les perspectives en matière d'endettement devraient s'améliorer dans la plupart des pays de la zone euro ; dans une poignée de pays toutefois, les niveaux d'endettement continueront de dépasser largement la valeur de référence de 60 % du PIB. À moyen et à long terme, les coûts liés au vieillissement démographique poseraient un défi à la soutenabilité budgétaire, des risques haussiers supplémentaires étant à craindre s'il était décidé de revenir sur des réformes passées dans les domaines des retraites, des soins de santé et des soins de longue durée. Pour une évaluation des prévisions pour 2018 du Rapport sur le vieillissement démographique, cf. l'encadré 4 du présent *Bulletin économique*.

⁷ L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance des politiques budgétaires 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 du soutien des pouvoirs publics au secteur financier.

Graphique 27

Facteurs déterminants de la variation de la dette publique

(en points de pourcentage du PIB)



Sources : BCE et projections macroéconomiques de juin 2018 établies par les services de l'Eurosystème.
Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro.

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 ancrer fermement le ratio de la dette publique sur une trajectoire baissière ; leurs niveaux d'endettement élevés rendent ces pays particulièrement vulnérables à tout ralentissement futur ou regain d'instabilité sur les marchés financiers. Le 23 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, à l'exception de la Grèce. Pour une évaluation de ces recommandations, cf. l'encadré 5 du présent *Bulletin économique*.

Encadrés

1 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 31 janvier au 2 mai 2018

Riccardo Costantini

Cet encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE durant les première et deuxième périodes de constitution de réserves de 2018, qui se sont déroulées du 31 janvier au 13 mars 2018 et du 14 mars au 2 mai 2018, 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.

Durant la période sous revue, 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 de son programme d'achats d'actifs (APP), avec une cible d'achats mensuels de 30 milliards d'euros en moyenne. Les achats se poursuivront à ce rythme jusque fin septembre 2018 ou au-delà si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif.

Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, est ressorti à 1 362,6 milliards d'euros, soit une hausse de 90,3 milliards par rapport à la précédente période sous revue (couvrant les septième et huitième périodes de constitution de 2017). Cette hausse du besoin de refinancement est attribuable à l'évolution du solde moyen des facteurs autonomes, qui a augmenté de 89,4 milliards d'euros pour atteindre 1 238,5 milliards au cours de la période sous revue, tandis que les réserves obligatoires ont augmenté de 0,9 milliard pour s'établir à 124,2 milliards.

La hausse du solde des facteurs autonomes, qui implique un retrait de liquidité, résulte d'une diminution des facteurs apportant de la liquidité et d'une augmentation des facteurs d'absorption. La diminution des facteurs apportant de la liquidité résulte principalement des avoirs extérieurs nets moyens libellés en euros, qui sont ressortis en baisse de 38,9 milliards d'euros à 212,8 milliards. Cette évolution résulte d'une hausse des engagements de l'Eurosystème envers les non-résidents de la zone euro qui ont augmenté en moyenne de 33,4 milliards d'euros au cours de la période sous revue, apportant

ainsi une contribution négative aux avoirs extérieurs nets moyens libellés en euros ⁸. S'agissant des engagements, la hausse la plus importante concerne les dépôts des administrations publiques, qui ont augmenté en moyenne de 39,2 milliards d'euros pour s'inscrire à 227,5 milliards.

La volatilité au jour le jour des facteurs autonomes est restée globalement inchangée par rapport à la précédente période sous revue. Les fluctuations quotidiennes des facteurs autonomes sont principalement le fait des dépôts des administrations publiques et des actifs nets libellés en euros.

Tableau A

Situation de liquidité de l'Eurosystème

Engagements – Besoins de refinancement (moyennes ; en milliards d'euros)

	Du 31 janvier au 2 mai 2018		Du 1 ^{er} novembre 2017 au 30 janvier 2018		Deuxième période de constitution		Première période de constitution	
Facteurs autonomes de la liquidité	2 080,1	(+44,3)	2 035,9	2 102,8	(+49,5)	2 053,2	(+12,5)	
Billets en circulation	1 154,1	(+2,1)	1 151,9	1 159,0	(+10,9)	1 148,2	(-10,0)	
Dépôts des administrations publiques	227,5	(+39,2)	188,3	247,5	(+44,0)	203,6	(+15,5)	
Autres facteurs autonomes	698,6	(+3,0)	695,6	696,2	(-5,3)	701,5	(+7,0)	
Comptes courants	1 304,6	(+10,8)	1 293,7	1 295,3	(-20,3)	1 315,6	(+40,5)	
Instruments de politique monétaire	800,5	(-8,3)	808,8	792,4	(-17,7)	810,2	(-2,8)	
Réserves obligatoires ¹	124,2	(+0,9)	123,3	124,4	(+0,5)	123,9	(+0,1)	
Facilité de dépôt	676,4	(-9,2)	685,6	668,0	(-18,3)	686,3	(-2,9)	
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	

⁸ Les engagements de l'Eurosystème envers les non-résidents de la zone euro sont principalement constitués des comptes des banques centrales étrangères auprès de l'Eurosystème. Les fins de trimestre, et dans une moindre mesure les fins de mois, donnent généralement lieu à des hausses de ces dépôts, les banques commerciales étant plus réticentes à accepter des espèces, non garanties ou garanties, à l'approche des dates d'arrêtés des bilans. Par exemple, le 29 mars 2018, les engagements envers les non-résidents de la zone euro libellés en euros ont augmenté de 55,8 milliards d'euros pour s'établir à 339,8 milliards.

Avoirs – Offre de liquidité (moyennes ; en milliards d’euros)

	Du 31 janvier au 2 mai 2018		Du 1 ^{er} novembre 2017 au 30 janvier 2018		Deuxième période de constitution		Première période de constitution	
Facteurs autonomes de la liquidité	841,7	(-45,1)	886,8	828,1	(-29,6)	857,8	(+14,2)	
Avoirs extérieurs nets	628,9	(-6,2)	635,0	627,1	(-3,8)	630,9	(-4,7)	
Avoirs nets libellés en euros	212,8	(-38,9)	251,8	201,0	(-25,8)	226,8	(+18,9)	
Instruments de politique monétaire	3 219,8	(+91,0)	3 128,8	3 238,4	(+40,8)	3 197,6	(+35,8)	
<i>Opérations d'open market</i>	3 219,7	(+91,1)	3 128,6	3 238,3	(+40,7)	3 197,6	(+35,9)	
Opérations d'appels d'offres	761,7	(-3,5)	765,2	761,5	(-0,6)	762,1	(-1,5)	
Opérations principales de refinancement	1,7	(-1,2)	2,9	1,9	(+0,4)	1,5	(-1,3)	
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	7,7	(-0,1)	7,8	7,7	(-0,1)	7,7	(-0,0)	
Opérations TLTRO I	13,0	(-1,8)	14,9	12,7	(-0,7)	13,4	(+0,0)	
Opérations TLTRO II	739,3	(-0,3)	739,6	739,2	(-0,2)	739,4	(-0,1)	
Portefeuilles d'achats fermes de titres	2 458,0	(+94,6)	2 363,4	2 476,8	(+41,3)	2 435,5	(+37,3)	
1 ^{er} programme d'achats d'obligations sécurisées	5,8	(-0,3)	6,1	5,6	(-0,3)	6,0	(-0,1)	
2 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	4,5	(-0,3)	4,8	4,4	(-0,2)	4,6	(-0,2)	
3 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	248,8	(+8,3)	240,5	250,6	(+3,8)	246,8	(+4,3)	
Programme pour les marchés de titres	85,0	(-4,0)	89,0	84,9	(-0,1)	85,1	(-4,0)	
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	25,8	(+0,7)	25,1	26,2	(+1,0)	25,2	(+0,1)	
Programme d'achats de titres du secteur public	1 942,3	(+74,5)	1 867,8	1 955,6	(+29,1)	1 926,5	(+29,3)	
Programme d'achats de titres du secteur des entreprises	145,7	(+15,6)	130,1	149,4	(+8,1)	141,3	(+7,9)	
Facilité de prêt marginal	0,1	(-0,1)	0,2	0,1	(+0,1)	0,0	(-0,1)	

Autres informations fondées sur la liquidité (moyennes ; en milliards d’euros)

	Du 31 janvier au 2 mai 2018		Du 1 ^{er} novembre 2017 au 30 janvier 2018		Deuxième période de constitution		Première période de constitution	
Besoin global de refinancement	1 362,6	(+90,3)	1 272,3	1 399,0	(+79,7)	1 319,3	(-2,0)	
Facteurs autonomes ²	1 238,5	(+89,4)	1 149,1	1 274,6	(+79,2)	1 195,4	(-2,1)	
Excédent de liquidité	1 856,7	(+0,9)	1 855,8	1 838,8	(-39,2)	1 878,0	(+37,6)	

Évolution des taux d'intérêt (moyennes ; en pourcentage)

	Du 31 janvier au 2 mai 2018		Du 1 ^{er} novembre 2017 au 30 janvier 2018		Deuxième période de constitution		Première période de constitution	
Opérations principales de refinancement	0,00	(+0,00)	0,00	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	
Facilité de prêt marginal	0,25	(+0,00)	0,25	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	
Facilité de dépôt	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	
Eonia	-0,364	(-0,013)	-0,351	-0,364	(-0,000)	-0,364	(-0,005)	

Source : BCE.

Notes : Tous les chiffres du tableau sont arrondis à la centaine de millions d'euros la plus proche.

1) Les réserves obligatoires sont une rubrique pour mémoire qui ne figure pas dans le bilan de l'Eurosystème et ne doit donc pas être prise en compte dans le calcul du total des engagements.

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

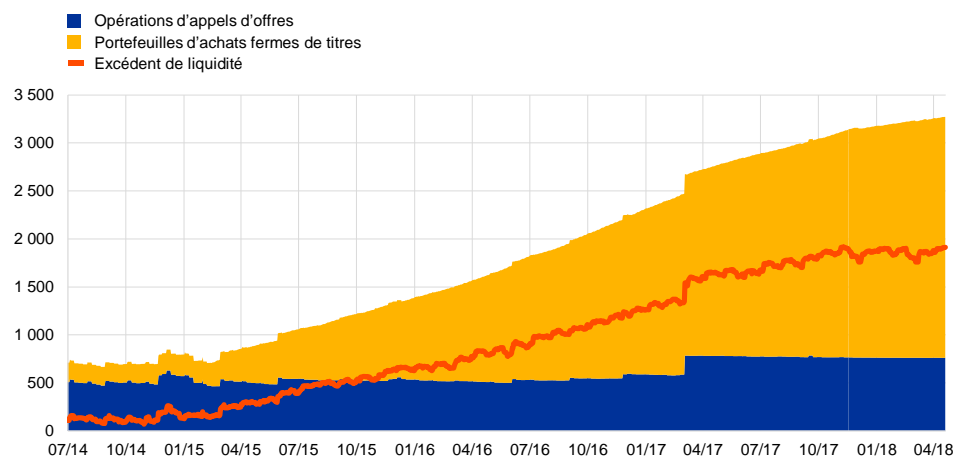
Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations d'open market (via les opérations d'appels d'offres et les achats dans le cadre de l'APP) a augmenté de 91,0 milliards d'euros pour s'établir à 3 219,8 milliards (cf. graphique A). Cette hausse est entièrement attribuable à l'APP, tandis que la demande a légèrement diminué pour les opérations d'appels d'offres.

Graphique A

Évolution des opérations d'open market et de l'excédent de liquidité

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des opérations d'appels d'offres a légèrement diminué durant la période sous revue, de 3,5 milliards d'euros, pour s'établir à 761,7 milliards. Cette diminution s'explique essentiellement par une baisse de l'encours moyen des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO), de 2,1 milliards d'euros. La baisse de l'encours des fonds empruntés dans le cadre de ces opérations résulte du règlement des remboursements volontaires des troisième, cinquième et septième opérations de la

première série de TLTRO en mars 2018. La liquidité moyenne fournie par les opérations principales de refinancement a baissé de 1,2 milliard d'euros et le montant moyen de la liquidité fournie par les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois a diminué de 0,1 milliard.

Avec les achats réalisés dans le cadre de l'APP, la liquidité fournie par le biais des portefeuilles de titres de l'Eurosystème liés à la mise en œuvre de la politique monétaire a augmenté de 94,8 milliards d'euros pour s'établir à 2 458 milliards, en moyenne. La liquidité 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 en moyenne de 74,5 milliards d'euros, de 8,3 milliards, de 0,7 milliard et de 15,6 milliards, respectivement. La réduction de la liquidité résultant du remboursement d'obligations détenues dans le cadre du programme pour les marchés de titres et des deux programmes précédents d'achats d'obligations sécurisées a représenté au total 4,6 milliards d'euros.

Excédent de liquidité

Par suite des évolutions examinées en détail précédemment, l'excédent de liquidité moyen est resté globalement stable au cours de la période sous revue, n'augmentant que légèrement, de 0,9 milliard d'euros par rapport à la période précédente, pour s'établir à 1 856,7 milliards (cf. graphique A).

L'augmentation de la liquidité par le biais de l'APP a été presque totalement contrebalancée par une hausse des facteurs autonomes, principalement au cours de la deuxième période de constitution. En effet, si l'excédent de liquidité a augmenté de 37,6 milliards d'euros pendant la première période de constitution des réserves, il a diminué de 39,2 milliards au cours de la deuxième période.

S'agissant de la répartition de l'excédent de liquidité entre les comptes courants et la facilité de dépôt, les encours moyens sur les comptes courants ont augmenté de 10,8 milliards d'euros pour s'établir à 1 304,6 milliards, tandis que le recours moyen à la facilité de dépôt a encore diminué, de 9,2 milliards, pour s'établir à 676,4 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, ou légèrement inférieurs à ce taux pour des paniers de garanties spécifiques sur le compartiment des opérations garanties.

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 - 0,364 %, par rapport à une moyenne de - 0,351 % lors de la précédente période sous revue. L'Eonia a fluctué entre un point bas de - 0,370 % fin février 2018 et un point haut de - 0,348 % le dernier jour de mars 2018. Sur le marché des opérations garanties, les taux moyens des

opérations de pension au jour le jour sur le marché *general collateral (GC) Pooling*⁹ sont restés stables pour le panier de garanties standard et le panier étendu par rapport à la période précédente. Le taux moyen des opérations de pension au jour le jour s'est établi à – 0,448 % pour le panier de garanties standard, et le taux moyen du panier étendu est ressorti à – 0,415 %.

La baisse de fin de trimestre enregistrée en mars 2018 par les taux des opérations de pension des émetteurs des pays du « cœur » de la zone euro (*core repo rates*) est moins prononcée que celle observée à la fin du premier trimestre 2017 et largement considérée comme un non-événement. Par

exemple, fin mars 2017, les taux des opérations de pension GC au jour le jour ont baissé de 12 points de base pour s'inscrire à – 0,54 % pour les garanties françaises, et de 34 points de base, à – 0,78 %, pour les garanties allemandes. Fin mars 2018, ces taux n'ont diminué que de 4 points de base et 6 points de base, respectivement, à – 0,46 % et – 0,47 %. Cela suggère que les intervenants de marché ont adopté des pratiques plus efficaces en matière de gestion des garanties. En outre, cette évolution laisse également penser que la facilité de prêts de titres dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public a des effets positifs.

⁹ Le marché *GC Pooling* permet de négocier les accords de pension sur la plateforme Eurex contre des paniers standardisés de garanties.

Le récent ralentissement de la croissance de la production dans la zone euro reflète des facteurs à la fois cycliques et temporaires

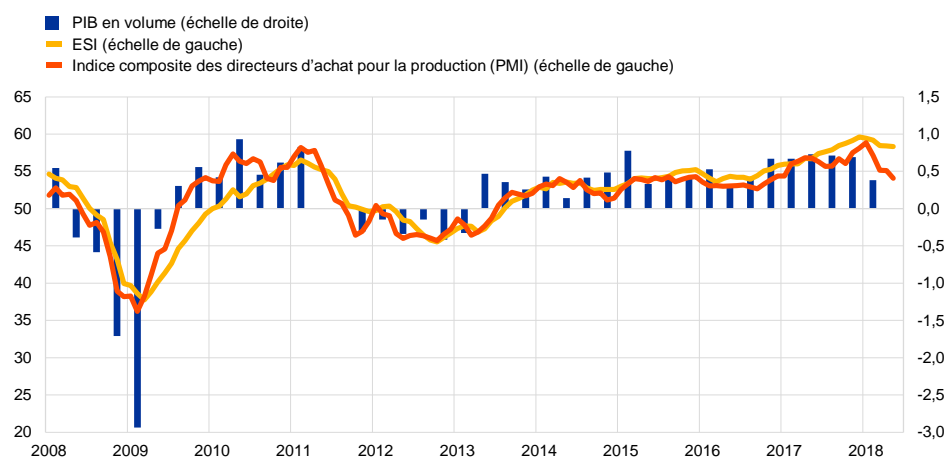
Gonzalo Camba-Mendez et Magnus Forsells

La croissance trimestrielle du PIB en volume dans la zone euro s'est ralentie à 0,4 % au premier trimestre 2018 après des taux de croissance très élevés en 2017. Le ralentissement observé au début de l'année, qui reflète des facteurs temporaires ainsi que des facteurs cycliques plus durables, est conforme aux évolutions des indicateurs économiques, notamment les données tirées d'enquêtes (cf. graphique A). L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production et l'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne ont fléchi durant tout le premier trimestre 2018. Toutefois, il est important de noter que, comme la croissance de la production, ces indicateurs ont reculé après avoir atteint des niveaux exceptionnellement élevés.

Graphique A

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

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



Sources : Eurostat, Commission européenne, Markit et BCE.

Notes : L'ESI est normé et recalculé pour obtenir la moyenne et l'écart type du PMI. Le PMI couvre le secteur manufacturier et celui des services, tandis que l'ESI couvre également les secteurs de la construction et du commerce de détail ainsi que la confiance des consommateurs. Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2018 pour le PIB en volume et à mai 2018 pour l'ESI et le PMI.

La modération de la croissance au premier trimestre a été relativement généralisée, reflétant principalement une baisse des exportations.

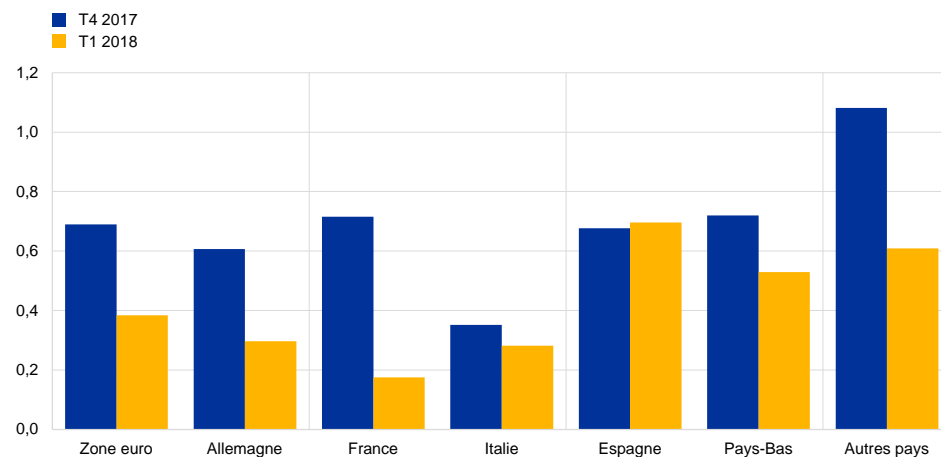
Le ralentissement de la croissance entre le quatrième trimestre 2017 et le premier trimestre 2018 a concerné la plupart des pays de la zone euro (cf. graphique B). Parmi les principaux pays de la zone, les seules exceptions ont été l'Espagne et l'Italie, où les taux de croissance sont demeurés globalement stables entre les deux trimestres. S'agissant de la ventilation des dépenses de la zone euro, le ralentissement de la croissance reflète une modération de la croissance des exportations et, dans une moindre mesure, de l'investissement. Tandis que le ralentissement de la croissance de l'investissement est imputable aux évolutions

intervenues dans quelques pays, celui de la croissance des exportations a été généralisé (cf. graphique C).

Graphique B

PIB en volume dans la zone euro

(croissance trimestrielle en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Le PIB pour le premier trimestre 2018 n'est pas encore disponible pour l'Irlande et le Luxembourg.

Le ralentissement de la croissance enregistré au début de l'année reflète en partie des facteurs temporaires. Des effets temporaires ont probablement joué un rôle dans la faiblesse des données économiques récemment publiées. Par exemple, des niveaux élevés de congés de maladie dus à la virulence inhabituelle de la grippe saisonnière dans des pays comme l'Allemagne ont freiné la croissance. Dans le même temps, des conditions météorologiques hivernales particulièrement rigoureuses et les grèves ayant touché certains pays de la zone euro expliquent également en partie la faiblesse des secteurs du commerce de détail et de la construction.

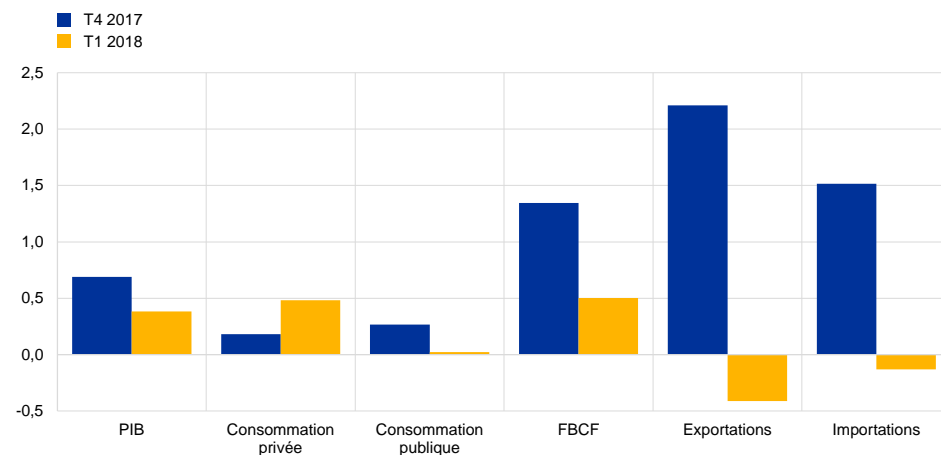
Toutefois, des facteurs d'une nature cyclique plus durable ont également joué un rôle dans le fléchissement de la croissance. Premièrement, le ralentissement de la croissance du PIB peut avoir été en partie associé à une accentuation des contraintes d'offre dans certains pays. Deuxièmement, les indicateurs relatifs à la croissance des échanges commerciaux mondiaux font état d'un léger ralentissement au cours des premiers mois de cette année. Cela reflète probablement un recul temporaire de la demande étrangère et les effets décalés de l'appréciation de l'euro observée en 2017, mais on ne peut exclure qu'une partie de ce recul soit également liée à une détérioration des anticipations résultant des discussions en cours sur les droits de douane. Troisièmement, la modération de la croissance de la production industrielle hors construction a concerné l'ensemble des pays de la zone euro et certains signes de faiblesse sont apparus dans les données provisoires relatives à la production industrielle publiées pour le deuxième trimestre 2018. Quatrièmement, de plus en plus d'éléments indiquent que le secteur automobile peut avoir atteint son niveau le plus élevé. Cela est partiellement confirmé par les nouvelles immatriculations de voitures particulières, qui semblent avoir stagné après s'être

inscrites en hausse régulière depuis début 2013. De plus, le fléchissement de la croissance peut avoir été aggravé par une accentuation de l'incertitude.

Graphique C

Composition du PIB en volume de la zone euro

(croissance trimestrielle en pourcentage)



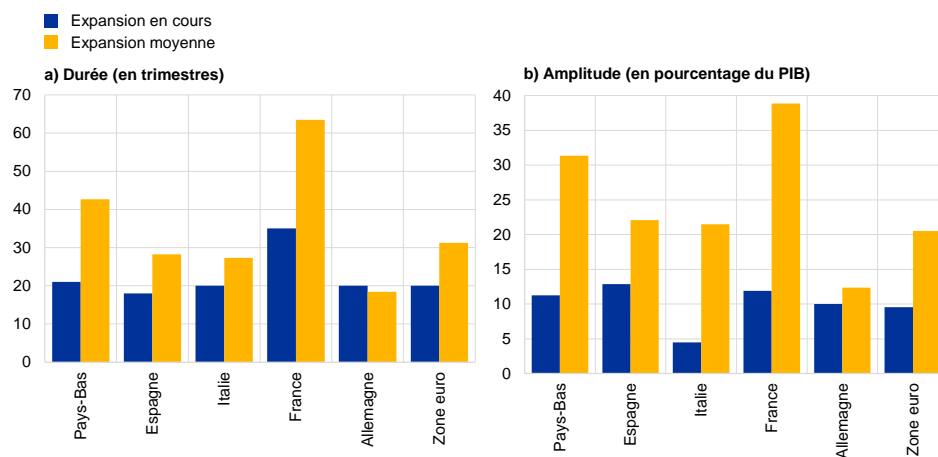
Source : Eurostat.

Toutefois, dans une perspective de long terme, la reprise en cours est loin d'être exceptionnelle en termes de durée ou de vigueur. La durée de l'expansion en cours, qui a commencé en 2013, reste inférieure à la moyenne historique pour la plupart des économies de la zone euro (cf. graphique D, partie gauche). L'amplitude (le gain de PIB par rapport au point bas, exprimé en pourcentage) durant la phase d'expansion en cours est également faible au regard des normes historiques. En principe, il reste également une marge de progression pour la croissance de l'emploi, le chômage demeurant élevé dans certains pays de la zone euro. Néanmoins, la confiance des consommateurs dans la zone euro reste proche des niveaux records, en raison notamment de la réduction de l'insécurité en matière d'emploi. De plus, l'investissement réel dans la zone euro demeure inférieur à son niveau d'avant la crise. L'investissement des entreprises ne s'est que récemment rétabli à des niveaux similaires à ceux enregistrés avant la crise financière ; mais l'investissement public reste faible.

Graphique D

PIB en volume de la zone euro : caractéristiques de l'expansion actuelle d'un point de vue historique (du point bas au point haut)

(trimestres ; en pourcentage du PIB)



Sources : OCDE, Eurostat, CEPR et calculs de la BCE.

Notes : L'expansion est la phase du cycle d'activité au cours de laquelle l'économie évolue d'un point bas à un point haut. La chronologie des phases d'expansion dans la zone euro provient du *Centre for Economic Policy Research* (Centre de recherche sur la politique économique - CEPR). Pour les cinq principaux pays de la zone euro, elle est calculée à partir du PIB en volume trimestriel et de l'algorithme de Bry-Boschan. Les barres bleues correspondent à l'expansion en cours et les barres jaunes à la durée moyenne, ou amplitude, des phases d'expansion pour chaque pays depuis 1970. La phase d'expansion en cours a commencé au premier trimestre 2013 pour la zone euro, l'Allemagne et l'Italie, au quatrième trimestre 2012 pour les Pays-Bas, au troisième trimestre 2013 pour l'Espagne et au deuxième trimestre 2009 pour la France, et s'étend jusqu'aux dernières observations du PIB (premier trimestre 2018).

Globalement, l'expansion économique devrait rester solide, à la faveur de la robustesse sous-jacente de l'économie de la zone euro. Bien que les résultats d'enquêtes se soient à nouveau légèrement modérés, ils demeurent compatibles avec la poursuite d'une croissance solide. Pour la suite, la croissance solide devrait se poursuivre, à des taux peut-être plus modérés cependant, les mesures de politique monétaire de la BCE continuant de soutenir la demande intérieure. La consommation privée devrait continuer d'être soutenue par les créations d'emplois et l'accroissement de la richesse des ménages. L'investissement des entreprises devrait encore se renforcer sous l'effet de conditions de financement très favorables, de la hausse de leur rentabilité et d'une demande robuste. De plus, la croissance mondiale généralisée favorise les exportations de la zone euro.

3 Suivi de la transmission des variations du taux de change à l'inflation

Elke Hahn et Derry O'Brien

L'évolution du taux de change peut jouer un rôle important dans le profil d'évolution de l'inflation mesurée par l'IPCH. Dans la mesure où une variation du taux de change affecte les prix à la consommation avec un retard considérable et où son incidence dépend de la situation économique du moment, l'évaluation de sa transmission requiert un suivi constant. Entre avril 2017 et mai 2018, l'euro s'est apprécié d'environ 8 % en termes effectifs nominaux et d'environ 10 % vis-à-vis du dollar. Cet encadré rappelle brièvement comment les variations du taux de change sont transmises aux prix à la consommation dans la zone euro. Il examine également plusieurs indicateurs à différents stades de la chaîne des prix afin d'évaluer le degré de transmission à l'heure actuelle. L'accent est mis sur le suivi de la transmission aux composantes de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires qui sont sensibles au taux de change.

La transmission du taux de change s'exerce par le biais de canaux tant directs qu'indirects¹⁰. Ainsi, la récente appréciation de l'euro a un effet direct sur l'inflation mesurée par l'IPCH, les biens de consommation finale importés, qui font partie du panier de l'IPCH, devenant moins chers. L'effet direct s'applique par exemple à la baisse de prix des importations de pétrole raffiné, à l'origine d'un effet fortement modérateur sur la composante énergie de l'IPCH. De plus, un effet indirect peut s'exercer, la baisse des prix des intrants importés influant sur les prix intérieurs à la production dans la mesure où ces réductions de coûts ne sont pas absorbées par les marges bénéficiaires. Un effet encore plus indirect s'exerce si l'appréciation du taux de change atténue les tensions globales sur les prix *via* son incidence défavorable sur les exportations nettes et, par conséquent, sur la demande globale et la production totale. En outre, des répercussions peuvent s'exercer sur l'inflation par l'intermédiaire des anticipations d'inflation. Si l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est soumis au canal direct, les effets indirects peuvent toutefois se révéler encore plus pertinents pour cette composante de l'IPCH. Au total, plusieurs facteurs déterminent la transmission du taux de change. Ces facteurs incluent la part des biens et services finaux importés dans l'indice des prix, l'importance des intrants importés (en particulier les matières premières) dans la production intérieure, les caractéristiques des produits, telles que le degré de différenciation, et l'intensité de la concurrence sur le marché. Ces facteurs peuvent également entraîner des variations en termes d'ampleur et d'échelonnement dans le temps de la transmission aux composantes de l'IPCH. La réaction des prix à une variation du taux de change peut, en outre, dépendre des déterminants sous-jacents de l'évolution de celui-ci¹¹.

¹⁰ Cf. également l'article intitulé « [La transmission des variations de taux de change à l'inflation de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2016.

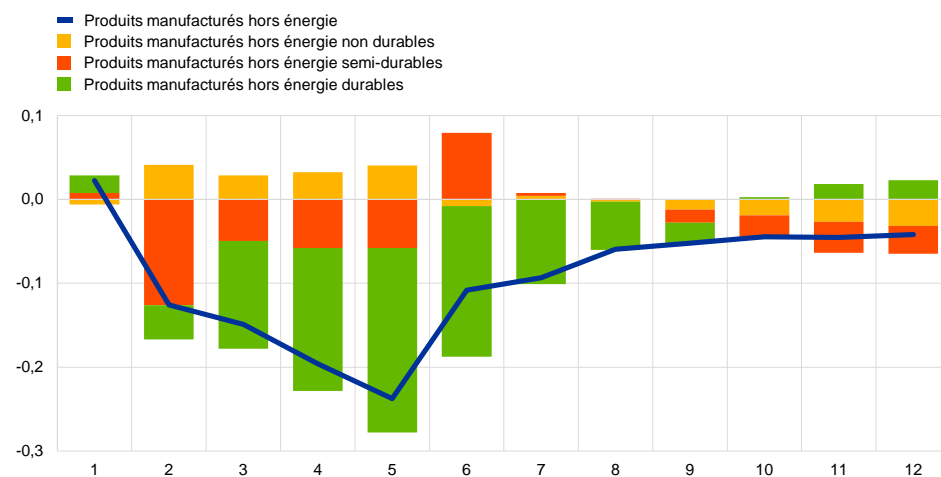
¹¹ Pour plus de détails sur les déterminants sous-jacents de l'évolution du taux de change, cf. l'encadré 3 de l'article intitulé « [Septembre 2017 - Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE](#) », BCE, 2017.

Parmi les composantes de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, les prix des produits manufacturés hors énergie sont les plus sensibles aux évolutions du taux de change. Cela est dû en particulier à la composante biens durables (cf. graphique A), même si, au sein de cette composante, la réaction des prix au taux de change est très hétérogène. Avant que les effets du taux de change ne deviennent visibles dans ces différentes catégories de biens de consommation, une série d'indicateurs à court terme peut être affectée le long de la chaîne de production et de la chaîne des prix et fournir des signaux pertinents.

Graphique A

Impact estimé d'une appréciation de 10 % du taux de change effectif nominal de l'euro sur la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie

(variation annuelle en pourcentage ; contribution en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

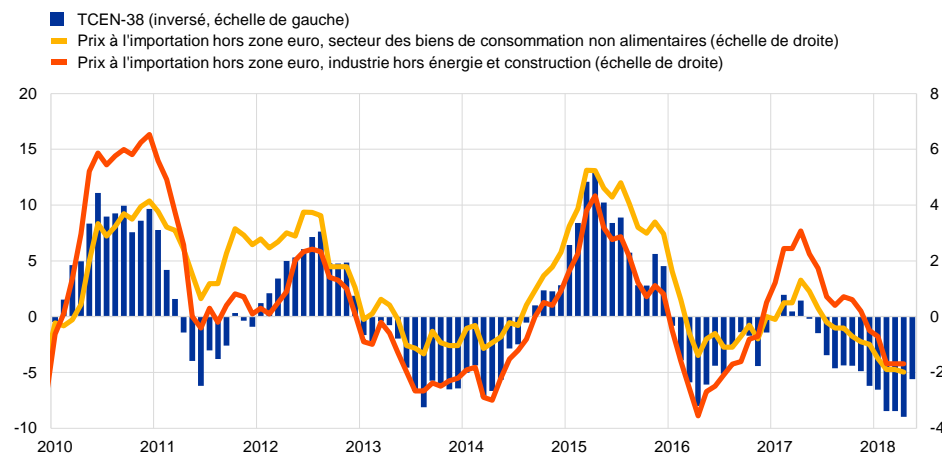
Notes : L'axe des abscisses se rapporte aux trimestres suivant une variation du taux de change. Les estimations sont calculées à partir d'une version modifiée et mise à jour du modèle VAR présenté dans Hahn (E.), « Pass-through of external shocks to euro area inflation », *Working Paper Series*, n° 243, BCE, juillet 2003.

L'incidence de l'appréciation passée du taux de change de l'euro se reflète clairement dans les évolutions des prix à l'importation. Les prix à l'importation hors zone euro des biens de consommation non alimentaires ont reculé en termes annuels, revenant de 1,3 % en avril 2017 à -2,0 % en avril 2018. Ces importations représentent environ 12 % des biens de consommation non alimentaires et hors énergie finaux, seules les marges de distribution et de détail séparant leurs prix des prix à la consommation. Sur la même période, le taux de variation des prix des importations hors zone euro pour l'industrie (hors énergie et construction), qui affecte également les prix en amont de la chaîne de production domestique, est revenu de 3,1 % à -1,7 % (cf. graphique B). Ces baisses reflètent dans une large mesure l'influence de l'appréciation du taux de change effectif de l'euro.

Graphique B

Prix à l'importation et taux de change effectif nominal

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2018 pour le taux de change effectif nominal de l'euro vis-à-vis de 38 de ses principaux partenaires commerciaux (TCEN-38) et à avril 2018 pour les prix à l'importation hors zone euro.

Contrairement aux prix à l'importation, les prix à la production dans la zone euro ont continué de résister aux pressions à la baisse résultant de l'appréciation du taux de change. La hausse des prix à la production pour les ventes de biens intermédiaires ¹² ne s'est que modérément ralentie et la hausse annuelle des prix à la production pour les ventes domestiques de biens de consommation non alimentaires est passée de 0,2 % en avril 2017 à 0,5 % en avril 2018, la majorité de la hausse ayant eu lieu depuis l'automne, c'est-à-dire à un moment où le taux de change a commencé à exercer un effet (cf. graphique C). Les prix à la production dépendent des évolutions des coûts de main-d'œuvre et des coûts non salariaux domestiques, ainsi que du comportement des entreprises lorsqu'elles ajustent leurs marges. En particulier, les coûts de main-d'œuvre ont augmenté, la croissance annuelle de la rémunération par tête dans le secteur industriel hors construction étant passée de 1,4 % au premier trimestre 2017 à 2,0 % au quatrième trimestre 2017. Dans le même temps, il peut y avoir eu un renforcement du pouvoir des entreprises en matière de fixation des prix, comme le suggère la hausse régulière vers des niveaux record d'utilisation des capacités de production dans le secteur des biens de consommation non alimentaires.

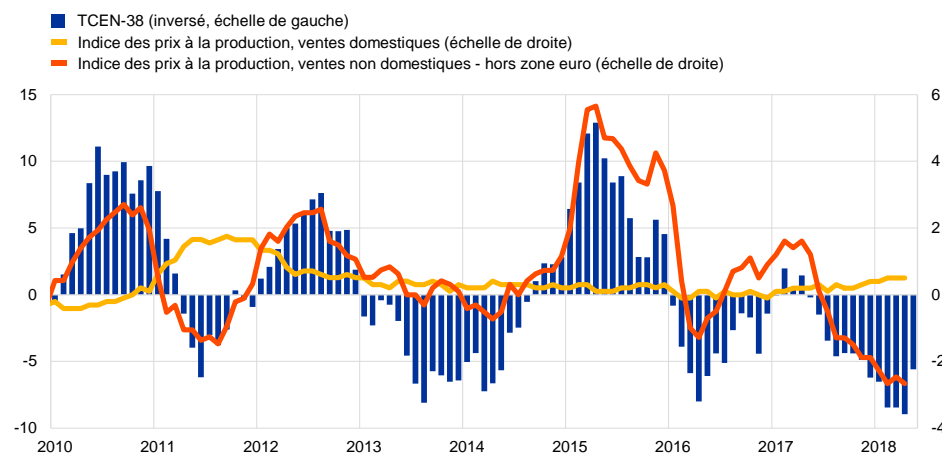
Conjugués, ces facteurs peuvent jusqu'à présent avoir compensé les pressions à la baisse exercées par le taux de change.

¹² La série relative à l'indice des prix à la production pour la zone euro est un agrégat des séries relatives aux ventes domestiques au sein des différents pays de la zone euro. Cela écarte les ventes d'un pays de la zone euro à un autre, qui, du point de vue de la zone, peuvent également être considérées comme des ventes domestiques. La variation des prix à la production pour les biens de consommation non-alimentaires de ces ventes intra-zone euro est revenue de 0,2 % en avril 2017 à -0,9 % en mars 2018. Elles représentent environ 28 % du total des biens de consommation non alimentaires produits et vendus dans la zone euro.

Graphique C

Indice des prix à la production pour les ventes domestiques et hors zone euro des biens de consommation non alimentaires

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2018 pour le taux de change effectif nominal de l'euro vis-à-vis de 38 de ses principaux partenaires commerciaux (TCEN-38) et à avril 2018 pour l'indice des prix à la production.

L'appréciation du taux de change de l'euro devrait également affecter les tensions sur les prix intérieurs *via* les bénéfices des entreprises domestiques, mais avec un résultat global légèrement ambigu.

La variation des prix à la production des biens de consommation non alimentaires pour les ventes sur les marchés en dehors de la zone euro a fortement reculé, revenant de 1,6 % en avril 2017 à - 2,7 % en avril 2018 (cf. graphique C). Ce résultat dénote un comportement de tarification au marché de la part des entreprises de la zone euro, peut-être pour atténuer les pertes de parts de marché qui seraient sans cela intervenues en raison de l'appréciation du taux de change. Ce comportement peut avoir comprimé les bénéfices totaux des entreprises de la zone euro. Toutefois, cet effet peut être plus limité ou même plus que compensé par l'important ralentissement de la hausse des prix des importations, le reste du monde n'ayant pas entièrement absorbé la variation du taux de change de l'euro. À cet égard, les entreprises peuvent de fait pratiquer un subventionnement croisé des baisses de recettes sur les marchés extérieurs en choisissant de ne pas répercuter les baisses de coûts aux autres entreprises ou aux consommateurs sur un marché intérieur robuste. L'effet net sur les bénéfices dépendra également de la taille relative du secteur exportateur et du degré d'utilisation des importations comme intrants pour les entreprises ou comme produits finaux pour les détaillants.

Le récent ralentissement de la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie ne fournit pas de signes manifestes d'effets importants de l'appréciation du taux de change.

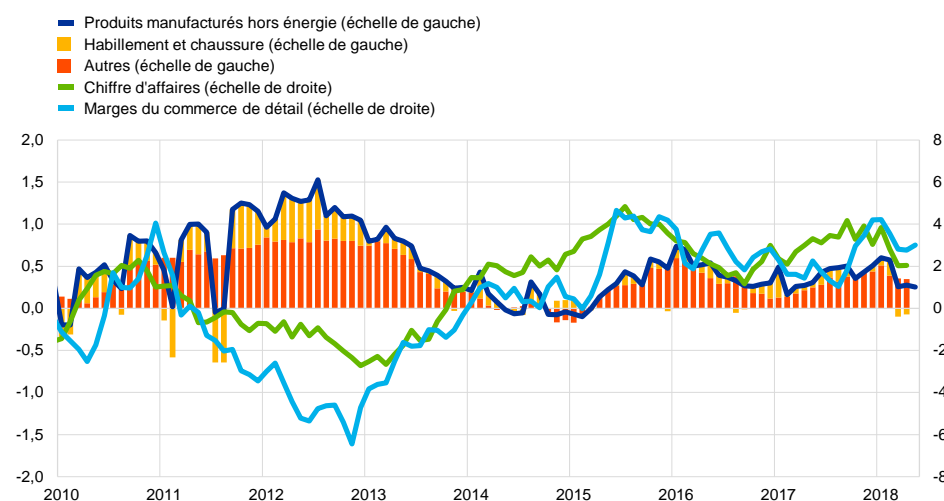
L'inflation pour les produits manufacturés hors énergie s'est légèrement accentuée entre avril 2017 et fin 2017 et ce, malgré le fort ralentissement de l'inflation pour les biens de consommation non alimentaires importés (cf. graphique D). Elle s'est accentuée à un moment où les modèles de transmission présentés dans le graphique A auraient prédit le déclenchement de l'effet baissier de l'appréciation de l'euro. L'effet inverse exercé par la demande

intérieure peut avoir joué un rôle, comme l'indiquent la forte croissance du chiffre d'affaires et les marges élevées du commerce de détail pour les biens de consommation non alimentaires ressortant de l'enquête auprès des directeurs d'achat. Le recul de l'inflation observé ces derniers mois dans le secteur des produits manufacturés hors énergie est en partie dû à la forte volatilité des taux annuels d'inflation de la sous-composante habillement et chaussure par exemple, qui reflète probablement l'incidence des profils d'évolution changeants des soldes saisonniers. Jusqu'ici, l'inflation pour les produits manufacturés hors énergie est restée relativement résistante aux pressions à la baisse liées à l'appréciation de l'euro, reflétant l'influence de forces domestiques exerçant un effet inverse.

Graphique D

Variation des prix des produits manufacturés hors énergie, marges et chiffre d'affaires du commerce de détail

(variations annuelles en pourcentage, points de pourcentage et indice de diffusion)



Sources : Eurostat, calculs de la BCE et Markit.

Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2018 pour les marges du commerce de détail et l'inflation mesurée par l'IPCH pour les produits manufacturés hors énergie (estimation rapide) et à avril 2018 pour les composantes et le chiffre d'affaires pour les produits manufacturés hors énergie.

En conclusion, le suivi de l'effet de l'appréciation antérieure de l'euro sur les perspectives d'inflation est un exercice sur la durée. Premièrement, les modèles de transmission suggèrent que ces effets se répartissent sur plusieurs trimestres, l'appréciation enregistrée mi-2017 étant par conséquent encore pertinente pour quelques trimestres à venir. Deuxièmement, la transmission du taux de change peut être difficile à détecter si elle est compensée par une conjonction d'autres facteurs, notamment le renforcement du pouvoir de fixation des prix des entreprises. À cet égard, un suivi et une évaluation réguliers des prix des produits manufacturés hors énergie et de leurs indicateurs le long de la chaîne des prix sont nécessaires.

Rapport 2018 sur le vieillissement : le vieillissement démographique pose d'importants défis budgétaires

Carolyn Nerlich

Le présent encadré expose les principaux résultats des projections du Rapport 2018 sur le vieillissement dans les pays de la zone euro. Ce dernier, publié le 25 mai 2018, est le plus récent des rapports préparés tous les trois ans par le Groupe de travail sur le vieillissement du Comité de politique économique¹³. Il présente, pour la période 2016-2070 et pour tous les pays de l'UE, des projections à long terme sur les coûts publics totaux liés au vieillissement et sur leurs composantes, qui comprennent les retraites, les soins de santé, les soins de longue durée, les dépenses relatives à l'enseignement et les allocations de chômage. Ces prévisions reposent, bien entendu, sur des hypothèses sous-jacentes¹⁴.

La population de la zone euro vieillit. D'après Eurostat, le taux de dépendance des personnes âgées dans la zone euro, à savoir la part des personnes de 65 ans ou plus rapportée à la population en âge de travailler, devrait augmenter de 20 points de pourcentage entre 2016 et 2070, année durant laquelle il atteindrait 52 %. Si des mesures politiques décisives ne sont pas prises afin de faire face au vieillissement démographique, celui-ci pourrait avoir des répercussions défavorables sur la trajectoire de la dette publique et sur la croissance potentielle¹⁵.

Selon le Rapport 2018 sur le vieillissement, le total des coûts publics liés au vieillissement dans la zone euro devrait progresser de 1,1 point de pourcentage du PIB sur l'horizon de projection (2016-2070), passant de 26 % du PIB en 2016 à 28,2 % du PIB en 2040, avant de revenir à 27,1 % du PIB en 2070. Le rapport montre que les coûts du vieillissement dans la zone euro culmineront au début des années 2040, la génération issue du *baby boom* ayant pris sa retraite, et qu'ils s'allégeront partiellement à partir de 2050¹⁶. Les estimations relatives à ces coûts présentent de grandes divergences d'un pays à l'autre, lesquelles devraient s'accroître vers la fin de l'horizon de projection. En 2070, c'est en Belgique, au Luxembourg, en Autriche et en Finlande qu'ils devraient être les plus élevés, dépassant 30 % du PIB, contre environ 15 % du PIB en Lettonie et en Lituanie (cf. graphique A). Sur l'horizon de projection, les coûts du vieillissement

¹³ Cf. « *The 2018 Ageing Report: Economic & Budgetary Projections for the 28 EU Member States (2016-2070)* » (« Rapport 2018 sur le vieillissement : projections économiques et budgétaires pour les 28 États membres de l'UE (2016-2070) »), Commission européenne, mai 2018.

¹⁴ Les projections du Rapport sur le vieillissement sont établies à partir d'un ensemble d'hypothèses démographiques et macroéconomiques et d'une méthodologie communément admise. Celles-ci ont été publiées dans un rapport distinct, intitulé : « *The 2018 Ageing Report: Underlying Assumptions & Projection Methodologies* » (« Rapport 2018 sur le vieillissement : hypothèses sous-jacentes et méthodologies de projection »), Commission européenne, novembre 2017. Comme évoqué par ailleurs, ces hypothèses sous-jacentes sont plutôt favorables pour plusieurs pays.

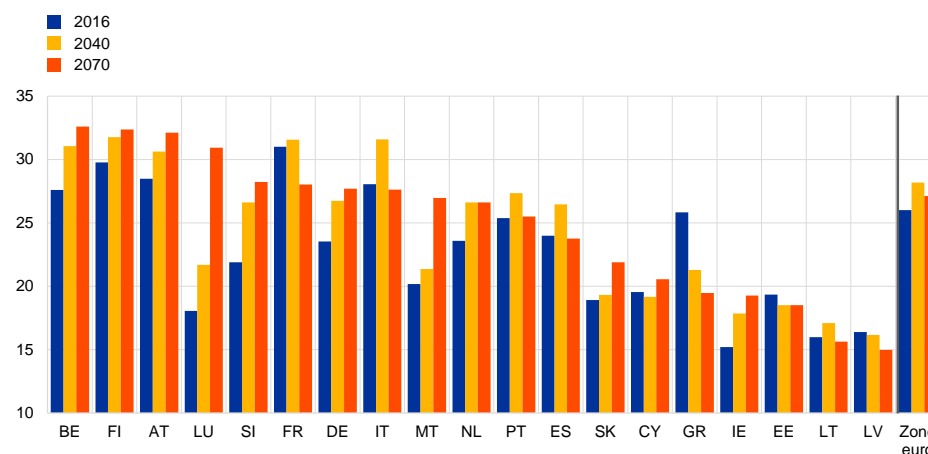
¹⁵ Pour une analyse des défis liés aux coûts du vieillissement et du rôle des réformes des retraites, cf. l'article intitulé « *L'impact économique du vieillissement de la population et des réformes des retraites* », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2018.

¹⁶ Comparativement au précédent Rapport sur le vieillissement, publié en 2015, le total des coûts publics du vieillissement dans la zone euro devrait progresser de 0,6 point de pourcentage supplémentaire entre 2016 et 2060, qui était la dernière année sur laquelle portaient les projections précédentes. Cependant, le niveau prévu des coûts du vieillissement en 2060 demeurerait quasiment inchangé, à 27,6 % du PIB, le niveau de 2016 ayant été revu à la baisse.

devraient s'alourdir dans onze pays, demeurer globalement inchangés dans quatre pays et baisser dans quatre autres pays. Les augmentations les plus notables sont prévues au Luxembourg, puis à Malte, en Slovaquie et en Belgique, tandis que les diminutions les plus significatives devraient avoir lieu en Grèce et en France (cf. graphique B).

Graphique A Total des coûts publics du vieillissement

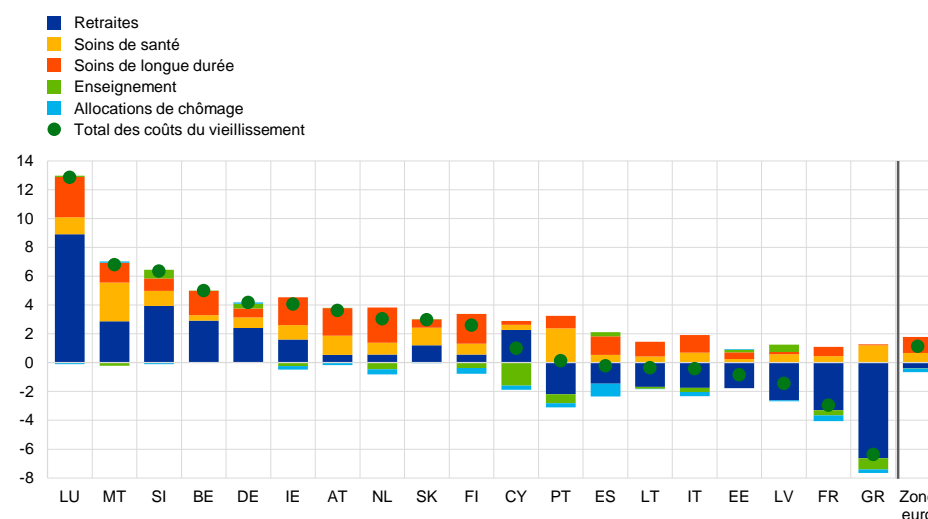
(en pourcentage du PIB ; 2016, 2040 et 2070)



Sources : Rapport 2018 sur le vieillissement et calculs de la BCE.
Note : Moyenne pondérée pour la zone euro.

Graphique B Variations du total des coûts publics du vieillissement et de leurs composantes

(en points de pourcentage du PIB ; 2016-2070)



Sources : Rapport 2018 sur le vieillissement et calculs de la BCE.
Note : Moyenne pondérée pour la zone euro.

Les projections relatives au coût total du vieillissement sont largement influencées par les coûts des retraites publiques, suivis par ceux des soins de

santé et des soins de longue durée ¹⁷. En moyenne, les coûts liés aux premières dans la zone euro devraient grimper à 1,3 point de pourcentage du PIB d'ici 2040, mais reculer de 0,4 point de pourcentage du PIB sur l'ensemble de l'horizon de projection, pour redescendre à 11,9 % du PIB en 2070. On observe, cependant, une forte hétérogénéité entre les pays. Les coûts des retraites publiques sont le principal déterminant de l'augmentation des coûts du vieillissement en Belgique, au Luxembourg, en Slovénie, en Allemagne, à Malte et à Chypre, tandis qu'ils contribuent considérablement à leur réduction en Grèce et en France. À l'inverse, les coûts des soins de santé et des soins de longue durée participent positivement à la variation des coûts totaux du vieillissement dans l'ensemble des pays, malgré une grande hétérogénéité entre ceux-ci (cf. graphique B).

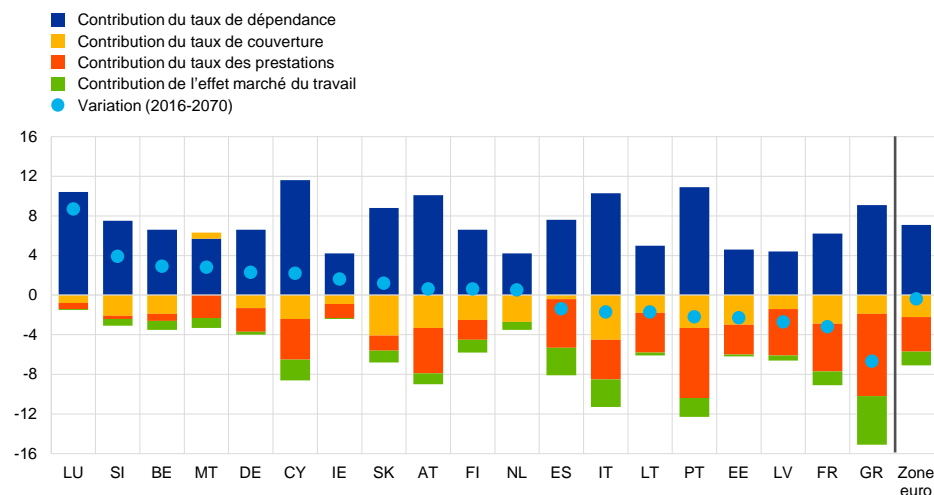
La dynamique des dépenses de retraites publiques s'explique par des facteurs opposés. D'une part, la progression du taux de dépendance des personnes âgées devrait accroître la pression des coûts liés aux retraites dans l'ensemble des pays. D'autre part, cette incidence devrait être compensée par les reculs prévus d'autres facteurs, à savoir (a) le taux des prestations, (b) le taux de couverture et (c) l'effet marché du travail (cf. graphique C). Le repli du taux des prestations (c'est-à-dire les prestations de retraite par rapport aux salaires) reflète à la fois des réformes antérieures qui réduisent l'accumulation des prestations de retraite et des hypothèses relativement favorables concernant la productivité du travail et la productivité globale des facteurs par le biais de leur influence sur les salaires. Le taux de couverture (c'est-à-dire le nombre de retraités rapporté au nombre de personnes âgées de 65 ans ou plus) devrait diminuer dans presque tous les pays, eu égard, principalement, à des mesures limitant l'accès à la retraite anticipée et relevant l'âge légal de la retraite. Enfin, l'effet marché du travail (c'est-à-dire l'influence sur les coûts des retraites des changements sur le marché du travail qui affectent l'emploi, le temps de travail et le taux d'activité des travailleurs âgés) devrait s'atténuer en raison de l'incidence des réformes (par exemple, l'encouragement de l'allongement des carrières) et de l'hypothèse selon laquelle le taux de chômage converge vers un taux structurel plus faible à long terme. Globalement, les évolutions prévues des coûts des retraites résultent non seulement des efforts consentis lors de réformes antérieures, mais aussi, en partie, d'hypothèses sous-jacentes favorables.

¹⁷ En 2016, les coûts totaux liés au vieillissement se composaient, à hauteur de la moitié, des dépenses au titre des retraites (45 %), les parts des soins de santé (27 %), de l'enseignement (18 %), des soins de longue durée (6 %) et des allocations de chômage (3 %) s'établissant à un niveau inférieur.

Graphique C

Moteurs des projections des coûts des retraites

(en points de pourcentage du PIB ; 2016-2070)



Sources : Rapport 2018 sur le vieillissement et calculs de la BCE.

Note : Moyenne pondérée pour la zone euro

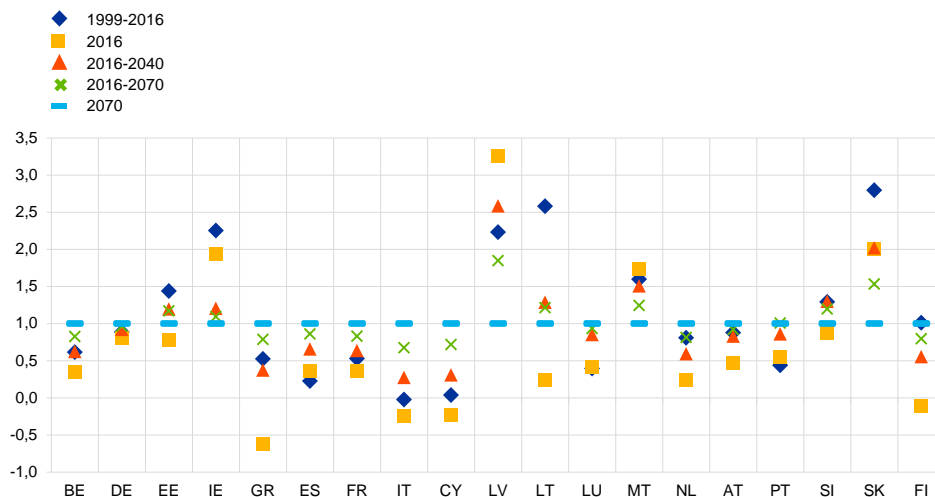
Les prévisions du Rapport sur le vieillissement sont exposées à des risques négatifs importants induits par des hypothèses sous-jacentes favorables.

Si les hypothèses démographiques et macroéconomiques sous-jacentes ne se concrétisent pas comme attendu, les coûts liés au vieillissement augmenteraient significativement. La productivité globale des facteurs est censée converger vers un taux de croissance à long terme de 1 % par an dans l'ensemble des pays, ce qui suppose, pour la majorité des pays, que les valeurs actuelles (cf. graphique D) se redressent sensiblement. De plus, le chômage structurel devrait revenir de 10,2 % en 2016 à un taux moyen de 6,8 % à long terme. Si les projections se fondent sur l'hypothèse d'une « politique inchangée », la possibilité d'une nette remontée des taux de productivité et d'un recul des taux de chômage structurel sans procéder à des réformes structurelles majeures paraît néanmoins très peu probable. Pour de nombreux pays, en outre, les projections démographiques d'Eurostat semblent optimistes au regard des projections réalisées par les autorités nationales ou par les Nations Unies.

Graphique D

Productivité globale des facteurs : taux de croissance passés, actuels et prévus

(en pourcentage annuel)



Sources : Rapport 2018 sur le vieillissement, Commission européenne et calculs de la BCE.

Une annulation de réformes adoptées fait peser des risques supplémentaires.

Le rapport suppose que toutes les réformes des systèmes de retraite votées ces dernières années seront intégralement mises en œuvre. Néanmoins, dans certains pays (comme en Espagne et en Italie), il semble exister un sérieux risque de retour en arrière par rapport à des réformes de retraite précédemment adoptées. De surcroît, le risque d'annulation de réformes pourrait s'accroître pour les pays prévoyant actuellement une chute des taux des prestations de retraite. Sinon, dans pareils cas, le risque d'une croissance continue des transferts au niveau de l'aide sociale pourrait augmenter si les régimes de retraite privée ne parviennent pas à combler les brèches.

De manière générale, de nouveaux efforts de réforme s'imposent dans une série de pays afin d'enrayer la hausse attendue des coûts publics liés au vieillissement dans un environnement déjà caractérisé par des niveaux d'endettement public élevés. Dans ce contexte, il importe que les pays prennent des mesures supplémentaires significatives et qu'ils intensifient leurs efforts de réformes structurelles dans les domaines des retraites, de la santé et des soins de longue durée.

5 Recommandations par pays en matière de politique budgétaire dans le cadre du Semestre européen 2018

Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier et Nadine Leiner-Killinger

Le 23 mai, la Commission européenne a publié son paquet « Semestre européen » du printemps 2018 de recommandations de politique économique pour les États membres. Le paquet inclut des recommandations par pays (RPP) en matière de politiques économique et budgétaire pour l'ensemble des États membres de l'UE¹⁸. Il reprend également des recommandations concernant la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) de l'Union européenne pour une série de pays¹⁹. S'agissant des politiques budgétaires, les recommandations sont axées en particulier sur le respect par les États membres du PSC sur la base des prévisions du printemps 2018 de la Commission et de l'évaluation des plans des États membres par la Commission, telle qu'elle se traduit dans les mises à jour des programmes de stabilité et de convergence publiées en avril. L'exercice du Semestre européen de cette année est important, notamment afin d'éviter toute répétition des erreurs commises avant la crise financière, lorsque des réserves budgétaires insuffisantes avaient été constituées dans des périodes de conjoncture favorable et que la récession qui s'est ensuivie avait été aggravée par la nécessité soudaine de procéder à un resserrement budgétaire procyclique. C'est dans ce contexte que le présent encadré passe en revue les recommandations en matière de politique budgétaire qui ont été adressées à 18 États membres de la zone euro (c'est-à-dire à l'exclusion de la Grèce).

Le paquet de printemps fait état d'une amélioration des situations budgétaires dans des pays de la zone euro, mais également de divergences considérables entre pays, certains pays restant toujours vulnérables aux chocs en raison de ratios de dette publique élevés. Selon les prévisions de la Commission européenne du printemps 2018, dix pays de la zone euro ont atteint ou dépassé leur objectif budgétaire à moyen terme (OMT) ou ont affiché des situations budgétaires sous-jacentes proches de leur OMT en 2017 (cf. graphique A). Cela devrait contribuer à réduire les taux d'endettement public et à renforcer les finances publiques en prévision d'un ralentissement éventuel. Dans le même temps, plusieurs pays demeurent toujours éloignés de leur OMT ; il s'agit plus particulièrement des pays présentant des ratios dette publique/PIB supérieurs à 90 % du PIB. Des niveaux d'endettement public élevés rendent les finances publiques vulnérables à de futurs replis macroéconomiques. Ils impliquent le risque qu'il soit nécessaire de procéder à un resserrement des politiques budgétaires à des moments où il

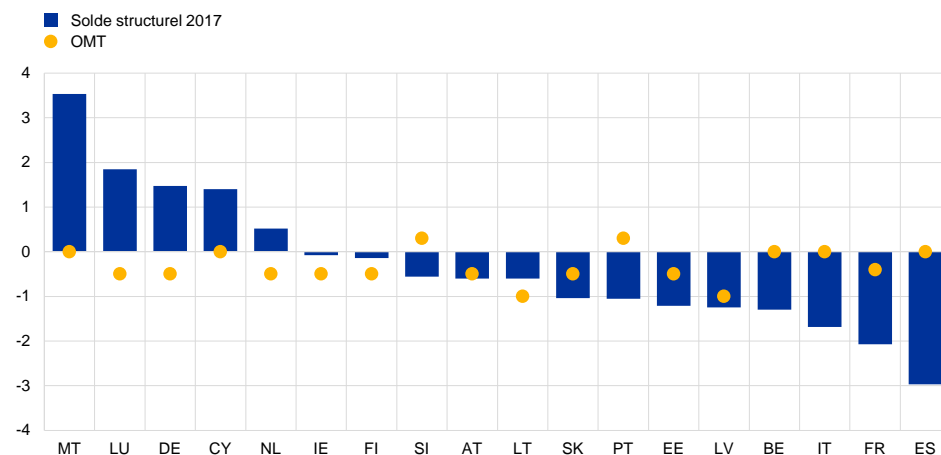
¹⁸ À l'exception de la Grèce, où le suivi des résultats budgétaires se poursuivra dans le cadre du programme du Mécanisme européen de stabilité (MES) pendant toute sa durée (c'est-à-dire jusqu'en août 2018). La Grèce a dès lors été exemptée de l'obligation de déposer un plan budgétaire à moyen terme (programme de stabilité) ainsi qu'un programme de réforme national en avril, et elle n'a pas reçu de recommandations.

¹⁹ Les RPP ont été finalisées et approuvées le 22 juin par les ministres de l'Économie et des Finances des États membres. Elles devraient être avalisées par le Conseil européen les 28 et 29 juin. L'adoption des RPP par le Conseil des affaires économiques et financières (Conseil ECOFIN) lors de la réunion prévue le 13 juillet clôturera officiellement le Semestre européen 2018.

conviendrait de garantir qu'on laisse agir les propriétés stabilisatrices des politiques budgétaires en soutien à l'économie ²⁰.

Graphique A Équilibres structurels en 2017 et OMT

(en pourcentage du PIB)



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

Notes : Le graphique présente les soldes structurels des pays en 2017, ainsi que leurs OMT. D'après le Vade Mecum de la Commission sur le Pacte de stabilité et de croissance, des pays affichant un solde structurel se situant dans la marge de tolérance de leur OMT de 0,25 % du PIB sont considérés comme ayant atteint leur OMT.

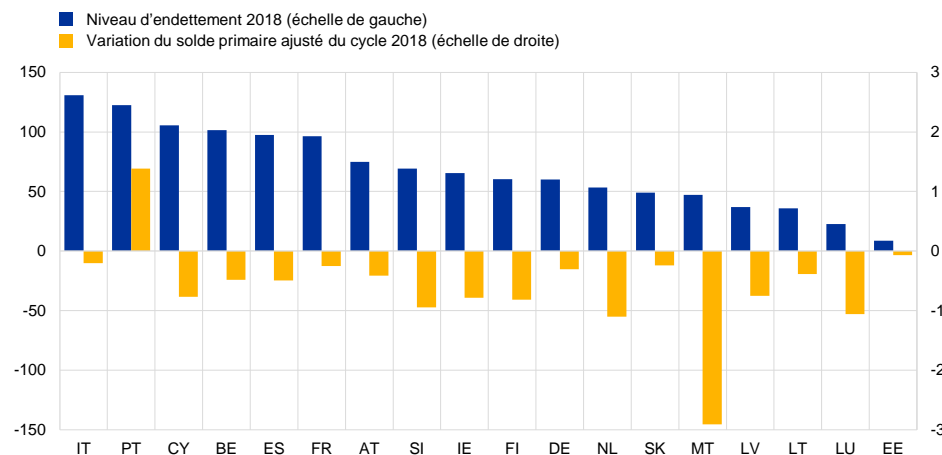
Les politiques budgétaires devraient prendre un tour expansionniste dans la grande majorité des États membres en 2018, y compris dans les pays présentant un endettement public élevé. Selon les prévisions de la Commission européenne, l'orientation budgétaire telle qu'elle est mesurée par la variation du solde primaire ajusté du cycle devrait être expansionniste dans la quasi-totalité des pays de la zone euro cette année (cf. graphique B). Cette évolution reflète le fait qu'on s'attend à ce qu'une série de pays ayant atteint leur OMT en 2017 dépensent une partie de leur excédent budgétaire. Néanmoins, l'orientation expansionniste prévue traduit également le relâchement budgétaire observé dans des pays affichant toujours des ratios de dette élevés nécessitant une poursuite de l'assainissement.

²⁰ Pour un aperçu des conséquences économiques d'un endettement public élevé, cf. l'article intitulé « Stratégies de réduction de la dette publique dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2016.

Graphique B

Dettes publiques/PIB et orientation budgétaire 2018

(échelle de gauche : pourcentages du PIB ; échelle de droite : points de pourcentage du PIB)



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

Note : L'orientation budgétaire est mesurée comme la variation du solde primaire ajusté du cycle.

En effet, d'après les projections de la Commission européenne, la plupart des pays n'ayant pas encore atteint des situations budgétaires saines ne devraient pas respecter en 2018 leurs engagements pris au titre du PSC. Parmi les sept pays de la zone euro dont la Commission estime qu'ils présentent en 2018 des risques d'écart significatifs dans le cadre du volet préventif du PSC, quatre – la Belgique, la France, l'Italie et le Portugal – affichent des ratios d'endettement supérieurs à 90 % du PIB. En outre, alors que l'Espagne, qui est le seul pays soumis à une procédure de déficit excessif (PDE) en 2018, devrait respecter son délai de correction 2018 de la PDE, ce résultat masque toutefois une détérioration sensible du solde structurel par rapport à l'amélioration recommandée ²¹.

Si, globalement, les RPP reflètent le principe directeur consistant à mettre à profit les phases de conjoncture ascendante pour reconstituer les réserves, il existe quelques exceptions à l'approche standard ²². Pour l'Espagne et la Slovaquie, les RPP prévoient, pour 2019, des exigences d'efforts structurels inférieures à celles convenues dans le cadre de la matrice du volet préventif du PSC, à savoir 0,65 % du PIB au lieu de 1 % du PIB ²³. L'écart par rapport à l'exigence de la matrice repose sur une analyse économique, notamment en ce qui concerne le taux de chômage élevé. L'évaluation *ex post* de la conformité au PSC

²¹ Selon les prévisions de la Commission du printemps 2018, l'Espagne manquera l'objectif de déficit global de 2,2 % du PIB dans le cadre de la PDE (à hauteur de quelque 0,4 point de pourcentage du PIB) en raison d'une nette dégradation du solde structurel (de 0,3 point de pourcentage, par rapport à l'amélioration recommandée de 0,5 point de pourcentage).

²² Cf. également « Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social européen, au Comité des régions et à la Banque européenne d'investissement : Semestre européen 2018 – Recommandations par pays », COM(2018) 400 final.

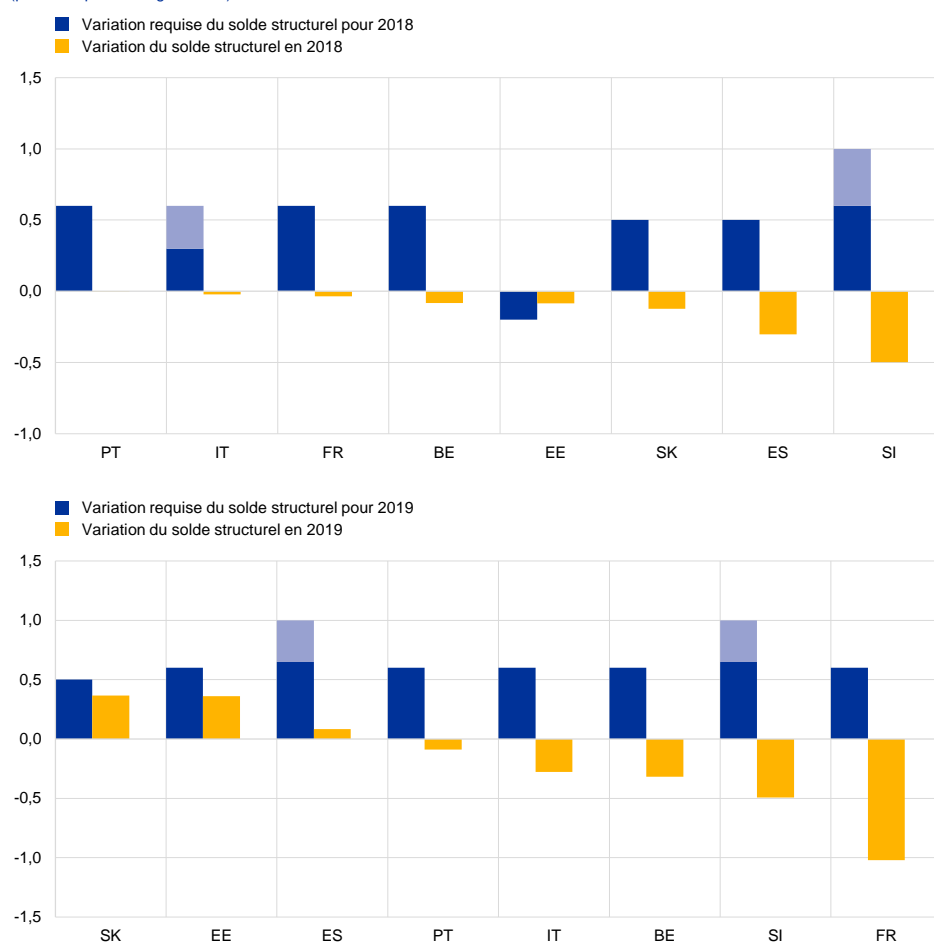
²³ Cette matrice distingue les besoins d'ajustement en fonction des niveaux de l'écart de production et de la dette publique. Elle se base sur le principe selon lequel des phases de conjoncture favorable et un endettement public élevé justifient des besoins d'ajustement accrus. Pour une évaluation, cf. l'encadré intitulé « La flexibilité dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2015.

en 2019 admettra une marge d'écart pour les résultats de 2018. Cette approche suit la révision à la baisse « discrétionnaire » des exigences d'ajustement pour deux pays en 2018, à savoir de 0,6 % à 0,3 % du PIB pour l'Italie, et de 1 % à 0,6 % du PIB pour la Slovénie (cf. graphique C), en l'occurrence sans marge d'écart additionnelle. Cette application du PSC présente l'inconvénient de réduire la transparence, la cohérence et la prévisibilité du cadre.

Graphique C

Exigences d'ajustement dans le cadre du PSC en 2018 et en 2019 pour les pays de la zone euro n'ayant pas atteint leur OMT en 2017

(points de pourcentage du PIB)



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

Notes : Les exigences d'efforts structurels pour chaque année sont celles inscrites dans les RPP. Pour 2019, elles sont quantifiées dans les RPP en matière de politique budgétaire publiées dans le cadre du Semestre européen 2018. Les zones de couleur bleu clair dans les barres respectives reflètent le fait que les exigences d'ajustement sont inférieures à celles prévues dans la matrice du volet préventif. Pour 2019, les prévisions de la Commission reposent sur un scénario de politique inchangée, faute d'un budget pour cette année-là.

Les RPP recommandent aux pays ayant atteint ou dépassé leur OMT d'utiliser la marge budgétaire pour accroître leur production potentielle. La prudence est néanmoins de mise dans la mesure où des excédents budgétaires reflètent également des éléments favorables résultant d'un cycle fort qui s'inversera à l'avenir. C'est pourquoi les évolutions des dépenses devraient faire l'objet d'un suivi attentif.

Le 23 mai, la Commission a également publié des recommandations pour certains pays de la zone euro concernant la mise en œuvre du PSC. La

Commission a adopté des rapports concernant la Belgique et l'Italie dans le cadre de l'article 126, paragraphe 3, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, dans lesquels elle examine leur respect du critère de la dette prévu par le Traité. Dans le cas de l'Italie, la Commission a conclu que le critère de la dette « devait être considéré comme rempli en l'état », les politiques budgétaires étant jugées globalement conformes au volet préventif du PSC pour 2017. S'agissant de la Belgique, le rapport de la Commission indique qu'il n'y a pas de preuves suffisamment solides pour conclure que ce pays n'a pas respecté les exigences du volet préventif. Les conclusions du rapport ne sont donc pas nettes quant au respect ou non du critère de la dette. Un écart significatif par rapport aux exigences du volet préventif du PSC étant anticipé dans ces deux pays cette année, la Commission réexaminera leur conformité avec les règles budgétaires sur la base des données *ex post* pour 2018. Cependant, le fait de traiter la « conformité globale » avec le volet préventif comme un facteur pertinent de premier ordre, tout en faisant abstraction des défauts de conformité avec le critère de réduction de la dette, nuit à l'efficacité de la règle de la dette. Il en découle le risque que le niveau élevé de l'endettement ne diminue pas assez rapidement ²⁴. Enfin, la Commission a recommandé de lever la PDE à l'encontre de la France à l'échéance prévue en 2017, et le Conseil a adopté une décision dans ce sens le 22 juin.

La récente volatilité des marchés financiers souligne la nécessité de profiter plus résolument de l'environnement macroéconomique actuel favorable pour constituer des réserves budgétaires et pour réduire le niveau élevé de l'endettement. Les règles budgétaires convenues au sein de l'UE doivent dès lors être respectées et appliquées de manière complète et cohérente dans le temps et entre les pays. Cela est indispensable à la confiance dans la monnaie unique et aux progrès en vue d'achever l'Union économique et monétaire.

²⁴ Pour une évaluation du fonctionnement de la règle de la dette du PSC, cf. l'article intitulé « Stratégies de réduction de la dette publique dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2016.

Articles

1 Les investissements directs étrangers et leurs déterminants : perspectives au plan mondial et au niveau de l'UE

Federico Carril-Caccia et Elena Pavlova

L'importance des investissements directs étrangers (IDE) en tant que source d'activité économique a rapidement augmenté au cours de la dernière décennie. Entre 2000 et 2016, la part des stocks d'IDE dans le PIB mondial est passée de 22 % à 35 %. Après un fléchissement au cours de la Grande récession, les fusions et acquisitions, composante la plus dynamique des IDE, se sont redressées, atteignant une valeur record de 1 200 milliards de dollars au premier trimestre 2018. L'intensification de l'activité d'IDE a des conséquences importantes à la fois pour les pays d'origine et pour les pays de destination en termes de croissance économique, de productivité, de salaires et d'emploi, par exemple. De plus, l'expansion des entreprises multinationales s'est accompagnée de la création de chaînes de production transfrontières complexes, entraînant également des implications importantes.

Cet article présente plusieurs résultats relatifs aux principales évolutions et aux déterminants des IDE au cours de la décennie écoulée, à la fois au plan mondial et au niveau de l'UE. Depuis le début des années 2000, un glissement progressif s'est produit dans le paysage mondial des IDE, les économies de marché émergentes (EME) gagnant de l'importance à la fois comme source et comme destination de ces investissements. Les EME ont attiré une part croissante des flux d'IDE, atteignant plus de 50 % du total des entrées d'IDE en 2013. Par ailleurs, les flux d'IDE sont dominés par un nombre relativement faible de fusions et acquisitions. En 2016, les fusions et acquisitions d'une valeur supérieure à 1 milliard de dollars, qui représentaient seulement 1 % de l'ensemble des projets d'IDE, ont produit 55 % des flux totaux d'IDE. Par ailleurs, les données suggèrent que les IDE et les exportations, loin d'être des stratégies concurrentes, sont en fait complémentaires pour s'implanter sur les marchés étrangers. Enfin, depuis 2008, les pays de l'UE ne sont plus les principaux investisseurs et destinataires des IDE au niveau mondial. L'analyse économétrique montre néanmoins que l'appartenance à l'UE favorise considérablement les flux d'IDE dans les pays membres.

1 Introduction

La décennie écoulée a connu une forte hausse des IDE. Entre 2000 et 2016, les stocks d'IDE sont passés de 22 % à 35 % du PIB mondial. Les IDE, qui correspondent à une situation dans laquelle une entreprise détient au moins 10 %

d'une société située dans un pays différent ²⁵, sont réalisés par des entreprises multinationales qui investissent à l'étranger soit *via* des investissements entièrement nouveaux (*greenfield investments*), c'est-à-dire en créant des filiales à l'étranger, soit *via* des fusions et acquisitions ²⁶.

Les IDE sont susceptibles d'apporter plusieurs avantages au pays

destinataire. L'arrivée de multinationales dans un pays peut renforcer l'efficacité en accroissant la concurrence. Elle peut également avoir des effets positifs sur la productivité, puisque les multinationales intègrent des entreprises domestiques dans leurs processus de production *via* des liens en amont et en aval. De plus, les multinationales mettent généralement à disposition de nouvelles technologies et fournissent l'accès à de nouveaux marchés, améliorant la formation et les qualifications de la main-d'œuvre locale et augmentant les salaires et l'emploi. L'ampleur de ces résultats positifs dépendra en partie de la capacité d'absorption du pays hôte ²⁷. Pour les pays de l'UE, les données existantes confirment l'incidence positive des IDE ²⁸.

Traditionnellement, les économies avancées ont joué un rôle essentiel à la fois comme source et comme destination des IDE.

Jusqu'au début de la Grande récession, près de 90 % des sorties d'IDE provenaient des économies avancées. Les pays de l'UE étaient particulièrement importants, leur part dans ces flux mondiaux étant proche de 50 %. Dans le même temps, l'UE et les autres économies avancées attiraient entre 60 % et 70 % du total des entrées d'IDE.

Depuis 2008, un changement considérable s'est produit dans le paysage mondial des IDE.

Les sorties et les entrées, en provenance et à destination des EME, ont commencé à prendre de l'importance. En 2014, les EME représentaient, respectivement, 41 % et 56 % des sorties et des entrées au niveau mondial, tandis

²⁵ Cf. le « Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure globale, sixième édition (MBP6) », Fonds Monétaire International, 2009.

²⁶ Les investissements nouveaux sont motivés par le désir des entreprises multinationales d'exploiter leur avantage concurrentiel à l'étranger. Ce type d'investissement se fonde sur l'exercice d'activités économiques qui sont très comparables à celles déjà développées par la société mère et qui leur sont complémentaires. Les fusions et acquisitions concernent l'acquisition de 10 % au moins des actions d'une entreprise existante et sont motivées par les objectifs suivants : a) accroître la part de marché en acquérant des concurrents ; b) exploiter les synergies entre les sociétés investisseuses et les sociétés cibles (en termes de technologie, par exemple) et c) internaliser les atouts spécifiques au pays hôte de la société cible (part de marché ou connaissance institutionnelle, par exemple). Cf. Davies (R.B.), Desbordes (R.) et Ray (A.), « *Greenfield versus Merger & Acquisition FDI: Same Wine, Different Bottles?* », UCD Centre for Economic Research Working Paper Series, WP15/03, University College Dublin School of Economics, 2015; et Nocke (V.) et Yeaple (S.R.), « *Cross-border mergers and acquisitions vs. greenfield foreign direct investment: The role of firm heterogeneity* », *Journal of International Economics*, vol. 72(2), 2007, p. 336-365.

²⁷ Cf. Blomström (M.) et Kokko (A.), « *Multinational Corporations and Spillovers* », *Journal of Economic Surveys*, vol. 12(3), 1998, p. 247-277.

²⁸ Cf., par exemple, Ashraf (A.), Herzer (D.) et Nunnenkamp (P.), « *The Effects of Greenfield FDI and Cross-border M&As on Total Factor Productivity* », *The World Economy*, vol. 39(11), 2016, p. 1728-1755 ; Bertrand (O.), « *Effects of foreign acquisitions on R&D activity: Evidence from firm-level data for France* », *Research Policy*, vol. 38(6), 2009, p. 1021-1031 ; Bloom (N.), Sadun (R.) et Van Reenen (J.), « *Americans Do IT Better: US Multinationals and the Productivity Miracle* », *American Economic Review*, vol. 102(1), 2012, p. 167-201 ; Dachs (B.) et Peters (B.), « *Innovation, employment growth, and foreign ownership of firms: A European perspective* », *Research Policy*, vol. 43(1), 2014, p. 214-232 ; et Girma (S.) et Görg (H.), « *Evaluating the foreign ownership wage premium using a difference-in-differences matching approach* », *Journal of International Economics*, vol. 72(1), 2007, p. 97-112.

que la part de l'UE dans ces flux s'était réduite à seulement 15 % et 18 %, respectivement.

Cet article présente une vue d'ensemble des principales tendances et des principaux déterminants des IDE. La section 2 décrit quelques évolutions fondamentales. La section 3 s'attache aux déterminants des IDE. La section 4 traite la relation entre les IDE et les exportations, afin de déterminer s'ils sont complémentaires ou s'ils servent de substituts. Enfin, la section 5 analyse les performances des IDE des pays de la zone euro et des pays de l'UE hors zone euro au fil du temps, en étudiant notamment les avantages de l'appartenance à l'UE ou à la zone euro pour attirer les entrées d'IDE.

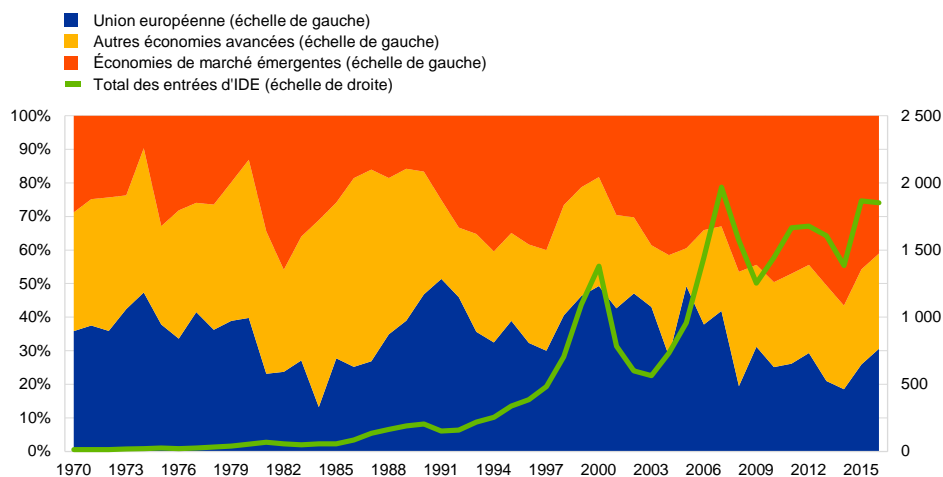
2 Principales évolutions des IDE au niveau mondial

Au cours des deux dernières décennies, la carte mondiale des entrées et des sorties d'IDE a changé de façon considérable. Les IDE provenaient traditionnellement des économies avancées, qui représentaient également leur principale destination (cf. graphique 1). Depuis le début des années 2000, l'importance des EME comme destination des IDE s'est progressivement accrue. En 2013, pour la première fois, les EME ont attiré plus de 50 % des entrées d'IDE au niveau mondial ²⁹.

Graphique 1

Entrées d'investissements directs étrangers par destination

(échelle de gauche : part des économies avancées et des EME dans les entrées d'IDE au niveau mondial, en pourcentage ; échelle de droite : total des entrées d'IDE, en milliards de dollars)



Source : CNUCED.

Au cours des 16 dernières années, les EME ont également progressivement augmenté leur importance comme source d'IDE. Comme le montre le graphique 2, la part des IDE provenant des EME a commencé à augmenter au début

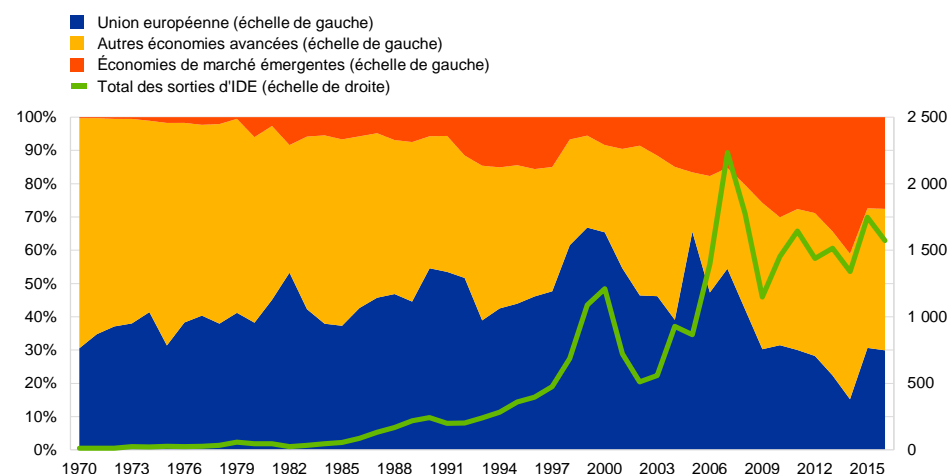
²⁹ Dans cette section, les données relatives aux flux d'IDE proviennent de la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED). La période couverte s'étend de 1970 à 2016.

des années 2000. Après 2008, le taux de croissance des IDE provenant des EME s'est accéléré et en 2014, les EME représentaient 41 % du total des sorties des IDE ³⁰.

Graphique 2

Sorties d'investissements directs étrangers par origine

(échelle de gauche : part des économies avancées et des économies en développement dans les sorties d'IDE au niveau mondial, en pourcentage ; échelle de droite : total des sorties d'IDE, en milliards de dollars)



Source : CNUCED.

Dans l'UE et les autres économies avancées, les fusions et acquisitions jouent un rôle important dans le total des entrées d'IDE. Entre 2003 et 2016, une part croissante des entrées d'IDE dans l'UE et les autres économies avancées était imputable aux fusions et acquisitions ³¹. Comme le montre le graphique 3, dans les deux groupes de pays, les fusions et acquisitions ont représenté environ 80 % du total des entrées d'IDE en 2016. Même si les fusions et acquisitions ont également accru leur importance dans les EME, les entrées d'IDE dans ces pays sont encore dominées par les investissements nouveaux (environ 80 % en 2016). Une tendance similaire est observée en ce qui concerne les sorties d'IDE. Pour l'UE et les autres économies avancées, les fusions et acquisitions étaient devenues en 2016 le mode d'investissement extérieur privilégié, tandis que pour les EME, les investissements nouveaux restaient prédominants. Au niveau mondial, au cours de la période 2003-2016, les EME représentaient la destination de 62,7 % du total des investissements nouveaux et 19,3 % des investissements en fusions et acquisitions. En ce qui concerne les sorties d'IDE, l'UE et les autres économies avancées représentaient 72 % des investissements nouveaux et 82,4 % des investissements en fusions et acquisitions.

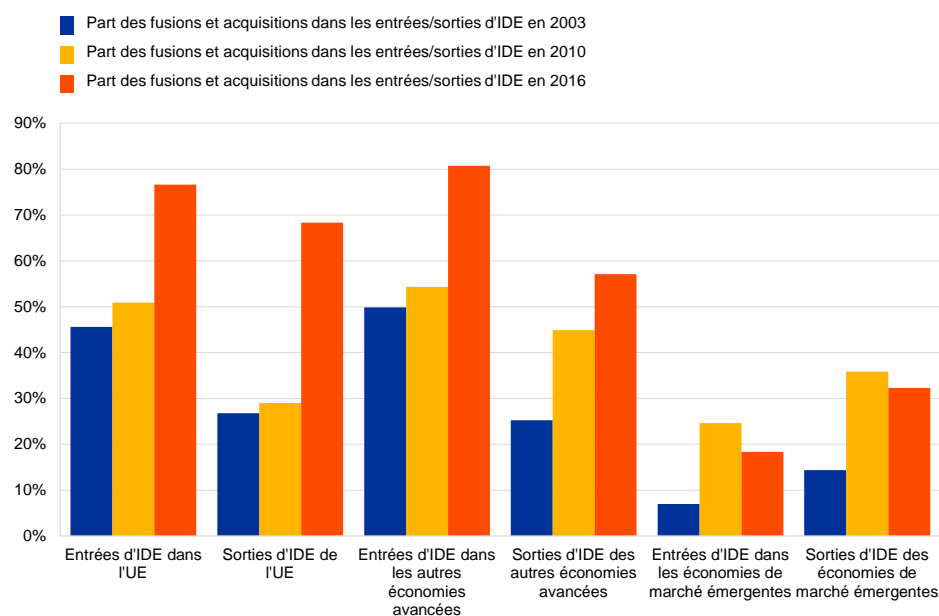
³⁰ Le total des entrées d'IDE et le total des sorties d'IDE des graphiques 1 et 2 devraient logiquement être égaux. Cependant, en raison de différences statistiques, essentiellement imputables à des définitions légèrement différentes selon les pays, il existe des divergences entre les deux séries.

³¹ En raison de la disponibilité limitée des statistiques relatives aux fusions et acquisitions et aux investissements nouveaux, nous décrivons uniquement la période 2003-2016.

Graphique 3

Part des fusions et acquisitions dans les entrées et les sorties mondiales d'IDE, 2003-2016

(en pourcentage ; part des fusions et acquisitions dans le total des volumes d'entrées et de sorties d'IDE)



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

Notes : Les données relatives aux entrées et aux sorties d'investissements nouveaux proviennent de la CNUCED. Les données relatives aux entrées et aux sorties de fusions et d'acquisitions proviennent de Thomson Reuters. Les calculs sont fondés sur un échantillon de 94 pays. Le total des volumes des entrées et des sorties d'IDE pour chaque année (2003, 2010 et 2016) est calculé comme les sommes des flux d'investissements nouveaux et de fusions et acquisitions, respectivement en entrées et en sorties.

Le secteur des services est devenu la cible principale des acquisitions étrangères.

La distribution sectorielle des entrées d'IDE a été relativement constante au cours de la période 2003-2016. Au cours de cette période, 70 % des fusions et acquisitions internationales se sont effectuées dans le secteur des services, suivi de l'industrie manufacturière (24 %) et du secteur primaire (6 %). En ce qui concerne les investissements nouveaux, la distribution entre les services et l'industrie manufacturière a été plus uniforme (50,4 % et 48,2 %, respectivement), tandis que le secteur primaire était largement à la traîne (1,4 %) ³².

3 Les déterminants structurels des IDE

Les entreprises multinationales peuvent s'engager dans des activités d'IDE pour plusieurs raisons stratégiques

(utilisation de plateformes locales pour améliorer la pénétration des marchés, absorption ou transfert de nouvelles technologies, accès aux ressources ou possibilité de contrôle des concurrents, réduction des coûts de production, etc.). L'internationalisation d'une entreprise dépend généralement de trois conditions préalables essentielles : a) une productivité élevée, seules les entreprises les plus productives ayant la capacité d'investir à

³² Les statistiques sont basées sur le nombre total de projets d'IDE (investissements nouveaux et fusions et acquisitions) réalisés au cours de la période 2003-2016. Les données proviennent de la CNUCED (2017), *op. cit.*, annexe tableaux 16 et 23.

l'étranger ; b) l'existence d'avantages spécifiques à l'entreprise qui ne sont pas facilement transférables à des tiers et sont au cœur de sa production ; et c) une position relativement forte sur le marché du pays d'origine ³³. Les déterminants des IDE peuvent à leur tour être regroupés de la façon suivante : a) la propriété, qui permet à une entreprise d'exploiter au mieux ses avantages concurrentiels à l'étranger ; b) la localisation, qui suppose d'exploiter les avantages de l'emplacement au niveau mondial (offre de main-d'œuvre ou de ressources naturelles, par exemple) ; et c) l'internalisation, par laquelle une entreprise internalise les marchés étrangers pour utiliser ou créer des avantages. Par conséquent, les IDE résultent de quatre facteurs principaux : a) les marchés ; b) les avantages ; c) les ressources naturelles ; et d) la recherche d'efficacité ³⁴.

Premièrement, en investissant à l'étranger, les entreprises peuvent chercher à accéder à de nouveaux marchés prometteurs. De ce point de vue, les entrées d'IDE devraient généralement être corrélées de façon positive avec la taille de l'économie du pays hôte et avec son potentiel de marché en termes de croissance économique ³⁵.

Deuxièmement, les IDE en quête d'avantages sont déterminés par l'accès à des ressources et à des capacités nouvelles et complémentaires. Ce type d'investissement est motivé par le souhait d'une entreprise d'améliorer ou d'accroître ses technologies existantes, ses compétences managériales ou sa main-d'œuvre. Il est souvent orienté vers les pays avancés ³⁶. Les progrès technologiques ont fait partie des principaux facteurs des entrées d'IDE dans l'UE ³⁷. À l'inverse, pour ce qui concerne les EME, aucune corrélation positive n'est attendue entre l'intensité technologique et les entrées d'IDE.

Troisièmement, les flux d'IDE peuvent également être motivés par le souhait d'accéder à des ressources naturelles. Ce type d'IDE est plus vraisemblablement orienté vers les EME disposant d'abondantes ressources naturelles. Cependant, d'importantes dotations en ressources naturelles peuvent également dissuader les entrées d'IDE dans les EME en raison de la « malédiction des ressources naturelles », c'est-à-dire l'impact négatif à long terme de ressources naturelles abondantes sur le développement d'un pays (en termes de croissance économique, de qualité des institutions ou d'allocation des capitaux, par exemple), susceptible de

³³ Cf. Helpman (E.), Melitz (M.J.) et Yeaple (S.R.), « *Export Versus FDI with Heterogeneous Firms* », *American Economic Review*, vol. 94(1), 2004, p. 300-316 ; Hymer (S.H.), « *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment* », MIT Press, 1976 ; et Love (J.H.), « *Technology sourcing versus technology exploitation: an analysis of US foreign direct investment flows* », *Applied Economics*, vol. 35(15), 2003, p. 1667-1678.

³⁴ Cf. Dunning (J.H.), « *The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and Some Possible Extensions* », *Journal of International Business Studies*, vol. 19(1), 1988, p. 1-31.

³⁵ Cf. Blonigen (B.A.), « *A Review of the Empirical Literature on FDI Determinants* », *Atlantic Economic Journal*, Vol. 33(4), 2005, p. 383-403 ; Davies *et al.* (2015), *op. cit.* ; et Nielse (B.B.), Asmussen (C.G.) et Weatherall (C.D.), « *The location choice of foreign direct investments: Empirical evidence and methodological challenges* », *Journal of World Business*, vol. 52(1), 2017, p. 62-82.

³⁶ Cf. Amighini (A.A.), Rabellotti (R.) et Sanfilippo (M.), « *Do Chinese state-owned and private enterprises differ in their internationalization strategies?* », *China Economic Review*, vol. 27, 2013, p. 312-325.

³⁷ Cf. Villaverde (J.) et Maza (A.), « *The determinants of inward foreign direct investment: Evidence from the European regions* », *International Business Review*, vol. 24(2), 2015, p. 209-223. Les auteurs définissent les progrès technologiques en termes d'investissements et de personnel employé dans les travaux de recherche et développement, d'intensité technologique du secteur et de capital humain.

gêner sa capacité à attirer les IDE ³⁸. Ce résultat n'est toutefois ni universel ni inévitable, et il affecte certains pays sous certaines conditions (exportations et recettes budgétaires fortement dépendantes de l'abondance des ressources, faibles taux d'épargne, volatilité élevée des recettes liées aux ressources et éviction d'autres activités, par exemple).

Quatrièmement, les IDE en quête d'efficacité sont essentiellement motivés par des coûts de main-d'œuvre plus faibles et une productivité plus élevée. En ce qui concerne les coûts de main-d'œuvre, les données fournies par la littérature sont loin d'être concluantes ³⁹. On s'attend généralement à ce que ce type d'investissement se dirige vers les EME ayant une offre abondante de main-d'œuvre bon marché (comme la Chine et le Vietnam, par exemple) pour développer des activités économiques à faible valeur ajoutée ⁴⁰.

Les travaux de recherche confirment le rôle important joué par la qualité des institutions pour déterminer les entrées d'IDE ⁴¹. Une faible qualité des institutions implique un coût plus élevé pour entreprendre des affaires et des coûts de transaction plus onéreux ⁴². Il est probable que les multinationales évitent les pays caractérisés par une instabilité élevée, car cette situation peut impliquer des changements brutaux du cadre juridique et un risque plus élevé d'expropriation ⁴³. De la même façon, elles évitent généralement les pays ayant des niveaux élevés de corruption et de bureaucratie, qui entraînent un coût supplémentaire direct dans la conduite des affaires ⁴⁴. Par ailleurs, les multinationales évaluent de façon positive le respect de l'État de droit et des droits de la propriété privée. De la même façon, la facilité à faire des affaires (accès au financement, réglementation commerciale et nombre de démarches nécessaires pour démarrer une affaire, par exemple) constitue un autre facteur important des entrées d'IDE ⁴⁵.

Enfin, la stabilité macroéconomique constitue un autre déterminant important des entrées d'IDE. L'absence de fluctuations importantes de l'inflation et des taux de change dans un pays hôte est un avantage de localisation susceptible d'attirer les IDE en diminuant les risques liés à la valeur attendue des avantages et des bénéfices engendrés à l'étranger.

³⁸ Cf. Asiedu (E.), « *Foreign direct investment, natural resources and institutions* », IGC Working Papers, International Growth Centre, mars 2013.

³⁹ Cf. Nielsen *et al.* (2017), *op. cit.*

⁴⁰ Cf. Buckley (P.J.), Clegg (L.J.), Cross (A.R.), Liu (X.), Voss (H.) et Zheng (P.), « *The determinants of Chinese outward foreign direct investment* », *Journal of International Business Studies*, vol. 38(4), 2007, p. 499-518.

⁴¹ Cf. Blonigen (2005), *op. cit.* et Nielsen *et al.* (2017), *op. cit.*

⁴² Cf. Dunning (J.H.), « *Internationalizing Porter's Diamond* », *MIR: Management International Review*, vol. 33, 1993, p. 7-15.

⁴³ Cf. Bénassy-Quéré (A.), Maylis (C.) et Thierry (M.), « *Institutional Determinants of Foreign Direct Investment* », *The World Economy*, vol. 30(5), 2007, p. 764-782.

⁴⁴ Cf. Wei (S.-J.), « *How Taxing is Corruption on International Investors?* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 82(1), 2000, p. 1-11.

⁴⁵ Cf. Carril-Caccia (F.), Ghali (S.), Milgram Baleix (J.), Paniagua (J.) et Zitouna (H.), « *FDI in MENA: Impact of political and trade liberalisation process* », *Femise Research Papers*, FEM41-07, Forum Euroméditerranéen des Instituts de Sciences Économiques, 2018 ; et Corcoran (A.) et Gillanders (R.), « *Foreign direct investment and the ease of doing business* », *Review of World Economics*, vol. 151(1), 2015, p. 103-126.

Les multinationales des pays émergents ont des motivations spécifiques lorsqu'elles investissent à l'étranger.

Ces multinationales sont différentes de celles des économies avancées dans la mesure où elles se caractérisent généralement par le manque d'avantages liés à la propriété et l'absence d'expérience internationale et souffrent d'une faible qualité des institutions dans leur pays ⁴⁶. En outre, les multinationales détenues par l'État jouent encore un rôle important dans les économies émergentes. Par conséquent, les multinationales des pays émergents investissent à l'étranger avant tout pour devenir concurrentielles au niveau mondial en comblant leur écart de compétitivité ⁴⁷. Elles cherchent ainsi à acquérir de la technologie et des compétences managériales et à disposer d'une main-d'œuvre hautement qualifiée, facteurs qui sont tous rares dans leur pays d'origine ou seraient coûteux à développer en interne. Les multinationales des économies émergentes se distinguent également de celles des économies avancées par le fait qu'elles semblent plus disposées à opérer dans des pays hôtes caractérisés par une faible qualité des institutions, notamment lorsqu'ils disposent de ressources naturelles ⁴⁸. L'encadré 1 propose une vue d'ensemble des activités des principales multinationales originaires tant des économies avancées que des économies émergentes, en termes de performance économique, d'intensité capitaliste et d'importance économique d'ensemble.

L'internationalisation des multinationales des économies émergentes est affectée par les politiques de leurs gouvernements nationaux, qui sont souvent mises en œuvre par l'intermédiaire des entreprises d'État.

La Chine en constitue un excellent exemple : les initiatives gouvernementales comme la politique *Go Global*, les initiatives *One Belt One Road* et *China Manufacturing 2025* favorisent et définissent les investissements des entreprises chinoises à l'étranger ⁴⁹.

Encadré 1

Les multinationales et leurs investissements

Federico Carril-Caccia et Elena Pavlova

D'après les indicateurs relatifs à l'économie réelle, tels que l'indice d'activité à l'étranger, les principales multinationales proviennent encore essentiellement des grandes économies avancées et du secteur manufacturier, même si les multinationales des économies émergentes et le secteur des services gagnent en importance.

Selon le classement 2015 de la CNUCED des 100 plus grandes multinationales au niveau mondial, 8 seulement étaient des multinationales d'économies émergentes. De plus, 62 multinationales venaient de quatre pays seulement : États-Unis (21 entreprises), Royaume-Uni (17), Allemagne (13) et Japon (11). Plus de la moitié de ces multinationales opèrent dans les secteurs suivants : véhicules à moteur ; industries minières et extractives et pétrole ; industrie pharmaceutique ; électricité, gaz et eau ; raffinage du

⁴⁶ Cf. Buckley *et al.* (2007), *op. cit.*

⁴⁷ Cf. Amal (M.), Baffour Awuah (G.), Raboch (H.) et Andersson (S.), « *Differences and similarities of the internationalization processes of multinational companies from developed and emerging countries* », *European Business Review*, vol. 25(5), 2013, p. 411-428.

⁴⁸ Cf. Buckley *et al.* (2007), *op. cit.*

⁴⁹ Cf. Huang (Y.), « *Understanding China's Belt & Road Initiative: Motivation, framework and assessment* », *China Economic Review*, vol. 40, 2016, p. 314-321 ; Wuttke (J.), « *The Dark Side of China's Economic Rise* », *Global Policy*, vol. 8(S4), 2017, p. 62-70 ; et Buckley *et al.* (2007), *op. cit.*

pétrole ; et, dans le secteur des services, télécommunications. Sur les dix plus importantes multinationales en termes de capitalisation de marché en 2016, la moitié faisaient partie du secteur des technologies de l'information et de la communication (TIC) ⁵⁰.

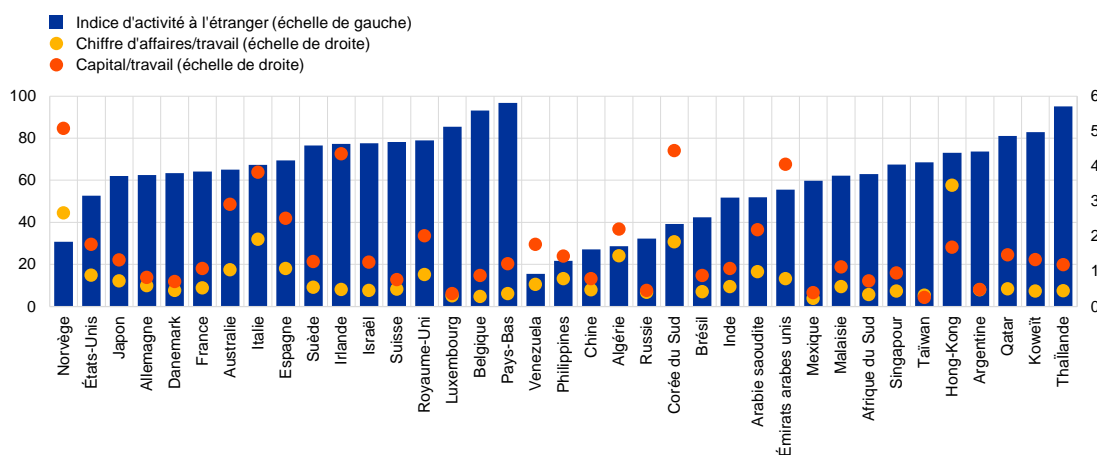
Les plus grandes multinationales mondiales, selon le classement de la CNUCED, jouent un rôle de premier plan en termes d'emploi, de chiffre d'affaires et d'actifs dans les pays hôtes où elles opèrent. Les activités à l'étranger de ces entreprises sont impressionnantes même par rapport à certains États : la première entreprise en termes d'emploi à l'étranger compte 800 000 salariés, soit davantage que la population active totale de l'Estonie ; le volume du chiffre d'affaires à l'étranger d'une des plus importantes entreprises automobiles (190 milliards de dollars) est équivalent au PIB annuel de pays comme la Grèce et le Portugal ; et les actifs étrangers détenus par la plus importante compagnie pétrolière (290 milliards de dollars) sont proches du PIB annuel d'économies comme l'Irlande et la Colombie. De même, la capitalisation de marché d'une des plus importantes entreprises des TIC (environ 600 milliards de dollars en 2016) est égale au PIB de l'Argentine ⁵¹.

Si l'on compare les 92 plus grandes multinationales des économies avancées avec les 100 plus grandes multinationales des économies émergentes, les premières ont enregistré en moyenne en 2015 un chiffre d'affaires par employé supérieur de 4 % à celui des secondes. De plus, le ratio capital/travail des multinationales des économies avancées était supérieur de 31 % et l'importance relative de leur activité économique à l'étranger, mesurée par l'indice de l'activité à l'étranger ⁵², était supérieure de 26 % (cf. graphique A).

Graphique A

Principales caractéristiques des multinationales par pays

(échelle de gauche : en pourcentage ; échelle de droite : ratios)



Sources : CNUCED, « Rapport sur l'investissement dans le monde 2016 - Nationalité des investisseurs : Enjeux et politiques », Nations Unies, 2016 ; et CNUCED (2017), annexe tableaux 24 et 25, respectivement.

Notes : Les données se rapportent à l'année 2015 et couvrent les 100 plus grandes multinationales au niveau mondial ainsi que les 100 plus grandes multinationales des économies émergentes. Les indicateurs d'activité à l'étranger, du ratio chiffre d'affaires/travail et du ratio capital/travail sont présentés en moyenne par pays.

⁵⁰ Cf. Gray (A.), « *These are the world's 10 biggest corporate giants* », Forum économique mondial, 2017.

⁵¹ Cf. Gray (2017), *op. cit.*

⁵² L'indice de l'activité à l'étranger est calculé sur la base de la part des salariés des multinationales qui travaillent à l'étranger, ainsi que sur celles des actifs étrangers et du chiffre d'affaires à l'étranger.

Au plan mondial, les IDE sont dominés par un nombre relativement restreint d'opérations de grande envergure. En 2016 (dernière année pour laquelle des données complètes sont disponibles), près de 21 000 projets d'IDE ont été réalisés, pour un volume de près de 1 800 milliards de dollars. Sur ces projets, 215 fusions et acquisitions représentaient 55 % du volume total. S'agissant du nombre de projets de fusions et acquisitions d'une valeur supérieure à 1 milliard de dollars, les principaux investisseurs étaient les États-Unis (18,6 %), la Chine (15,4 %) et le Royaume-Uni (8,4 %), tandis que les principaux destinataires étaient les États-Unis (33 %), le Royaume-Uni (11,2 %) et l'Allemagne (4,7 %). Il est intéressant de noter que près de 58 % de ces très gros investissements ont été réalisés dans le secteur des services ⁵³.

4 IDE et exportations : substitution ou complémentarité ?

Pour s'implanter sur un marché étranger, les IDE et les exportations sont traditionnellement considérés comme pouvant se substituer les uns aux autres. L'idée sous-jacente est qu'une multinationale peut choisir d'investir à l'étranger plutôt que d'exporter, afin de prévenir le risque de perdre son avantage technologique au profit des concurrents ⁵⁴ et d'éviter certains coûts comme les coûts de transport, les droits de douane et les mesures anti-dumping ⁵⁵ (« IDE horizontaux »). Les IDE horizontaux permettent à une entreprise d'exploiter son savoir-faire et ses capacités technologiques sans que des tiers se les approprient, ce qui pourrait plus facilement se produire *via* le fonctionnement de chaînes d'approvisionnement.

En réalité, les multinationales complètent souvent leurs exportations par la détention de filiales à l'étranger, de sorte qu'elles représentent une part croissante du commerce mondial ⁵⁶. De plus, selon les études sur le sujet, il semble qu'il existe une corrélation positive entre la capacité d'un pays à attirer les IDE et son degré d'ouverture aux échanges ⁵⁷, ce qui soulève la question de savoir quels types d'IDE sont positivement corrélés à l'ouverture aux échanges et aux exportations du pays source vers le pays hôte.

Premièrement, les IDE verticaux permettent aux multinationales de distribuer et d'optimiser leur production au-delà des frontières. Les sièges et les filiales remplissent des activités économiques spécifiques, plutôt que généralistes, et les différents sites de production sont reliés *via* les échanges (importations et exportations) ⁵⁸. Ce type d'investissement vise par nature l'efficacité : les

⁵³ Les statistiques se basent sur le rapport de la CNUCED (2017), *op.cit.*, annexe tableau 17.

⁵⁴ Cf. Dunning (1988), *op. cit.*

⁵⁵ Cf. Blonigen (2005), *op. cit.*

⁵⁶ Cf. Antràs (P.) et Yeaple (S.R.), « *Multinational Firms and the Structure of International Trade* », *Handbook of International Economics*, vol. 4, 2014, p. 55-130.

⁵⁷ L'ouverture aux échanges se définit comme le ratio Total des échanges/PIB. Cf. Chakrabarti (A.), « *The Determinants of Foreign Direct Investments: Sensitivity Analyses of Cross-Country Regressions* », *Kyklos*, vol. 54(1), 2001, p. 89-114.

⁵⁸ Cf. Hanson (G.H.), Mataloni Jr (R.J.) et Slaughter (M.J.), « *Vertical Production Networks in Multinational Firms* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 87(4), 2005, p. 664-678.

multinationales exploitent les différentes caractéristiques des pays afin de minimiser les coûts. Par conséquent, les processus mondiaux de production deviennent plus fragmentés, les entreprises déplaçant leur production et s'approvisionnant en consommations intermédiaires au-delà des frontières nationales.

Deuxièmement, les IDE peuvent également servir d'instrument pour renforcer la pénétration des exportations sur les marchés. Les IDE soutenant les exportations correspondent aux investissements des multinationales dans les secteurs du commerce de gros et du commerce de détail ⁵⁹. Dans ce modèle, la multinationale met en place une filiale dans un pays étranger afin d'importer et de distribuer ses biens ou ses services. Dans ce cas, contrairement aux IDE horizontaux, les exportations bilatérales de biens finaux et les IDE sont corrélés positivement.

Troisièmement, les multinationales investissent également à l'étranger afin d'approvisionner directement avec leurs produits le pays hôte et des pays tiers. Les « IDE d'exportation-plateforme » visent à pénétrer des régions soit en complétant les exportations soit en s'y substituant ⁶⁰. Cette stratégie d'investissement, généralement dirigée vers les pays appartenant à un marché commun, sera mise en œuvre si le cumul des coûts de production sur le marché intérieur et des coûts commerciaux à destination d'un marché étranger donné est supérieur aux coûts de production et d'exportation à partir d'un pays tiers. Ce type d'investissement n'entraîne pas nécessairement la réplique à l'étranger de l'intégralité de l'activité économique de l'entreprise, car les échanges de biens intermédiaires et de services interviendront probablement entre le siège de l'entreprise et ses filiales étrangères, contribuant ainsi au fonctionnement des chaînes de valeur mondiales.

Les politiques de libéralisation des échanges devraient affecter différemment chacun des types d'IDE mentionnés précédemment (horizontaux, verticaux, soutenant les exportations et d'exportation-plateforme). Elles devraient freiner les IDE horizontaux, car elles réduisent les coûts des échanges commerciaux et diminuent ainsi l'incitation à produire sur des marchés étrangers plutôt qu'à exporter. La libéralisation du commerce bilatéral impliquant des accords commerciaux « poussés » (comprenant, par exemple, des dispositions non commerciales sur l'investissement et la concurrence, des dispositions juridiques et institutionnelles et une collaboration économique) facilite généralement les IDE verticaux et les IDE soutenant les exportations. La rentabilité de ces deux stratégies augmente à mesure que les coûts des échanges commerciaux diminuent. En ce qui concerne les IDE d'exportation-plateforme, la relation est plus ambiguë, car leur nature peut varier d'une forme purement horizontale à une forme comparable aux IDE soutenant les exportations. Toutefois, ils chercheront toujours à pénétrer non pas un seul pays mais l'ensemble d'une région.

⁵⁹ Cf. Krautheim (S.), « *Export-supporting FDI* », *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économique*, vol. 46(4), 2013, p. 1571-1605.

⁶⁰ Cf. Ekholm (K.), Forslid (R.) et Markusen (J.R.), « *Export-platform foreign direct investment* », *Journal of the European Economic Association*, vol. 5(4), 2007, p. 776-795.

L'encadré 2 examine la relation entre les fusions et acquisitions et la valeur ajoutée contenue dans les exportations. Les résultats obtenus montrent une complémentarité entre les fusions et acquisitions et les exportations du pays source vers le pays hôte, essentiellement imputable aux IDE soutenant les exportations.

Encadré 2

La relation entre les fusions et acquisitions et la valeur ajoutée contenue dans les exportations

Federico Carril-Caccia et Elena Pavlova

Pour étudier la relation entre les fusions et acquisitions et les exportations, on estime un modèle de gravité augmenté. Ce modèle apporte un éclairage sur la façon dont les investissements réalisés sous la forme de fusions et acquisitions par un pays d'origine i dans un pays d'accueil j sont affectés par les différentes mesures des flux d'exportations du pays i vers le pays j . Nous estimons l'équation suivante ⁶¹ :

$$MA = f(GDPsum, diffGDPpc, currency, PTA, BIT, rulelaw, exports)$$

Ainsi, ce modèle prend en compte la taille économique du pays d'origine et du pays destinataire ($GDPsum$), leur différence en termes d'intensité capitalistique ($diffGDPpc$), le fait qu'ils partagent ou non une même monnaie ($currency$), l'existence d'un accord commercial préférentiel (PTA) ou d'un traité bilatéral pour l'investissement (BIT), et la qualité institutionnelle dans le pays d'origine et dans le pays d'accueil ($rulelaw$) ⁶². La variable d'intérêt est $exports$; elle correspond à la mesure dans laquelle la variation des exportations du pays d'origine vers le pays d'accueil au cours d'une année donnée influe sur les fusions et acquisitions. Dans le cadre de l'hypothèse de substitution (IDE horizontal), on s'attend à une corrélation négative, tandis qu'une corrélation positive signifierait que les fusions et acquisitions et les exportations sont complémentaires (IDE vertical ou IDE soutenant les exportations).

Cette analyse se fonde sur une base de données de Thomson Reuters relative à des fusions et acquisitions bilatérales, associée à la base de données WIOD (World Input-Output Database). La série de données couvre la période 2000-2014 et 41 pays d'origine et d'accueil, soit plus de 80 % du commerce mondial, des fusions et acquisitions et du PIB durant la période. La base de données des fusions et acquisitions permet une étude séparée du nombre de projets de fusions et acquisitions (c'est-à-dire la capacité de créer de nouvelles relations bilatérales) et de leur valeur (flux de capitaux). La base de données WIOD permet de considérer séparément les exportations de biens finaux et de biens intermédiaires, ainsi que la valeur ajoutée qu'elles contiennent. Par conséquent, la valeur ajoutée domestique contenue dans les exportations de biens finaux et de biens intermédiaires, la valeur ajoutée domestique qui revient au pays d'origine *via* les exportations de biens finaux et de biens intermédiaires ainsi que la valeur ajoutée étrangère

⁶¹ L'estimateur utilisé est le pseudo-maximum de vraisemblance (PMV) avec loi de Poisson. Cf. Santos Silva (J.M.C.) et Tenreyro (S.), « *The Log of Gravity* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 88(4), 2006, p. 641-658.

⁶² En outre, le modèle intègre des effets fixes par couple de pays, afin de prendre en compte l'ensemble des coûts de transaction invariables dans le temps pour les différents couples de pays (la distance, par exemple), ainsi que des effets fixes par année pour tenir compte des tendances macroéconomiques à l'échelle mondiale.

contenue dans les exportations de biens finaux et de biens intermédiaires⁶³ sont considérées séparément dans la présente analyse. En utilisant la valeur ajoutée contenue dans les exportations, et non les exportations brutes, il est possible de prendre en compte les consommations intermédiaires domestiques et étrangères utilisées dans les exportations. En outre, on évite le problème de la double comptabilisation des exportations et des importations⁶⁴.

Tableau A

Fusions et acquisitions et valeur ajoutée contenue dans les exportations

(résultats provenant de l'estimation du modèle de gravité ; variable dépendante : fusions et acquisitions)

	Valeur ajoutée domestique dans les exportations de biens finaux	Valeur ajoutée domestique dans les exportations de biens intermédiaires	Valeur ajoutée domestique dans les exportations qui retourne vers le pays d'origine via les importations de biens finaux et de biens intermédiaires	Valeur ajoutée étrangère dans les exportations de biens finaux	Valeur ajoutée étrangère dans les exportations de biens intermédiaires
Projets de fusions et acquisitions	0,094**	0,077	0,066**	0,083**	0,068
	(0,04)	(0,07)	(0,03)	(0,03)	(0,06)
R²	0,946	0,945	0,946	0,946	0,945
Valeur des fusions et acquisitions	0,418*	0,119	0,144	0,456**	0,096
	(0,22)	(0,23)	(0,10)	(0,22)	(0,20)
R²	0,499	0,491	0,487	0,504	0,489
Observations	17 671	17 699	17 668	17 671	17 670

Sources : Thomson Reuters, base WIOD (édition 2016) et calculs de la BCE.

Notes : Les erreurs-types robustes sont entre parenthèses, par grappe au niveau des couples de pays.

*** valeur de p<0,01, ** valeur de p<0,05, * valeur de p<0,10

Les résultats de l'estimation dans le tableau A montrent que les fusions et acquisitions sont essentiellement un soutien pour les exportations et, dans une large mesure, verticales. Les exportations de biens finaux ont, indépendamment de la valeur ajoutée domestique ou étrangère qu'elles contiennent, un impact positif sur le nombre de projets de fusions et acquisitions ainsi que sur leur valeur. Cela suggère que les fusions et acquisitions sont essentiellement un soutien pour les exportations. En revanche, les exportations de biens intermédiaires n'ont globalement aucun effet, que ce soit sur le nombre ou sur la valeur des projets. Toutefois, s'agissant du nombre de projets, la valeur ajoutée domestique dans les exportations qui retourne au pays d'origine via les importations de biens finaux et de biens intermédiaires transformés à l'étranger a effectivement un

⁶³ La valeur ajoutée dans les exportations est décomposée conformément à Z. Wang, S.J. Wei et K. Zhu, « *Quantifying International Production Sharing at the Bilateral and Sector Levels* », *NBER Working Papers*, n° 19677, 2013. Cf. également l'article intitulé « L'impact des chaînes de valeur mondiales sur l'analyse macroéconomique de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2017.

⁶⁴ Les statistiques relatives aux échanges commerciaux transfrontières comptabilisent partiellement deux fois les flux commerciaux, dans la mesure où une part des exportations est constituée de consommations intermédiaires importées et où une partie de la production exportée est réimportée ultérieurement par le pays d'origine. L'origine de la valeur ajoutée n'étant pas prise en compte dans les statistiques relatives aux échanges commerciaux bruts, l'activité économique domestique et étrangère contenue dans les exportations et dans les importations, respectivement, risque d'être surestimée. En outre, une analyse fondée sur les données relatives aux échanges commerciaux bruts peut entraîner une surestimation de l'importance de certains partenaires commerciaux et une sous-estimation de celle d'autres partenaires.

impact positif. Dans l'ensemble, ce dernier résultat fournit des éléments attestant d'une corrélation positive entre IDE verticaux et exportation de biens intermédiaires transformés à l'étranger avant de revenir au pays d'origine.

5 Les investissements directs étrangers dans l'UE et dans la zone euro

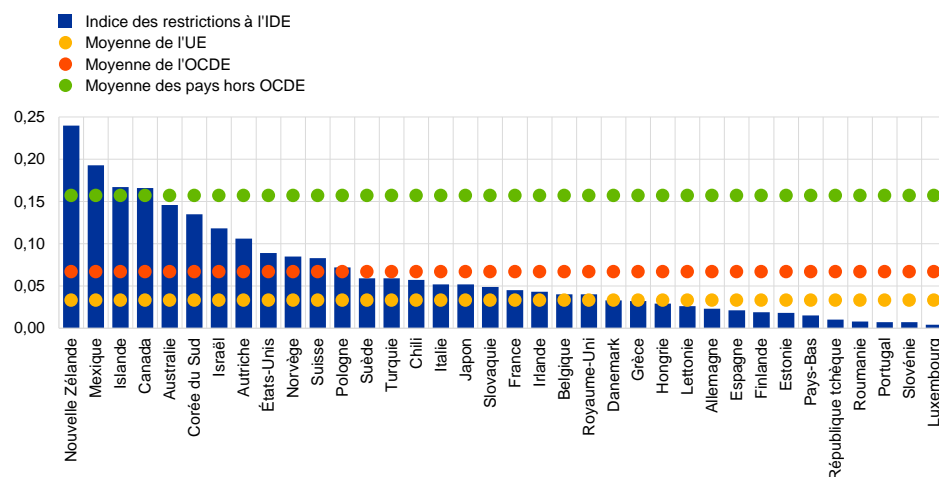
Le processus d'intégration économique, monétaire et institutionnelle dans l'UE est un déterminant essentiel des IDE. Comme le montre l'analyse dans l'encadré 3, on estime que l'appartenance à l'UE et à la zone euro a nettement favorisé les flux d'IDE bilatéraux entre pays membres.

Les restrictions appliquées aux entrées d'IDE dans les pays de l'UE sont, en moyenne, plus faibles que dans les pays de l'OCDE. Si elles ne sont pas homogènes entre les différents États membres de l'UE, les restrictions relatives aux entrées d'IDE dans l'UE sont néanmoins plus faibles que la moyenne de l'OCDE, à deux exceptions près seulement. D'après le graphique 4, qui montre les restrictions réglementaires relatives aux entrées d'IDE en 2016, les restrictions sont plus faibles que la moyenne de l'OCDE dans tous les pays de l'UE à l'exception de l'Autriche et de la Pologne. Toutefois, alors que des pays comme le Luxembourg, la Slovénie et le Portugal n'ont pratiquement pas de restrictions, l'Autriche, la Pologne, la Suède, l'Italie, la Slovaquie et la France sont nettement au-dessus de la moyenne de l'UE. Au niveau sectoriel, il n'y a presque aucune restriction dans les États membres de l'UE sur les IDE dans le secteur manufacturier, tandis que les restrictions dans le secteur primaire sont généralement plus importantes que dans le secteur des services.

Graphique 4

Restrictions sur les entrées d'IDE en 2016

(niveau de restrictions sur les entrées d'IDE)



Source : Indice des restrictions réglementaires à l'IDE de l'OCDE.

Notes : L'indice des restrictions réglementaires à l'IDE de l'OCDE mesure les restrictions réglementaires relatives à l'investissement direct étranger dans 22 secteurs économiques différents. Il évalue le caractère restrictif des règles d'un pays en matière d'IDE selon quatre types principaux de restrictions sur les IDE : (a) les limitations de la part de capital pouvant être détenue par des étrangers ; (b) les procédures d'examen sélectif ou d'approbation ; (c) les restrictions à l'emploi d'étrangers aux postes-clés ; et (d) les autres restrictions opérationnelles, comme celles relatives à l'établissement de succursales et au rapatriement de capital ou à la propriété foncière des entreprises à capital étranger.

Le poids de l'UE dans les entrées d'IDE à l'échelle mondiale a diminué après 2007, affichant cependant un léger rebond depuis 2015.

Bien que les restrictions de l'UE aux entrées d'IDE soient très inférieures à la moyenne de l'OCDE ainsi qu'à celle des pays hors OCDE, la part cumulée des États membres de l'UE dans les entrées d'IDE à l'échelle mondiale a nettement diminué au cours de la période 2008-2014, avant de se redresser partiellement. Le graphique 1 illustre la distribution des entrées d'IDE dans le monde selon trois groupes de pays : l'UE (y compris les entrées d'IDE intra-UE), les autres économies avancées et les EME. Avant 2008, les pays de l'UE étaient les principaux destinataires d'IDE à l'échelle mondiale. Entre 2000 et 2007, ils ont attiré, en moyenne, 43,1 % des IDE mondiaux, contre 23,8 % pour les autres économies avancées et 33 % pour les EME. Au cours de la période 2008-2016, en revanche, on a observé une importante modification de la distribution des IDE en faveur des EME et au détriment de l'UE. Durant cette période, l'UE a attiré, en moyenne, 26,7 % seulement des IDE mondiaux, contre 25,2 % pour les autres économies avancées et 48,1 % pour les EME.

La Grande récession déclenchée par la crise financière de 2007-2008 a eu une incidence négative sur la capacité de l'UE à attirer des IDE.

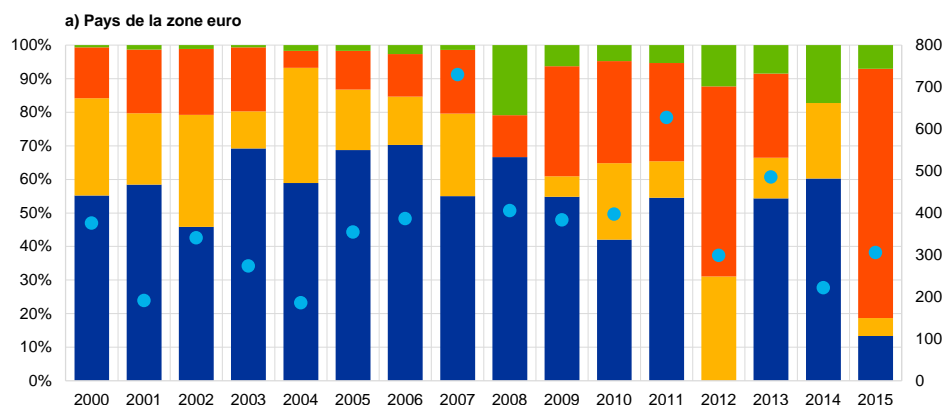
Comme le montre le graphique 5, entre 2000 et 2015, les entrées d'IDE ont été plus volatiles dans les pays de l'UE hors zone euro que dans la zone euro. En conséquence, la baisse des entrées d'IDE dans l'UE due à la crise a été plus marquée dans les pays de l'UE hors zone euro. La baisse progressive des entrées d'IDE dans les économies de la zone euro a résulté essentiellement de la diminution des IDE en provenance des pays de l'UE hors zone euro et de la crise de l'euro en 2012. Dans le même temps, s'agissant des pays de l'UE hors zone euro, les IDE en provenance de l'ensemble des États membres de l'UE ont nettement diminué depuis 2008.

Depuis 2007, la position de l'UE en tant que source d'IDE au sein de la région est également en baisse. S'agissant des pays de la zone euro, les autres pays de la zone continuent d'être la principale source d'IDE, mais leur poids a progressivement diminué au cours des premières années de la Grande récession. En outre, les IDE intra-zone euro ont chuté en 2012 (cf. graphique 5). En ce qui concerne les économies de l'UE hors zone euro, cette tendance a été encore plus sévère : en 2008, les pays de la zone représentaient 70 % du total d'entrées d'IDE dans les pays de l'UE hors zone euro mais, en 2014, cette part était tombée à 50 %.

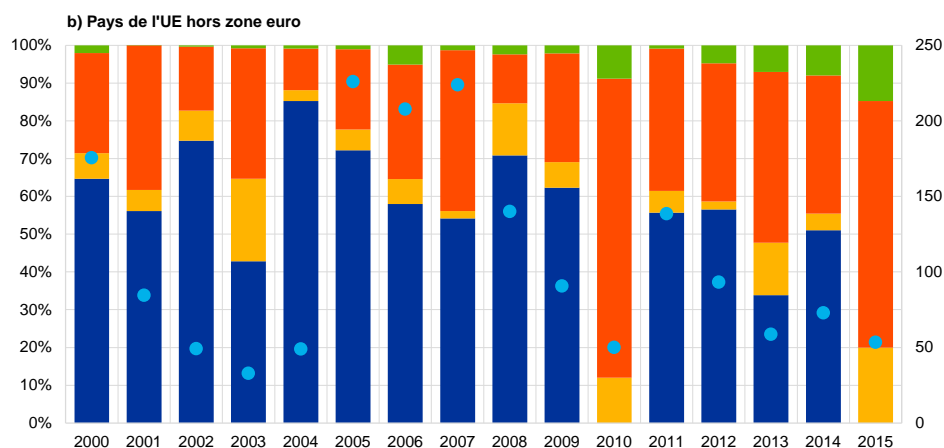
Graphique 5
Flux d'IDE entrants par origine

(échelle de gauche : entrées d'IDE dans la zone euro par origine, en pourcentage ; échelle de droite : total des entrées d'IDE dans la zone euro, en milliards de dollars)

- Zone euro (échelle de gauche)
- Pays de l'UE hors zone euro (échelle de gauche)
- Autres économies avancées (échelle de gauche)
- EME (échelle de gauche)
- Total des flux d'IDE entrants (échelle de droite)



(échelle de gauche : entrées d'IDE dans les pays de l'UE hors zone euro par origine, en pourcentage ; échelle de droite : total des entrées d'IDE dans les pays de l'UE hors zone euro, en milliards de dollars)



Source : Statistiques de l'OCDE relatives aux entrées d'IDE selon BMD3 et BMD4.

Note : BMD3 et BMD4 correspondent à la définition de référence de l'OCDE relative aux investissements directs étrangers – troisième et quatrième éditions.

Comme le reste du monde, l'UE a connu une forte augmentation de nouveaux investisseurs. Le graphique 5 montre que la part d'IDE en provenance des EME a fortement augmenté depuis 2008 (en particulier dans la zone euro), avec en tête des investisseurs la Chine, Singapour et le Brésil. Les IDE des EME vers l'UE résultent

essentiellement de la volonté d'accéder aux marchés de l'UE et d'acquérir des technologies et des marques ⁶⁵.

Conformément à la tendance mondiale, les pays de l'UE investissent de plus en plus dans les EME. Les sorties d'IDE des États membres de l'UE présentent un profil d'évolution analogue à celui des entrées d'IDE. Comme le montre le graphique 6, les sorties d'IDE de la zone euro ont été moins volatiles que les sorties d'IDE des pays de l'UE hors zone euro. Alors que le volume total de flux d'IDE sortant de la zone euro est demeuré stable au cours de la période 2008-2015, les pays de l'UE hors zone euro ont enregistré un net ralentissement. Dans le même temps, les pays de la zone euro comme ceux de l'UE hors zone euro ont significativement modifié la destination de leurs sorties d'IDE en faveur des EME. Cette tendance peut s'expliquer par la crise de la dette souveraine, par l'incertitude économique accrue et par la faible croissance économique dont la plupart des pays de l'UE ont pâti jusqu'à récemment. Dans ce contexte, les entreprises multinationales de l'UE ont réduit leurs investissements à l'étranger et les ont en partie redirigés vers les EME à croissance rapide, dotées d'un potentiel de marché élevé. De nombreuses entreprises multinationales ont réduit leurs investissements à l'étranger, en particulier dans le cas des pays de l'UE hors zone euro, dont la part de flux d'IDE sortants à destination des autres États membres de l'UE est revenue à 13 % seulement au cours de la période 2012-2015. Cependant, au fur et à mesure que la reprise économique se raffermirait, les IDE intra-UE devraient se redresser.

Le défi le plus récent auquel l'UE doit faire face est celui de la sortie prochaine du Royaume-Uni de l'UE (Brexit). Si l'impact du Brexit est incertain, la plupart des études ont néanmoins estimé une diminution comprise entre 12 % et 28 % des IDE vers le Royaume-Uni ⁶⁶. En effet, le Brexit pourrait accroître de manière significative le coût de l'accès au Marché unique de l'UE à partir du Royaume-Uni, rendant le pays moins attractif pour les investisseurs étrangers. En outre, les modifications de la réglementation susceptibles d'intervenir au Royaume-Uni après sa sortie de l'UE pourraient rendre la conduite des affaires au Royaume-Uni plus coûteuse pour les entreprises multinationales de l'UE.

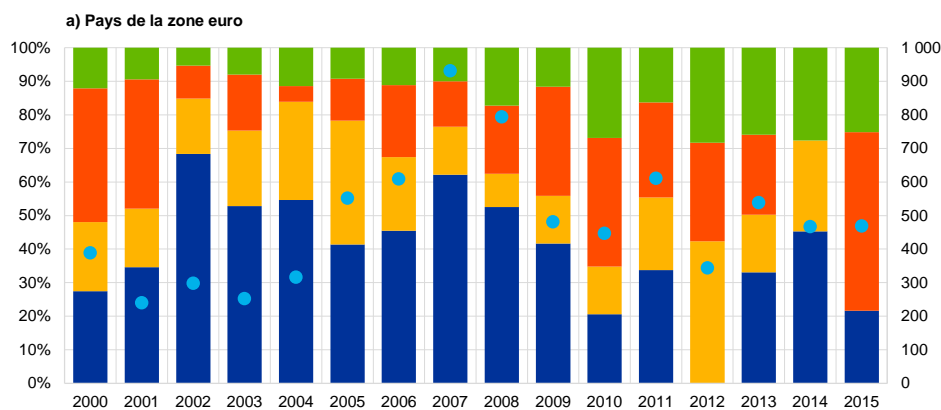
⁶⁵ Cf., par exemple, Blomkvist (K.) et Drogendijk (R.), « *Chinese outward foreign direct investments in Europe* », *European Journal of International Management*, vol. 10(3), 2016, p. 343-358 ; Carril-Caccia (F.) et Milgram Baleix (J.), « *From Beijing to Madrid: Profiles of Chinese investors in Spain* », *Universia Business Review*, vol. 51, 2016, p. 112-129 ; et Giuliani (E.), Gorgoni (S.), Günther (C.) et Rabellotti (R.), « *Emerging versus advanced country MNEs investing in Europe: A typology of subsidiary global-local connections* », *International Business Review*, vol. 23(4), 2015, p. 680-691.

⁶⁶ Cf., par exemple, Dhingra (S.), Ottaviano (G.), Sampson (T.) et Van Reenen (J.), « *The Impact of Brexit on Foreign Investment in the UK* », *CEP Brexit Analysis*, n° 3, Centre for Economic Performance, London School of Economics, 2016 ; Bruno (R.), Campos (N.), Estrin (S.) et Tian (M.), « *Technical Appendix to 'The Impact of Brexit on Foreign Investment in the UK' – Gravitating towards Europe: An Econometric Analysis of the FDI Effects of EU Membership* », Centre for Economic Performance, London School of Economics, 2016 ; et HM Treasury, « *HM Treasury analysis: the long-term economic impact of EU membership and the alternatives* », rapport présenté au parlement britannique par le Chancelier de l'Échiquier, 2016.

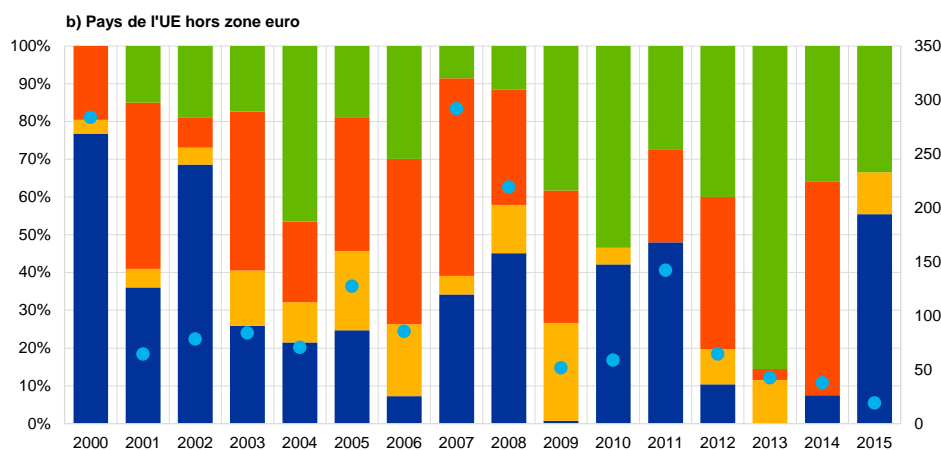
Graphique 6 Flux d'IDE sortants par destination

(échelle de gauche : sorties d'IDE des pays de la zone euro par destination, en pourcentage ; échelle de droite : total des sorties d'IDE de la zone euro, en milliards de dollars)

- Zone euro (échelle de gauche)
- Pays de l'UE hors zone euro (échelle de gauche)
- Autres économies avancées (échelle de gauche)
- EME (échelle de gauche)
- Total des flux d'IDE sortants (échelle de droite)



(échelle de gauche : sorties d'IDE des pays de l'UE hors zone euro par destination, en pourcentage ; échelle de droite : total des sorties d'IDE des pays de l'UE hors zone euro, en milliards de dollars)



Source : Statistiques de l'OCDE relatives aux sorties d'IDE selon BMD3 et BMD4.

Note : BMD3 et BMD4 correspondent à la définition de référence de l'OCDE relative aux investissements directs étrangers – troisième et quatrième éditions.

Encadré 3

L'impact de l'intégration de l'UE et de la zone euro sur les flux d'IDE

Federico Carril-Caccia et Elena Pavlova

L'impact économique de l'intégration régionale en Europe a été largement décrit dans la littérature. Celle-ci traite principalement de l'impact sur le commerce, mais certaines études donnent également des informations sur la manière dont l'UE et, en particulier, la zone euro ont influé sur les IDE entre les pays membres. Ces études⁶⁷ tendent à indiquer une forte croissance des IDE entre les États membres de l'UE. S'agissant de l'appartenance à l'UE, la hausse estimée des IDE est comprise entre 28 et 83 points de pourcentage, tandis que dans le cas de l'appartenance à la zone euro, l'augmentation varie de 21 à 44 points de pourcentage. Toutefois, comme ces études portent sur différentes périodes et différents groupes de pays, elles ne sont pas totalement comparables et elles mesurent l'impact de l'adhésion à l'UE et de l'adoption de l'euro pour différents pays.

Pour remédier à ces problèmes, nous utilisons une base de données relative aux flux d'IDE bilatéraux couvrant la période 1985-2012 pour 34 pays d'accueil et 70 pays d'origine⁶⁸. Les pays et la période couverts signifient que l'on prend en compte l'adhésion de 17 pays à l'UE ainsi que l'intégralité du processus d'Union économique et monétaire (UEM). Nous estimons l'équation suivante⁶⁹ :

$$FDI = f(GDPsum, diffGDPpc, PTA, BIT, SIMI, diffHC, reer, invpro, govstab, law, EU, EA, noEUtEU)$$

où *FDI* représente les flux d'IDE d'un pays vers un autre. Dans ce modèle, nous prenons en compte la demande et l'offre (*GDPsum*), la différence d'intensité capitaliste entre un couple de pays (*diffGDPpc*), le fait que les pays aient ou non signé un accord commercial préférentiel (*PTA*) ou un traité bilatéral pour l'investissement (*BIT*), les similarités en termes de taille économique (*SIMI*) et la différence entre pays d'origine et pays d'accueil en matière de dotation en ressources humaines (*diffHC*). En outre, l'équation prend également en compte le taux de change (*reer*) ainsi qu'un ensemble d'indicateurs évaluant la qualité institutionnelle⁷⁰. Nos variables d'intérêt sont *EU_{ijt}*, variable fictive prenant la valeur 1 à l'année *t* chaque fois qu'un couple de pays est membre de l'UE, *EA_{ijt}*, variable fictive prenant la valeur 1 à l'année *t* chaque fois qu'un couple de pays est membre de la zone euro, et *noEUtEU_{ijt}*, variable fictive prenant la valeur 1 à l'année *t* chaque fois que le pays de destination est membre de l'UE⁷¹.

Les résultats indiquent que l'adhésion à l'UE a entraîné une hausse de 43,9 %, en moyenne, des flux entrants d'IDE en provenance d'autres pays de l'UE, mais qu'elle n'a pas eu

⁶⁷ Cf., par exemple, Brouwer (J.), Paap (R.) et Viaene (J.-M.), « *The trade and FDI effects of EMU enlargement* », *Journal of International Money and Finance*, vol. 27(2), 2008, p. 188-208 ; De Sousa (J.) et Lochar (J.), « *Does the Single Currency Affect Foreign Direct Investment?* », *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 113(3), 2011, p. 553-578 ; Flam (H.) et Nordström (H.), « *The euro and Single Market impact on trade and FDI* », manuscrit, Institute for International Economic Studies, Stockholm University, 2007 ; Dhingra *et al.* (2016), *op. cit.* ; et HM Treasury (2016), *op. cit.*

⁶⁸ Les données sont issues des statistiques de l'OCDE relatives aux IDE selon BMD3.

⁶⁹ Selon l'estimateur du pseudo-maximum de vraisemblance avec loi de Poisson – cf. Santos Silva et Tenreiro (2006), *op. cit.*

⁷⁰ Les indicateurs de la qualité institutionnelle recouvrent la protection de l'investissement (*invpro_{it}*, *invpro_{jt}*), la stabilité du gouvernement (*govstab_{jt}*) et le respect des lois (*law_{jt}*).

⁷¹ En outre, le modèle intègre des effets fixes par couple de pays et par année afin de prendre en compte l'ensemble des coûts de transaction invariables dans le temps quel que soit le couple de pays (par exemple, la distance) et les tendances macroéconomiques mondiales.

d'impact significatif sur la capacité d'un pays à attirer des IDE des pays ne faisant pas partie de l'UE. L'adoption de l'euro a entraîné une augmentation de 73,7 %, en moyenne, des IDE en provenance des autres membres de la zone euro. Par conséquent, l'effet additionnel résultant de l'appartenance à une zone monétaire commune peut être estimé à 20 % environ ⁷². En effet, l'UE a réduit le coût de l'exercice d'une activité transfrontière, et la zone euro a favorisé les flux de capitaux transfrontières entre ses membres, grâce à l'élimination des risques de change et de liquidité ⁷³. Les résultats indiquent également que l'appartenance à l'UE et à la zone euro a partiellement atténué la tendance négative des entrées d'IDE après la Grande récession, qui a été mise en lumière dans la précédente section.

6 Conclusions

L'importance des IDE a fortement augmenté au cours des 16 dernières années, passant de 22 % à 35 % du PIB mondial. Les IDE provenaient habituellement des économies avancées, mais deux évolutions importantes se sont produites depuis la Grande récession :

- Le poids des EME s'est accru, à la fois comme destinataire et comme source des IDE à l'échelle mondiale. Depuis 2013, les EME ont réussi à attirer plus de 50 % du total des entrées d'IDE et ont fourni presque 30 % du total des sorties d'IDE.
- Dans le même temps, la part des entrées d'IDE dans les économies avancées et des sorties d'IDE de ces économies, en particulier de l'UE, a progressivement diminué.

Les IDE sont réalisés par les entreprises les plus productives des pays d'origine via des fusions et acquisitions et des investissements nouveaux. La pertinence de chaque type d'investissement varie en fonction du pays d'origine et du pays destinataire concernés, ainsi que du secteur vers lequel il est orienté. Les flux d'IDE sont dans une large mesure le résultat d'un nombre relativement peu élevé d'opérations. Plus particulièrement :

- S'agissant des entrées d'IDE, les fusions et acquisitions sont le principal mode d'entrée dans les pays de l'UE et dans les autres économies avancées, tandis que les investissements nouveaux sont la forme d'entrées d'IDE la plus courante dans les EME. Pour ce qui est des sorties d'IDE, les fusions et acquisitions et les investissements nouveaux ont autant d'importance pour l'UE et pour les autres économies avancées, tandis que les investissements

⁷² La croissance additionnelle des IDE parmi les membres de la zone euro est calculée à l'aide de la formule suivante : $(e^{\delta_2 - \delta_1 - \beta_3} - 1) \times 100$. Cf. Coeurdacier (N.), De Santis (R.A.) et Aviat (A.), « *Cross-border mergers and acquisitions and European integration* », *Economic Policy*, vol. 24(57), 2009, p. 56-106.

⁷³ Cf. Rodriguez Palenzuela (D.), Dees (S.) et le groupe de travail sur l'épargne et l'investissement, « *Savings and investment behaviour in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 167, BCE, janvier 2016.

nouveaux sont la forme privilégiée d'IDE pour les EME. Près de 70 % des fusions et acquisitions sont dirigées vers le secteur des services, tandis que les investissements nouveaux sont distribués de façon égale entre le secteur manufacturier et celui des services.

- Les entreprises multinationales les plus grandes tendent à être issues des économies avancées. Certaines sont si grandes en termes de chiffre d'affaires, d'actifs et de nombre de salariés qu'elles sont comparables en taille au PIB et à la population active de pays entiers. Le total des IDE résulte dans une large mesure d'un petit nombre de très grosses opérations de fusions et acquisitions. En 2016, les très grosses opérations de fusions et acquisitions représentaient 1 % seulement des projets d'IDE à l'échelle mondiale, mais 55 % du total des flux d'IDE. La majorité de ces opérations a essentiellement porté sur l'acquisition d'entreprises du secteur des services.

Les IDE sont susceptibles de produire plusieurs effets positifs sur les économies d'accueil. Les IDE à la recherche de marchés sont canalisés vers les économies en processus de rattrapage dotées d'un potentiel de marché, alors que les IDE à la recherche d'actifs visent à garantir l'accès des entreprises multinationales à des capacités nouvelles ou complémentaires. Les IDE à la recherche de ressources naturelles sont dirigés vers les EME, mais des dotations importantes en ressources naturelles dans le pays d'accueil peuvent également dissuader les IDE dans certaines circonstances. Les IDE à la recherche d'efficience sont favorisés essentiellement par la faiblesse des coûts de main-d'œuvre. Une qualité institutionnelle élevée, la facilité à exercer une activité et la stabilité macroéconomique peuvent contribuer à attirer des IDE, ces facteurs réduisant les risques liés à l'investissement. Enfin, les fusions et acquisitions viennent essentiellement compléter, plutôt que remplacer, les échanges commerciaux.

S'agissant de l'Europe, l'appartenance à l'UE et à la zone euro a favorisé les IDE entre pays membres. Les restrictions sur les IDE sont, en moyenne, moins nombreuses dans les pays de l'UE que dans le reste du monde. Depuis la Grande récession, cependant, l'UE n'est plus le principal investisseur et destinataire d'IDE au monde, et sa part a progressivement diminué. Toutefois, la diminution des entrées et des sorties d'IDE a été plus marquée pour les pays de l'UE hors zone euro que pour les pays de la zone euro. Ces derniers ont continué de recevoir d'importantes entrées d'IDE, provenant essentiellement d'autres économies avancées en dehors de l'UE.

2 Mesurer et interpréter le coût des fonds propres dans la zone euro

André Geis, Daniel Kapp et Kristian Loft Kristiansen

Les fonds propres comptent parmi les principales sources de financement des sociétés non financières (SNF) de la zone euro, ce qui en fait un facteur important de transmission de la politique monétaire. Du point de vue de la banque centrale, améliorer la mesure et la compréhension du coût des fonds propres est donc essentiel.

Contrairement au coût de l'endettement, qui a nettement diminué ces dernières années, le coût des fonds propres est demeuré relativement stable, à des niveaux élevés. Les résultats de l'analyse réalisée dans cet article suggèrent que la persistance d'une forte « prime de risque sur actions » a été le facteur clé à l'origine du coût élevé des fonds propres pour les SNF de la zone euro. De fait, depuis le début de la crise financière mondiale, la hausse de la prime de risque sur actions a largement contrebalancé la baisse des rendements des actifs sans risque.

Cet article montre que le modèle solide souvent utilisé pour calculer le coût des fonds propres et la prime de risque sur actions, à savoir le modèle d'actualisation des dividendes à trois périodes, peut être amélioré. En particulier, l'incorporation des anticipations de bénéfices à court terme, l'actualisation des versements aux investisseurs avec un facteur d'actualisation assorti d'une échéance appropriée et la prise en compte des rachats d'actions constituent des améliorations bénéfiques, qui permettraient de renforcer la théorie et la base du modèle et d'améliorer la robustesse de ses estimations. Plus particulièrement, l'activité de rachats d'actions semble présenter de l'importance, surtout en ce qui concerne le niveau de la prime de risque sur actions. Malgré ces améliorations dans l'approche de modélisation, estimer la prime de risque sur actions, en particulier son niveau, reste soumis à une incertitude considérable. Enfin, une telle incertitude incite à utiliser une variété de modèles et d'estimations tirées d'enquêtes, ainsi qu'à se concentrer sur la dynamique de la prime de risque sur actions plutôt que sur son niveau.

D'un point de vue appliqué, l'article démontre que la modélisation du coût des fonds propres peut être utilisée pour distinguer les différents facteurs à l'origine des variations des prix des actions. Cela est utile du point de vue de la politique monétaire, les variations des prix des actions pouvant contenir des informations importantes sur les perspectives économiques et nécessiter un suivi attentif à des fins de stabilité financière. De plus, le présent article montre qu'ajouter une perspective internationale à l'analyse de la prime de risque sur actions pour l'ensemble du marché peut fournir des informations précieuses pour les décideurs. Par exemple, une dépendance aux rachats d'actions plus élevée chez les entreprises des États-Unis que parmi les entreprises de la zone euro est en partie à l'origine de la baisse plus prononcée de la prime de risque sur actions qui a été récemment observée aux États-Unis par rapport à la zone euro.

1 Introduction

Les fonds propres constituent une source de financement substantielle pour les SNF de la zone euro, mais en calculer le coût réel est difficile. Contrairement au coût de l'endettement, souvent directement observable, le coût des fonds propres, qui représente la rentabilité exigée par les investisseurs pour assumer le risque lié à la détention d'actions, doit être estimé. L'ampleur et la trajectoire du coût des fonds propres – variable importante du point de vue de la finance d'entreprise, de l'investissement et de la politique monétaire – sont en conséquence soumises à une incertitude considérable. Avancer sur les stratégies généralement employées pour estimer ce coût devrait donc largement bénéficier aux entreprises, aux investisseurs et aux décideurs en leur permettant de prendre des décisions plus éclairées.

Du point de vue de la banque centrale, des estimations améliorées du coût des fonds propres sont souhaitables, pour trois raisons principalement, qui sont en partie liées :

- **Le coût des fonds propres fait partie du mécanisme de transmission de la politique monétaire.** Les modifications de l'orientation de la politique monétaire peuvent affecter les prix des actions et le coût des fonds propres par le biais de trois canaux : les implications potentielles en termes de bénéfices futurs des entreprises ; les taux d'intérêt utilisés pour actualiser ces bénéfices ; et la perception du risque. Le coût marginal d'une unité supplémentaire de fonds propres, comparé au rendement marginal d'une unité supplémentaire d'investissement, peut contribuer à déterminer la viabilité d'un projet d'investissement. Par conséquent, les variations du coût des fonds propres peuvent freiner ou stimuler l'investissement des entreprises. De même, les évolutions du prix des actions peuvent également, dans une certaine mesure, influencer sur le patrimoine financier des ménages et, partant, sur leurs décisions de consommation.
- **Les modifications des déterminants du coût des fonds propres peuvent révéler l'opinion des intervenants de marché sur la situation économique, ce qui explique pourquoi certaines banques centrales se servent de ces modifications comme indicateur de l'état (attendu) de l'économie.** En particulier, le changement de perception quant à la situation de l'économie devrait se refléter dans des mouvements correspondants des prix des actions, qui représentent un flux actualisé de revenus futurs. Ce rôle du prix des actions comme jauge de l'activité économique souligne également pourquoi en comprendre les déterminants est important pour les banques centrales.
- **Du point de vue de la stabilité financière, il convient de suivre les prix des actions et, donc, le coût des fonds propres.** À l'évidence, le coût des fonds propres comparé au coût de l'endettement peut influencer les décisions des entreprises en matière de structure du capital et d'effet de levier. De plus, les prix des actions qui ne sont pas en ligne avec les fondamentaux macroéconomiques sont susceptibles de déclencher des corrections désordonnées sur les marchés boursiers, des répercussions négatives pouvant

s'exercer sur d'autres classes d'actifs et l'économie réelle. Dans des circonstances extrêmes, cela peut également perturber le mécanisme de transmission de la politique monétaire. C'est pour cette raison que la Revue de la stabilité financière de la BCE examine régulièrement les prix des actions et la valorisation des fonds propres. De même, les hypothèses relatives aux prix futurs des actions constituent une donnée utilisée dans les exercices de projection macroéconomique de la BCE et pour les tests de résistance des banques de la zone euro.

Dans ce contexte, le présent article examine diverses méthodes d'estimation du coût des fonds propres des entreprises de la zone euro, en mettant un accent particulier sur la prime de risque sur actions, qui est la composante la plus difficile à estimer. Dans la section 2, cet article rappelle le rôle du financement par fonds propres pour les SNF de la zone euro et examine les évolutions dans le temps du coût des fonds propres et de la prime de risque sur actions, y compris par rapport à d'autres modes de financement des entreprises. La section 3 présente une série d'approches pour l'estimation de la prime de risque sur actions, dont le modèle de la Fed, le modèle de croissance de Gordon et le modèle d'actualisation des dividendes. Tout en présentant chaque modèle avec sa logique sous-jacente, la section présente également une application pratique du modèle d'actualisation des dividendes tandis que l'encadré 1 introduit une version améliorée de ce modèle visant à remédier à plusieurs de ses insuffisances. Enfin, la section 5 met la prime de risque sur actions de la zone euro en perspective en comparant les évolutions observées dans la zone euro et aux États-Unis. La section 6 présente des éléments de conclusion.

2 Vital mais coûteux : le financement par fonds propres dans la zone euro

2.1 Le rôle du financement par fonds propres pour les SNF de la zone euro

Diverses formes de financement par fonds propres ont systématiquement représenté une part significative de la structure de financement des SNF dans la zone euro. En raison de sa nature perpétuelle, un euro de financement par fonds propres n'est pas comparable à un euro de financement par endettement. Le financement par endettement devant être fréquemment renouvelé, il pourrait être plus approprié de déterminer l'importance des fonds propres en termes de stocks plutôt que de flux. En termes agrégés, les actions cotées et les autres formes de financement par fonds propres, y compris la rétention des bénéfices et l'émission d'actions non cotées, constituent 54 % du stock notionnel d'instruments de financement des entreprises au quatrième trimestre 2017 (cf. graphique 1a), ce qui les place devant les prêts (20 %), les titres de créance (4 %) et les autres modes de financement (22 %). La part du financement par fonds propres dans l'encours des instruments de financement des entreprises mesurée à sa valeur de marché est

restée relativement stable depuis 1999. Elle n'a que légèrement progressé, passant de 52 % au premier trimestre 1999 à 54 % au quatrième trimestre 2017. Au cours de la même période, la part des prêts est revenue de 22 % à 20 % et celle des titres de créance est passée de 3 % à 4 %.

Lorsqu'il s'agit, pour les SNF de la zone euro, de se procurer de nouveaux financements, les fonds propres constituent également une source de financement importante, mais pas toujours sous la forme d'actions cotées. De fait, les données retraçant les flux de financement nets vers les SNF de la zone euro attribuent un rôle relativement mineur à l'émission d'actions cotées comme façon de lever des capitaux, en particulier au regard d'autres instruments de financement (cf. graphique 1b). Dans une large mesure, les SNF de la zone euro ont plutôt eu recours à d'autres formes de fonds propres pour leur financement. Sur certaines périodes, ces autres formes sont même devenues la principale source de financement, par exemple dans le sillage de la crise financière mondiale, lorsque les prêts nouvellement consentis par les institutions financières monétaires ont été fortement limités. Bien que la fourniture de prêts et l'émission de titres de créance se soient nettement redressées ces dernières années, d'autres formes de fonds propres représentent toujours une part considérable des flux nets de financement à destination des SNF de la zone euro.

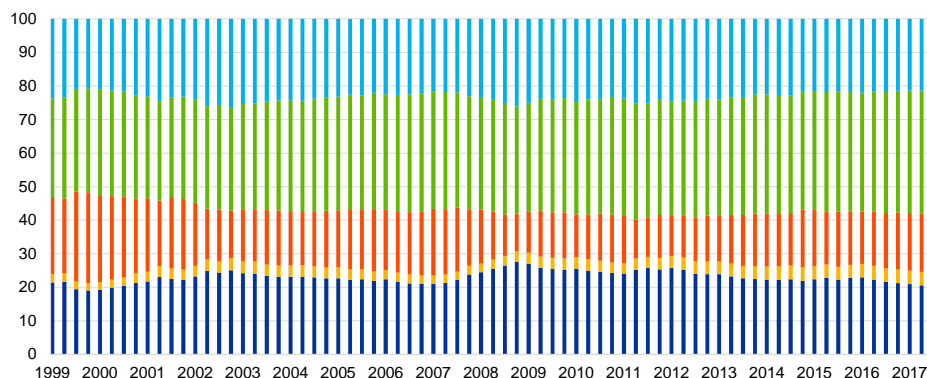
Graphique 1

Le rôle des fonds propres en termes de stocks et de flux de financement des SNF de la zone euro

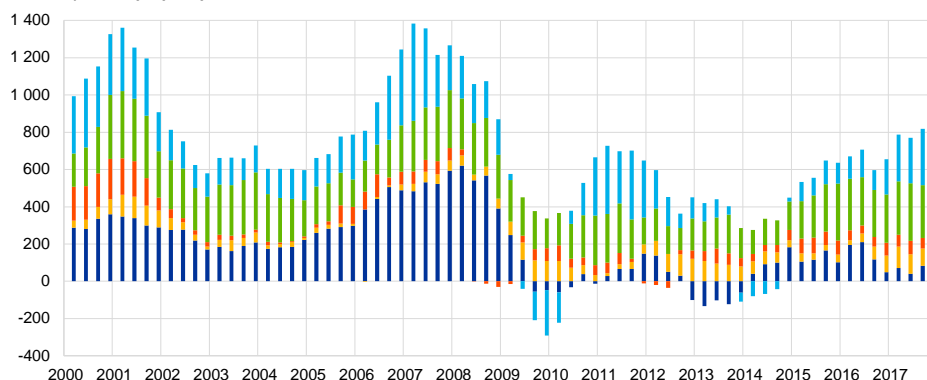
(en pourcentages ; en millions d'euros, sommes sur quatre trimestres)

- Prêts
- Titres de créance
- Fonds propres : actions cotées
- Fonds propres : autres
- Autres financements

a) Fonds propres pour l'encours



b) Fonds propres pour les flux



Source : BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2017. Les prêts incluent les prêts consentis par les institutions financières monétaires (IFM), par les non-IFM et par le reste du monde. Les autres financements incluent les prêts interentreprises, les crédits commerciaux et les formes résiduelles de financement. Les données sont calculées en valeur de marché.

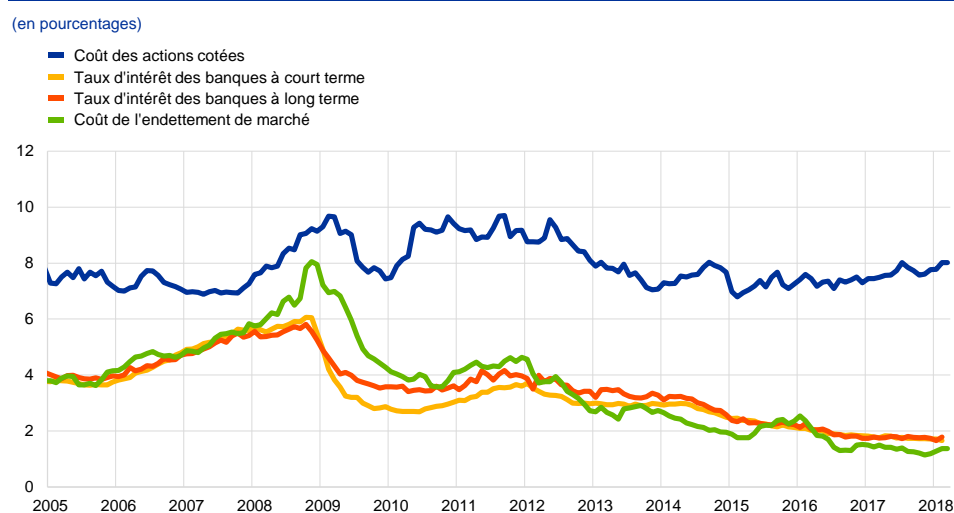
2.2 Coût des fonds propres des SNF de la zone euro

Contrairement au coût de l'endettement, le coût des fonds propres, qui représente la rentabilité exigée par les investisseurs pour assumer le risque lié à la détention d'actions, doit être estimé. Le coût de l'endettement peut généralement être observé directement sur le marché, sous la forme d'un rendement obligataire ou du taux d'intérêt appliqué à un prêt bancaire par exemple, et consiste en un taux d'intérêt sans risque majoré d'une prime de risque de crédit déterminée par le niveau de risque de l'emprunteur. Le montant de la prime de risque est donc relativement simple à obtenir, en soustrayant le taux sans risque observable du rendement obligataire observable ou du taux d'intérêt versé pour un prêt. De même, le coût des fonds propres est généralement estimé en majorant un taux d'intérêt

sans risque d'une prime de risque sur actions. Celle-ci reflète la rémunération que les investisseurs exigent pour détenir des actions qui leur donnent droit à une créance résiduelle (risquée) sur les bénéfices d'une entreprise après que toutes ses autres obligations ont été remplies. Toutefois, contrairement au coût de l'endettement et à la prime de risque de crédit, ni le coût des fonds propres ni la prime de risque sur actions ne sont directement observables. S'agissant des *actions cotées*, le coût des fonds propres et la prime de risque sur actions doivent être estimés en appliquant une série d'approches de modélisation différentes. Celles-ci incluent le prix actuel des actions, un taux sans risque et les flux de revenus futurs, tels que les bénéfices ou les dividendes, anticipés par les investisseurs. Pour les actions non cotées et les autres formes de financement par fonds propres comme les bénéfices non distribués, estimer le coût des fonds propres est encore plus difficile car le prix courant des actions ne peut être observé. De plus, une prime de risque supplémentaire peut s'appliquer dans ces cas afin d'appréhender, par exemple, l'illiquidité des actions non cotées. Pour ces raisons, le reste de cet article ne prend en considération que le coût des actions cotées.

Le prix des actions cotées émises par les SNF est demeuré relativement élevé ces dernières années. En particulier, il n'a pas suivi la baisse du coût de l'endettement (cf. graphique 2), qui a bénéficié plus directement des mesures non conventionnelles de politique monétaire de l'Eurosystème. Cela a fait du financement par fonds propres un mode relativement coûteux de financement des entreprises par rapport au recours à l'emprunt bancaire ou à l'émission d'obligations ces dernières années.

Graphique 2
Coût nominal du financement des SNF de la zone euro



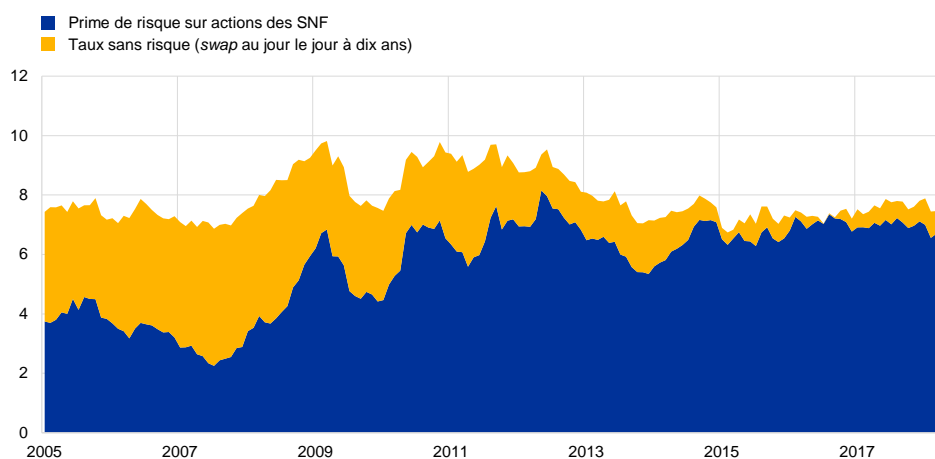
Source : BCE.
Notes : Les dernières observations se rapportent à février 2018 (taux débiteurs des banques à court terme et à long terme) et à mars 2018 (coût des actions cotées et coût de l'endettement de marché).

La persistance d'une forte prime de risque sur actions a été le facteur clé à l'origine du coût élevé des fonds propres pour les SNF de la zone euro. Le prix des actions définit généralement le taux de rendement exigé sur les actions auquel les dividendes futurs sont actualisés et est calculé comme la somme de la prime de

risque sur actions et du taux sans risque à long terme. Tandis que les taux sans risque ont atteint des points historiquement bas, la prime de risque sur actions a continué de fluctuer autour de son niveau de début 2009, quand la chute des prix des actions s'est accélérée après l'effondrement de Lehman Brothers à l'automne précédent (cf. graphique 3). De fait, le canal du rééquilibrage des portefeuilles des mesures non conventionnelles de politique monétaire de l'Eurosystème a exercé un effet beaucoup moins important sur les marchés boursiers que sur les marchés de la dette. S'il existe de nombreux éléments indiquant que les différents programmes d'achats d'actifs de l'Eurosystème ont incité les investisseurs à rechercher une durée ou un risque de crédit plus élevés ⁷⁴, les éléments montrant que ce canal a joué un rôle sur les marchés boursiers sont plus rares.

Graphique 3 Décomposition du coût des fonds propres des SNF

(en pourcentages)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : Données mensuelles. Les dernières observations se rapportent à avril 2018.

3 Modéliser la prime de risque sur actions

Contrairement à la prime de risque de crédit, la prime de risque sur actions est une variable non observable par nature, ce qui signifie qu'elle doit être estimée sur la base d'un modèle et en formulant une série d'hypothèses. Différents modèles ont été proposés pour estimer la prime de risque sur actions, allant de la simple hypothèse que la prime de risque sur actions est la différence entre le rendement actuel des actions et sa moyenne historique, à des approches fondées sur la régression et des modèles d'actualisation des dividendes ⁷⁵. Les approches les plus courantes et les plus solides d'un point de vue théorique pour l'estimation de

⁷⁴ Cf., par exemple, Altavilla (C.), Carboni (G.) et Motto (R.), « *Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area* », *Working Paper Series*, n° 1864, BCE, novembre 2015, ou Andrade et al., « *The ECB's asset purchase programme: an early assessment* », *Working Paper Series*, n° 1956, BCE, septembre 2016.

⁷⁵ Pour une analyse complète des différentes classes de modèles de prime de risque sur actions, cf. Duarte (F.) et Rosa (C.), « *The Equity Risk Premium: A Review of Models* », *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, 2015.

la prime de risque sur actions incluent sans doute une estimation et une actualisation des flux de dividendes futurs – le fondement des modèles d’actualisation des dividendes – ce qui constitue le principal sujet de cette section.

Le ratio prix/bénéfices corrigés du cycle (*cyclically adjusted price/earnings - CAPE*) suggéré par Shiller ne fournit qu’une information indirecte et imprécise sur la prime de risque sur actions. Le ratio CAPE est calculé comme le cours des actions rapporté à la moyenne mobile sur dix ans des bénéfices. Inversé, il donne la moyenne des bénéfices rapportés aux prix courants, également appelée rendement des bénéfices historique ou « ratio CAPE de Shiller inversé » (cf. graphique 4). Cet indicateur est utilisé comme référence pour déterminer la valeur des actions par rapport aux bénéfices durant un cycle (de dix ans) : lorsque l’indicateur est élevé, les cours boursiers sont relativement bas et la rémunération du risque sur actions est élevée, rendant l’achat d’actions attractif. Outre le défaut évident de comparer les bénéfices passés avec les rendements futurs, le rendement historique des bénéfices peut être une référence de valorisation erronée dans les environnements où les bénéfices et les taux d’intérêt n’évoluent pas ensemble en phase avec les régularités observées dans le passé. En particulier, le rendement historique des bénéfices ne tient pas compte du fait que la valeur actualisée d’un flux donné de bénéfices est plus élevée dans un environnement de taux d’intérêt bas que dans un environnement de taux d’intérêt élevés. À cet égard, il est également clair que le ratio CAPE inversé mesure le rendement des actions en termes absolus et non le rendement excédentaire par rapport au taux sans risque. Par conséquent, même si le ratio CAPE inversé peut fournir des informations utiles sur la prime de risque sur actions, il ne peut être vu comme une estimation de celle-ci.

Le modèle de la Fed, dans lequel le rendement sans risque à long terme est soustrait du ratio CAPE inversé, pour donner l’écart de rendement (*spread*) de la Fed, est une proposition d’estimation de la prime de risque sur actions (cf. graphique 4). Un faible écart de rendement de la Fed suggère que le prix des actions est élevé par rapport aux bénéfices réalisés et aux rendements sans risque. Il s’ensuit que la différence entre l’écart de rendement de la Fed et le CAPE inversé devrait être importante lorsque les taux d’intérêt sont élevés, comme entre 2002 et 2007, tandis qu’elle a été relativement faible ces dernières années.

Graphique 4

Indicateurs simples courants du rendement des actions et de la prime de risque sur actions : ratio CAPE et *spread* de la Fed

(en pourcentages)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 13 avril 2018.

L'écart de rendement de la Fed présente toutefois des insuffisances tant pratiques que théoriques.

Surtout, l'écart de rendement de la Fed compare les bénéfices passés avec les prix présents, ce qui est en contradiction avec la notion d'agents économiques tournés vers l'avenir et donne une raison de se tourner vers les modèles d'actualisation des dividendes – la classe de modèles présentés ci-dessous. En conséquence, l'écart de rendement de la Fed devient souvent négatif pour des périodes prolongées, notamment dans les périodes de taux d'intérêt relativement élevés, ce qui implique que les intervenants de marché devraient être disposés à détenir des actions assorties d'une prime négative par rapport à un actif sans risque. Cette observation n'est pas conforme aux résultats tirés d'enquêtes et à la théorie fondamentale de la valorisation des actifs ⁷⁶.

L'approche prospective de la valorisation des fonds propres trouve son origine dans le modèle de croissance de Gordon (cf. graphique 5).

Ce modèle enrichit le concept d'écart de rendement de la Fed avec l'intuition fondamentale que la valeur d'une action est déterminée par la valeur de l'ensemble des flux de trésorerie *futurs* actualisés qu'elle produit pour les actionnaires ⁷⁷. Les dividendes historiques ne sont pertinents que dans la mesure où ils contiennent des informations concernant les dividendes futurs. Dans la représentation d'origine du modèle de croissance de Gordon, on prend simplement comme hypothèse que les versements aux actionnaires augmentent à un taux constant au fil du temps, égal au taux de croissance attendu de l'économie. La différence de concept entre une estimation rétrospective de la prime de risque sur actions, telle que l'écart de

⁷⁶ Le modèle est parfois ajusté pour égaliser les bénéfices réels au rendement réel, ce qui ne remédie cependant pas aux lacunes d'un indicateur de valorisation rétrospectif ; cf. Gordon (M.J.), « *The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation* », Irwin (R.D.), Homewood, Illinois, 1962.

⁷⁷ Toutefois, comme le montre l'encadré 1, il convient de souligner que, si les dividendes représentent la part la plus importante des flux de trésorerie au profit des investisseurs, les rachats forment également une part importante de la rémunération des actionnaires.

rendement de la Fed, et une estimation prospective, telle que le modèle de croissance de Gordon, peut être observée, par exemple, en période de reprise économique, comme cela a été le cas dans la zone euro au cours des dernières années. Si la prime de risque sur actions induite par l'écart de rendement de la Fed a diminué pour revenir de 8 % environ en 2016 à près de 4 % à l'heure actuelle, l'amélioration des anticipations relatives aux bénéficiaires, à en juger par l'amélioration des anticipations de croissance économique à long terme, s'est traduite par un resserrement beaucoup moins important de la prime de risque sur actions induite par le modèle de croissance de Gordon.

Ainsi, le modèle de croissance de Gordon constitue le fondement et la forme la plus simple des modèles d'actualisation des dividendes – qui mettent en relation les prix des actions avec les anticipations de versements futurs aux actionnaires, les taux d'intérêt sans risque et une rémunération supplémentaire pour le risque. Les modèles d'actualisation des dividendes permettent de décomposer facilement les variations des prix des actions en contributions de trois facteurs : (a) les modifications des anticipations de flux de trésorerie futurs générés par les actions sous la forme de dividendes ; (b) les évolutions du taux sans risque à long terme ; et (c) les évolutions de la prime de risque sur actions.

Dans la mesure où les dividendes attendus, les taux d'intérêt sans risque à long terme et les prix des actions peuvent être observés par le biais des données des marchés financiers, la prime de risque sur actions peut être calculée en faisant correspondre la somme actualisée des flux de trésorerie futurs aux prix de marché des actions. Toutefois, la trajectoire future des dividendes attendus est par essence inobservable et devrait donc faire l'objet d'une approximation sur la base d'indicateurs observables associés à des hypothèses économiquement vraisemblables.

Une amélioration courante du modèle de croissance de Gordon est le modèle d'actualisation des dividendes à trois périodes, qui fait l'hypothèse que le taux de croissance attendu des dividendes varie au cours de différentes périodes et converge vers une valeur de long terme constante. Ce modèle à trois périodes se fonde généralement sur l'hypothèse de trois périodes distinctes de croissance des dividendes : (a) une période initiale durant laquelle les dividendes augmentent de façon constante, au rythme de g_a ; (b) une période intermédiaire, au cours de laquelle le taux de croissance initial converge linéairement vers un taux de croissance à long terme (g_n) ; et (c) une période finale indéfinie, où les dividendes augmentent à un taux annuel constant sur le long terme (g_n). Avec le dividende actuel en place, cette hypothèse de séquence des taux de croissance permet de retracer l'évolution complète des dividendes futurs attendus.

Ce modèle solide permet une estimation facile de la prime de risque sur actions, qui peut être obtenue rapidement à partir des rendements observés

des dividendes et du taux sans risque ⁷⁸. La prime peut être calculée grâce à l'expression figurant dans l'équation ci-dessous, qui représente une approximation du modèle d'actualisation des dividendes à trois périodes, également appelé « modèle H » ⁷⁹. Dans l'équation, r représente le taux de rendement exigé par les investisseurs pour une action (ou un indice boursier), r_f le taux sans risque à long terme, ERP la prime de risque sur actions, et D_0/P_0 le rendement actuel du dividende (*dividend yield*), tandis que g_a et g_n sont les deux paramètres de croissance des dividendes. Le paramètre H correspond à la durée de la période initiale (première période) augmentée de la moitié de la période intermédiaire (deuxième période). Dans la mise en œuvre du modèle, le taux de croissance initial des dividendes (première période) (g_a) peut être approximé par les projections de bénéfices à « long terme » de l'I/B/E/S ⁸⁰ et le taux de croissance à long terme (g_n) (troisième période) par les anticipations de croissance à long terme du PIB en rythme annuel de *Consensus Economics*. Les prix des actions et les dividendes initiaux sont tirés directement des marchés financiers, tandis que le taux sans risque à long terme est évalué par le taux des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans. Ce dernier est soustrait du taux de rendement exigé pour calculer la prime de risque sur actions. Les évolutions de l'indice boursier peuvent ensuite être décomposées en modifications des anticipations de croissance (telles qu'elles ressortent des évolutions des paramètres g), évolutions du taux sans risque à long terme, ou modifications de la valeur calculée de la prime sur actions.

$$r = r_f + ERP = \frac{D_0}{P_0} [(1 + g_n) + H(g_a - g_n)] + g_n$$

- **Dans la mesure où les anticipations relatives aux bénéfices à court et à moyen terme sont souvent plus élevées que les estimations relatives à la croissance économique à plus long terme, la prime de risque sur actions résultant de l'approximation du modèle H est supérieure à celle provenant du simple modèle de croissance de Gordon (cf. graphique 5).** On peut le constater facilement par la différence croissante de niveau entre les deux estimations de la prime de risque sur actions depuis le paroxysme de la crise financière. En même temps, cette observation met en lumière la sensibilité de l'estimation de la prime de risque sur actions aux modifications des hypothèses qui entourent les versements futurs aux actionnaires (cf. également l'encadré 1).
- **En pratique, il est difficile d'évaluer les estimations de la croissance future attendue des dividendes, et l'utilisation des prévisions agrégées des analystes pour appréhender les anticipations de croissance à plus court terme semble discutable.** D'une part, les anticipations agrégées des

⁷⁸ Pour une analyse plus détaillée de modèle d'actualisation des dividendes à trois périodes, cf. l'encadré intitulé « [Les récents déterminants des prix des actions dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2017.

⁷⁹ Cf. Fuller (R.J.) et Hsia (C.-C.), « *A simplified common stock valuation model* », *Financial Analysts Journal*, 40(5), septembre-octobre 1984, p. 49-56.

⁸⁰ L'*Institutional Brokers Estimate System* (IBES) fournit des estimations composites du taux de croissance annuel anticipé des bénéfices par action sur une période comprise entre trois et cinq ans.

analystes ont été critiquées par certains parce qu'elles affichent parfois un retard, et non une avance, par rapport au cycle économique et parce qu'elles sont excessivement optimistes⁸¹. Cela pose problème si, dans le même temps, les prix des actions reflètent une vision plus à jour de l'évolution de l'économie telle que perçue par les intervenants sur les marchés boursiers. D'autre part, il est difficile d'obtenir une meilleure évaluation des anticipations de bénéfices et de dividendes que les anticipations des analystes. Point le plus important, on peut constater en effet qu'au moins certaines entreprises affichent une croissance plus rapide que l'économie à court et à moyen terme. Pour cette raison, on utilise les données relatives aux anticipations agrégées de croissance des dividendes à plus court terme afin d'appréhender les anticipations de bénéfices à des horizons compris entre un et cinq ans. En effet, ces données sont, pour les professionnels, la source d'anticipations prospectives des bénéfices la plus largement utilisée.

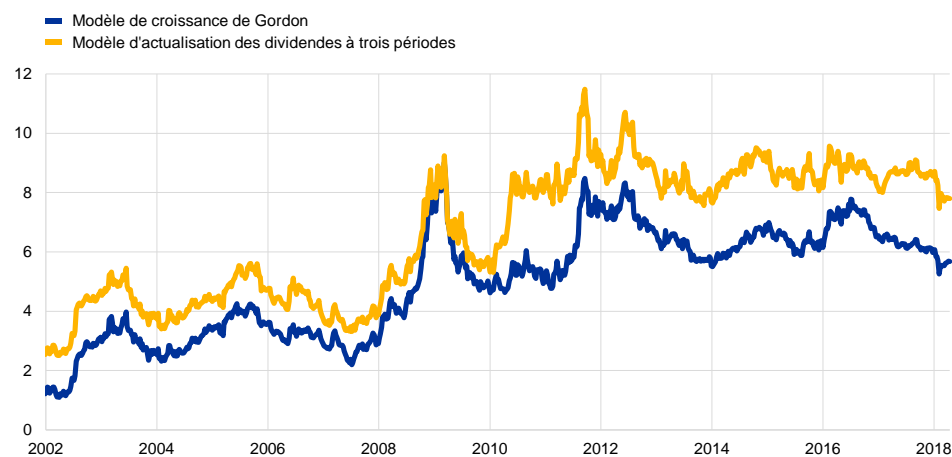
D'un point de vue historique, et en dépit d'une baisse au cours des dernières années, l'estimation actuelle de la prime de risque sur actions dans la zone euro tirée du modèle H demeure assez élevée (cf. graphique 5), signe que la valorisation des actions n'est pas particulièrement élevée par rapport à celle des obligations. Comme estimé par le modèle H, la prime de risque sur actions dans la zone euro a fortement augmenté pour s'établir à des niveaux compris entre 6 % et 8 % au lendemain de la faillite de Lehman Brothers en 2008, mais elle n'a pas enregistré de baisse notable depuis. En dépit du degré d'incertitude qui les entoure, ces estimations indiquent néanmoins que les marchés boursiers n'ont pas enregistré de hausse parallèle à la baisse des taux d'intérêt au cours des dernières années.

⁸¹ Cf., par exemple, Wright *et al.*, « *The Equity Risk Premium when growth meets rates* », *Goldman Sachs Global Strategy Paper*, n° 26, 2017, et Dison (W.) et Rattan (A.), « *An improved model for understanding equity prices* », *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2017 T2.

Graphique 5

Prime de risque sur actions issue du modèle de croissance de Gordon et du modèle d'actualisation des dividendes à trois périodes

(en pourcentage)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 13 avril 2018.

4 Application du modèle H : analyser les évolutions des prix des actions dans la zone euro

Comme démontré dans la section précédente, l'intérêt du modèle H réside en partie dans la possibilité d'étudier les facteurs déterminant les évolutions des prix des actions.

Pour les décideurs, cette caractéristique est importante afin de mieux cerner la manière dont les intervenants de marché jugent l'environnement économique actuel et de tirer d'éventuelles conclusions pour la politique monétaire. Par exemple, la hausse des prix des actions au cours de l'année passée a pu refléter une diminution des primes de risque, une baisse des taux sans risque ou une amélioration des anticipations relatives aux bénéfices – chacune aboutissant à des conclusions très différentes du point de vue de la politique monétaire.

En décomposant les évolutions intervenues depuis début 2017 à l'aide du modèle H, on peut observer que les hausses des prix des actions dans la zone euro reflètent essentiellement une amélioration des anticipations de croissance des bénéfices des entreprises de la zone euro, en dépit d'accès de volatilité au cours des derniers mois (cf. graphique 6)⁸². En même temps, d'après cette décomposition, les hausses du facteur d'actualisation ont contribué négativement au cours de la période, en particulier depuis fin janvier 2018, lorsque les taux d'intérêt ont commencé à augmenter de façon plus prononcée sous l'effet de signes d'un renforcement de la hausse de l'inflation à l'échelle mondiale. Durant cette période, les prix des actions ont souvent réagi plus fortement aux évolutions des taux d'intérêt que ne l'auraient normalement impliqué les modèles

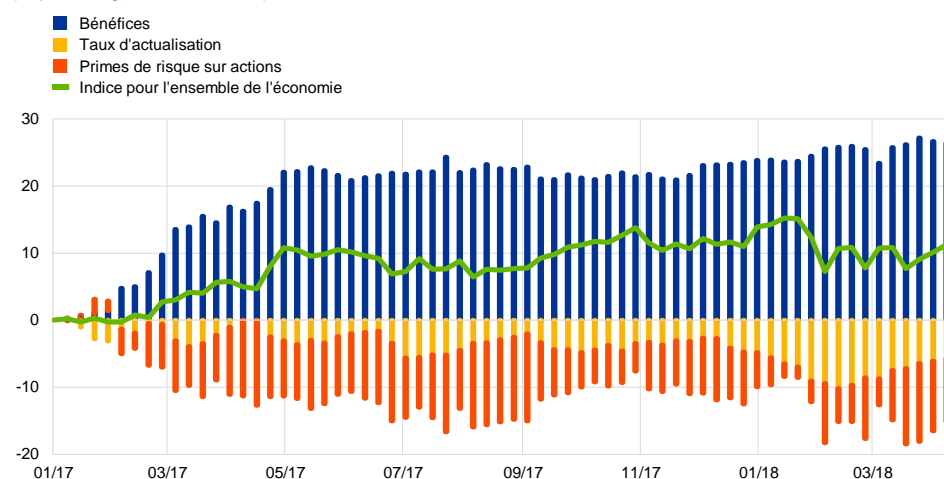
⁸² Pour une version antérieure de cette décomposition, cf. l'encadré intitulé « [Les récents déterminants des prix des actions dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2017.

d'actualisation des dividendes. La raison économique sous-jacente de ces réactions est que les prix des actions sont tirillés entre deux forces qui se compensent mutuellement, décrites dans le graphique 6 : d'une part, les anticipations de bénéfices continuent d'augmenter dans le contexte d'expansion économique en cours, ce qui justifie de nouvelles hausses des prix. D'autre part, l'anticipation par les marchés d'un resserrement de la politique monétaire en lien avec la normalisation de l'inflation et, par conséquent, la hausse des rendements obligataires pèsent sur la valeur actuelle des dividendes futurs – aboutissant à une valorisation moins élevée des fonds propres.

Graphique 6

Décomposition suivant le modèle d'actualisation des dividendes des évolutions cumulées des prix des actions dans la zone euro

(en pourcentage, variation cumulée)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent au 13 avril 2018.

Encadré 1

Améliorations du modèle d'actualisation des dividendes à trois périodes : le rôle des bénéfices, des rachats d'actions et de la courbe des rendements

André Geis, Daniel Kapp et Kristian Loft Kristiansen

Bien que le modèle d'actualisation des dividendes (MAD) soit souvent mis en œuvre par approximation via le modèle H, des améliorations sont possibles, comme le démontre le présent encadré ⁸³.

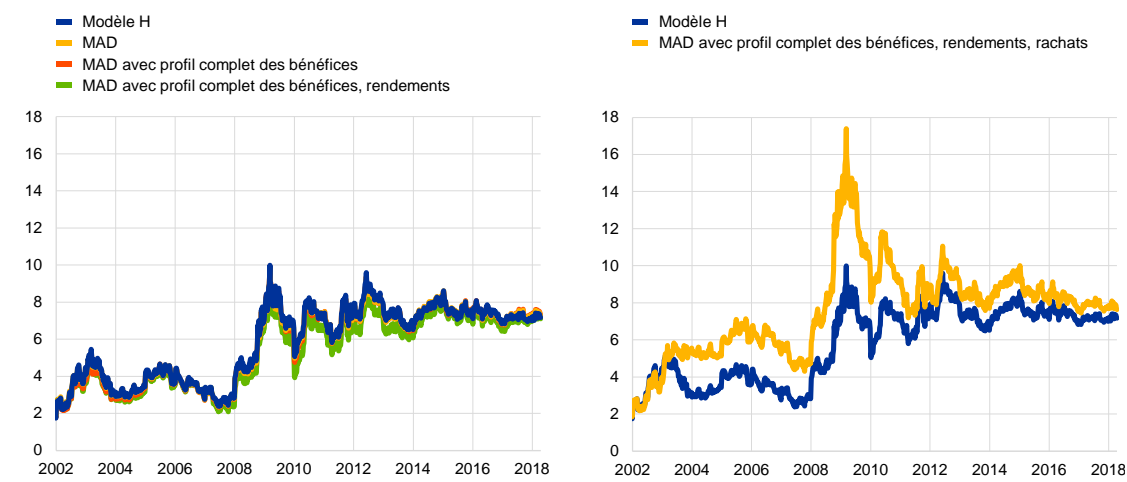
⁸³ Pour une mise en œuvre du modèle d'actualisation des dividendes à six périodes, où plusieurs périodes de bénéfices à plus court terme sont estimées à partir de données d'enquêtes, cf. Damodaran (A.), « *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, estimation and implication – the 2012 edition* » dans Roggi (Oliviero) et Altman (Edward I.) (eds.), « *Managing and Measuring Risk: Emerging Global Standards and Regulations After the Financial Crisis* », 2013, p. 343-455. Des améliorations globalement comparables à celles proposées dans le présent encadré en termes de prise en compte des rachats et d'actualisation des bénéfices sur des échéances appropriées ont également été mises en œuvre récemment par d'autres banques centrales (cf., par exemple, Dison (W.) et Rattan (A.), « *An improved model for understanding equity prices* », *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2017 T2 ou « *Stock market valuations – theoretical basics and enhancing the metrics* », *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, Avril 2016).

Premièrement, plutôt qu'une résolution du modèle via l'approximation du modèle H comme évoqué dans le corps du texte, une approche plus complexe – mais plus précise également – consiste à trouver la prime de risque sur actions implicite qui réduise au minimum la différence entre le prix des actions induit par le modèle et le prix de marché observé. Cette méthode a peu d'incidence sur le niveau de la prime de risque sur actions estimée (cf. graphique A, partie gauche) et sert de base pour la mise en œuvre de trois nouveaux changements.

Graphique A

Évolutions de la prime de risque sur actions résultant des améliorations du modèle d'actualisation des dividendes à trois périodes (modèle H)

(en pourcentage)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique de la partie gauche compare l'évolution de la prime de risque sur actions résultant de l'approximation du modèle H avec celle résultant des modifications du modèle suggérées dans le présent encadré. Le graphique de la partie droite compare la prime de risque sur actions finale résultant du modèle d'actualisation des dividendes, comprenant l'ensemble des modifications proposées dans le présent encadré, avec l'approximation du modèle H. Les dernières observations se rapportent au 13 avril 2018.

La deuxième modification repose sur l'idée que les anticipations de bénéfices à très court terme devraient également se refléter dans le modèle d'actualisation des dividendes. Dans le modèle d'actualisation des dividendes à trois périodes, les anticipations de bénéfices sont observées à deux dates précises seulement et interpolées entre ces deux points. Or, nous construisons à présent une trajectoire d'anticipations des bénéfices pour les cinq premières années en utilisant les taux de croissance à un an et à cinq ans, ce qui permet effectivement de prendre en compte davantage de mouvements de prix résultant de fluctuations des anticipations de bénéfices (à plus court terme). À plus long terme, l'hypothèse selon laquelle la croissance attendue des dividendes converge vers le taux de croissance nominal de l'économie attendu à long terme reste intacte.

La troisième amélioration consiste à actualiser l'ensemble des dividendes futurs attendus le long de la courbe des rendements de manière à faire correspondre le facteur d'actualisation avec le calendrier respectif du versement attendu. Plus précisément, on actualise chacune des 10 premières années de bénéfices futurs à l'aide des taux des *swaps* au jour le jour d'échéance comprise entre 1 et 10 ans. Les dividendes à 11 ans ou d'échéance plus éloignée sont actualisés à l'aide du rendement à 15 ans.

L'impact de ces améliorations est très faible (cf. graphique A, partie gauche). Cela n'exclut toutefois pas la possibilité qu'il soit important dans le futur. Par exemple, si la courbe des rendements se penficiait de manière significative, cela conforterait les résultats estimés.

L'impact sur l'estimation de la prime de risque sur actions est plus important si les versements aux actionnaires incluent, outre les dividendes, les rachats d'actions (cf. graphique A, partie droite). Les dividendes représentent la part la plus importante des versements aux actionnaires dans la zone euro, soit 86 % de l'ensemble des versements en 2017. Ce chiffre est nettement moins élevé dans d'autres juridictions, comme les États-Unis. Bien qu'ils jouent actuellement un rôle secondaire dans la zone euro, les rachats d'actions constituaient une part plus importante du total des versements avant la crise financière. Par conséquent, les estimations de la prime de risque incluant les rachats d'actions réduisent l'ampleur de la hausse de la prime de risque sur actions dans la zone euro entre la période antérieure et la période postérieure à la crise.

Malgré son importance d'un point de vue théorique, la prise en compte des rachats d'actions est relativement complexe. Dans sa forme d'origine, le modèle d'actualisation des dividendes n'incluait pas directement les rachats d'actions car ils ne jouaient pas un rôle important, notamment parce que la presque totalité des versements aux actionnaires étaient effectués sous forme de dividendes. De plus, les rachats d'actions sont, en théorie, peu significatifs dans la mesure où ils devraient se traduire par une hausse de la valeur des dividendes futurs versés aux actionnaires restants. Or, les données semblent indiquer que les estimations de la croissance attendue des dividendes ne rendent compte que de façon imparfaite de l'évolution des rachats d'actions⁸⁴. En outre, la croissance attendue des dividendes est une estimation relativement médiocre de la croissance des rachats d'actions. En effet, les données suggèrent qu'il serait logique de prendre comme hypothèse que le total des versements d'une entreprise au profit des actionnaires, que ce soit sous la forme de dividendes ou de rachats d'actions, représente une fraction relativement constante des bénéfices. En conséquence, on prend comme hypothèse dans ce modèle que les dividendes observés et les rachats d'actions augmentent à court terme avec le taux de croissance attendu des bénéfices, et non des dividendes.

5 La prime de risque sur actions dans la zone euro et aux États-Unis

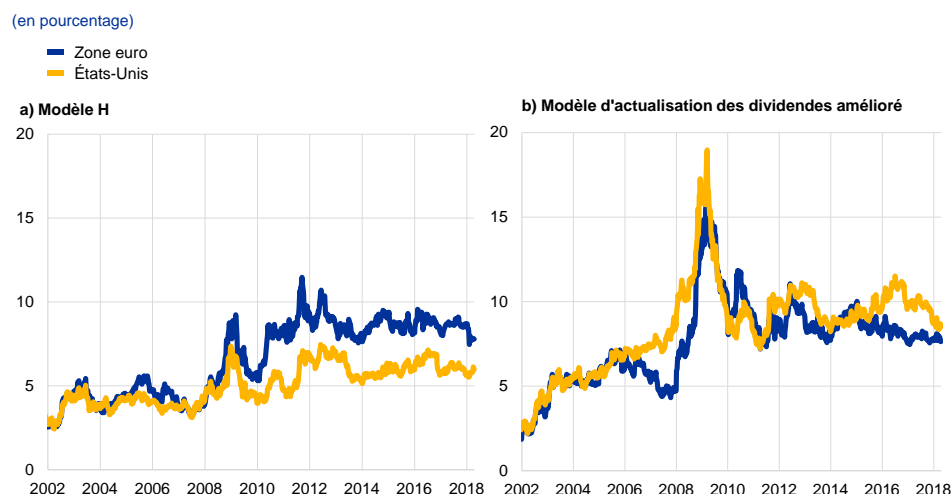
Si l'on compare les évolutions de la prime de risque sur actions aux États-Unis et dans la zone euro, le modèle H suggère qu'elles étaient globalement analogues avant la crise financière, avant de diverger par la suite (cf. graphique 7a). Depuis 2010, le modèle H indique qu'un écart se creuse entre les deux régions, avec une prime de risque sur actions beaucoup plus élevée dans la zone euro qu'aux États-Unis. Toutefois, comme le montre l'encadré 1, l'approximation du modèle H n'inclut pas les rachats d'actions, qui peuvent être

⁸⁴ Cf., par exemple, Lamdin (Douglas J.), « *Handle with care: cost of equity estimation with the discounted dividend model when corporations repurchase* », *Applied Financial Economics*, vol. 11, n° 5, 2001, p. 483-487 et Stowe (John D.), McLeavey (Dennis W.) et Pinto (Jerald E.), « *Share Repurchases and Stock Valuation Models* », SSRN, 2007.

considérés comme un revenu futur pour les détenteurs d'actions, d'où une forte sous-estimation de la prime de risque sur actions si les rachats sont importants.

Graphique 7

Estimations de la prime de risque sur actions dans la zone euro et aux États-Unis à l'aide du modèle H et du modèle d'actualisation des dividendes amélioré.



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent au 13 avril 2018.

L'estimation de la prime de risque sur actions à l'aide du modèle amélioré, qui inclut les rachats d'actions, aboutit à un tableau légèrement différent, qui fait apparaître l'importance des rachats d'actions, en particulier sur les marchés boursiers américains (cf. graphique 7b). Avant la crise, les rachats d'actions étaient courants dans la zone euro et aux États-Unis, relevant le niveau de la prime de risque sur actions dans les deux juridictions. Par la suite, les rachats d'actions ont diminué durant la crise financière, et se sont redressés beaucoup plus vite aux États-Unis par la suite. Si l'on inclut les rachats d'actions, on observe un déplacement vers le haut de la prime de risque sur actions dans les deux juridictions (y compris sur la majeure partie de la période postérieure à la crise). Depuis l'automne 2016, lorsque les prix des actions ont entamé leur plus long redressement presque ininterrompu à ce jour, il est intéressant d'observer que la prime de risque sur actions a diminué de 4 points de pourcentage environ aux États-Unis, contre 2 points de pourcentage environ dans la zone euro.

Dans l'ensemble, il convient de souligner que l'estimation, en particulier du niveau de la prime de risque sur actions, reste soumise à des incertitudes du point de vue de la modélisation et des données. C'est ce que font apparaître le large éventail d'estimations, tirées de modèles et d'enquêtes, de la prime de risque sur actions dans la littérature, ainsi que les évolutions de cette prime résultant des ajustements apportés à la même catégorie de modèles qui ont été évoqués précédemment. Par exemple, si, selon les estimations, la prime de risque sur actions dans la zone euro s'élève actuellement à 8 % environ d'après le modèle H, elle s'établit un peu au-dessous de 7 % d'après le modèle d'actualisation des dividendes amélioré. De plus, des modifications mineures des hypothèses relatives aux paramètres, telles que les estimations de la croissance, peuvent entraîner un

changement relativement important du niveau de la prime de risque sur actions. C'est pour cette raison que la plupart des professionnels utilisent plusieurs modèles de prime de risque sur actions et mettent davantage l'accent sur la dynamique, plutôt que sur l'estimation du niveau.

6 Conclusions

Les fonds propres sont une source importante de financement pour les SNF de la zone euro, faisant du coût des fonds propres un élément pertinent pour la politique monétaire. Contrairement au coût de l'endettement, le coût des fonds propres est demeuré relativement élevé pour les sociétés de la zone euro depuis le début de la crise financière mondiale, soutenu par une forte prime de risque sur actions.

Toutefois, il est difficile de quantifier le coût des fonds propres. La série d'estimations présentée dans cet article suggère que – même lorsqu'on prend en compte les améliorations proposées des modèles – le niveau de la prime de risque sur actions reste soumis à une incertitude considérable. Cela incite à utiliser une variété de modèles pour les besoins de la politique monétaire et à se concentrer sur l'interprétation de la dynamique de la prime de risque sur actions. Il est important, pour les besoins de la politique monétaire, d'améliorer les approches de modélisation existantes, comme le démontre la comparaison dans cet article entre les primes de risque sur actions dans la zone euro et aux États-Unis. En effet, la prise en compte des rachats d'actions dans l'estimation du coût des fonds propres peut expliquer en partie les différences constatées entre les deux juridictions en termes de niveau et de dynamique des primes de risque sur actions.

Michael Ehrmann, Gianluigi Ferrucci, Michele Lenza et Derry O'Brien

La mesure de l'inflation totale peut être entachée de bruit, qui brouille le signal relatif aux tensions inflationnistes à moyen terme pertinentes pour la politique monétaire. Pour faciliter la distinction entre le signal et le bruit dans les données, les banques centrales surveillent les mesures de l'inflation sous-jacente. Il existe de nombreuses façons de mesurer l'inflation sous-jacente et il est donc important de comprendre les propriétés des différents indicateurs et quels sont les facteurs pouvant expliquer les divergences entre eux. Le présent article décrit en détail les mesures de l'inflation sous-jacente généralement utilisées par la BCE et les évalue au regard d'un ensemble de critères empiriques.

1 Introduction

Les banques centrales devraient se soucier principalement des sources persistantes de tensions inflationnistes et moins des variations réversibles de courte durée du taux d'inflation. L'objectif de stabilité des prix de

l'Eurosystème consiste à maintenir la hausse annuelle de l'IPCH (Indice des prix à la consommation harmonisé) à des taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. L'inflation mesurée par l'IPCH recouvrant un large panier de biens et de services, ses évolutions en rythme annuel peuvent être temporairement influencées par des facteurs de nature essentiellement court-termiste. Parmi ces facteurs figurent les variations de prix résultant de la volatilité des prix des matières premières, par exemple, ou bien les variations de prix qui ne sont pas déterminées par les forces de marché, telles que les modifications des prix administrés, ainsi que les variations qui sont spécifiques à certains marchés de produits. On peut faire abstraction de ces variations à court terme, notamment si elles ne risquent pas d'entraîner d'effets de second tour.

La banque centrale est confrontée à la difficulté d'établir une distinction, en temps réel, entre le « signal » indiquant des tensions inflationnistes à moyen terme contenu dans les données relatives à l'IPCH et le « bruit » résultant de facteurs temporaires ou spécifiques. À cet effet, les mesures de l'inflation sous-jacente font l'objet d'un suivi régulier. Généralement, l'objectif est d'obtenir une estimation du niveau auquel l'inflation totale s'établira à moyen terme, une fois que les facteurs temporaires auront disparu. Sur le plan conceptuel, cela s'apparente à une estimation de l'évolution de la composante persistante (non observable) de l'inflation totale, qui sera simplement appelée « inflation tendancielle » dans la suite de cet article⁸⁵. Sur le plan opérationnel, cette estimation peut être réalisée à divers niveaux de complexité statistique, allant de l'exclusion *a priori* de certaines composantes de l'inflation en raison de leur volatilité jusqu'à l'estimation de modèles

⁸⁵ Dans la suite de cet article, la composante persistante de l'inflation est simplement définie comme l'« inflation tendancielle », même si ce terme recouvre différents concepts. Par exemple, à long terme, on peut considérer que l'inflation tendancielle reflète l'objectif d'inflation quantitatif et la crédibilité de la banque centrale pour l'atteindre.

statistiques complexes exploitant la variation en coupe des composantes de l'inflation, en passant par la prise en compte des moyennes mobiles simples de l'inflation. Les mesures de l'inflation sous-jacente peuvent fournir des jalons intermédiaires vérifiables, ainsi qu'un ensemble plus large d'informations macroéconomiques, pour évaluer les tensions inflationnistes à moyen terme. En pratique, toute mesure de l'inflation sous-jacente étant intrinsèquement entourée d'une grande incertitude, les banques centrales utilisent, à des fins de robustesse, un large éventail de mesures (cf. encadré 1).

L'évaluation des évolutions des mesures de l'inflation sous-jacente suppose une appréciation de leurs propriétés respectives et doit être suivie d'un examen des forces économiques déterminant l'inflation. Des mesures différentes de l'inflation sous-jacente peuvent envoyer des signaux contradictoires, comme cela a été le cas ces dernières années. Cela remet l'accent sur la nécessité d'examiner leurs propriétés relatives, en se fondant sur des critères tant conceptuels qu'empiriques. Il convient également de souligner que les mesures de l'inflation sous-jacente ne fournissent qu'une première approche, souvent fondée uniquement sur des statistiques, des tensions inflationnistes à moyen terme. Une évaluation conjoncturelle des évolutions des mesures de l'inflation sous-jacente doit être suivie d'un examen des facteurs qui les déterminent, afin de mieux comprendre le processus d'inflation, mais cet aspect dépasse le champ de cet article ⁸⁶.

Dans ce contexte, le présent article examine les mesures de l'inflation sous-jacente utilisées par la BCE et évalue leurs propriétés au regard d'un ensemble de critères empiriques. Pour obtenir une évaluation globale susceptible d'aider les décideurs, on ne peut se contenter de simplement comparer les évolutions des indicateurs alternatifs : on doit également clairement comprendre leurs propriétés dans différentes circonstances macroéconomiques et les comparer avec un ensemble de mesures bien défini. À cet effet, la section 2 décrit les propriétés conceptuelles des mesures de l'inflation sous-jacente généralement utilisées à la BCE et la section 3 évalue ces mesures au regard d'un ensemble de critères empiriques. La section 4 présente des éléments de conclusion.

Encadré 1

L'utilisation des mesures de l'inflation sous-jacente dans une sélection de banques centrales.

Gianluigi Ferrucci

Les banques centrales formulent généralement leurs objectifs de stabilité des prix en termes d'inflation totale. Cela est essentiellement motivé par des considérations liées au bien-être. Ce qui importe pour les consommateurs, c'est la préservation du pouvoir d'achat de la monnaie, mesuré par l'indice des prix le plus représentatif et le plus complet. Même si elles peuvent rendre compte des tendances globales de l'inflation, les mesures de l'inflation sous-jacente ne représentent pas le coût de la vie et peuvent par conséquent ne pas être acceptées spontanément par le public comme

⁸⁶ Pour des données récentes sur les déterminants de l'inflation, cf. par exemple l'article intitulé « [Les déterminants domestiques et mondiaux de l'inflation dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2017.

un objectif de la politique monétaire. Pour la sélection de banques centrales présentée dans le tableau A, l'objectif d'inflation est généralement défini en termes de hausse de l'IPC (Indice des prix à la consommation) total. Toutefois, la Réserve fédérale américaine privilégie la hausse des dépenses de consommation personnelles (*Personal Consumption Expenditure* - PCE), un indice qui couvre un large éventail de dépenses des ménages, tandis que la Sveriges Riksbank a récemment adopté une mesure de l'IPC excluant les effets des variations des taux hypothécaires appliqués aux ménages (le CPIF)⁸⁷. Le tableau A montre que les banques centrales des économies les plus avancées ont un objectif de 2 % pour l'inflation totale, la Banque de réserve d'Australie et la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande ayant des fourchettes cibles.

⁸⁷ En septembre 2017, la Sveriges Riksbank a adopté le CPIF comme variable cible pour l'inflation. Le CPIF est fondé sur l'IPC mais exclut les effets des variations des taux hypothécaires. Le changement a été motivé par le fait que les coûts des prêts hypothécaires pour les ménages varient en phase avec le taux directeur et donc leur inclusion dans l'IPC faisait qu'une partie de la mesure de la cible d'inflation était corrélée positivement avec l'instrument de politique monétaire. De fait, la Sveriges Riksbank a utilisé le CPIF en tant que variable cible opérationnelle *de facto* durant plusieurs années avant qu'il devienne la variable cible officielle pour la politique monétaire.

Tableau A

Objectifs de stabilité des prix et mesures de l'inflation sous-jacente d'une sélection de banques centrales

Banque centrale	Mesure de la stabilité des prix	Quantification de la stabilité des prix	Mesures de l'inflation sous-jacente généralement surveillées
Banque centrale européenne	IPCH	Hausse annuelle de l'IPCH de la zone euro inférieure à, mais proche de 2 % à moyen terme.	Éventail de mesures reposant sur des exclusions, moyennes tronquées, médiane pondérée et deux mesures basées sur la fréquence d'exclusion (<i>Persistent and Common Component of Inflation</i> - PCCI (Composante persistante et commune de l'inflation) et <i>supercore</i>)
Réserve fédérale	PCE	Variation annuelle en pourcentage du déflateur PCE total égale à 2 % à moyen terme	Les publications officielles se réfèrent principalement aux mesures reposant sur des exclusions, mais les moyennes tronquées, la médiane pondérée et le modèle factoriel sont également utilisés.
Banque du Japon	IPC	Variation annuelle en pourcentage de l'IPC global égale à 2 %	Indice de diffusion, moyenne tronquée, mode et médiane pondérée publiés officiellement par la Banque du Japon deux jours après la publication de l'IPC mensuel pour le Japon
Banque d'Angleterre	IPC	Variation annuelle en pourcentage de l'IPC total égale à 2 % Les écarts supérieurs à ± 1 % déclenchent l'envoi d'une lettre ouverte (il ne s'agit pas d'une fourchette cible)	Diverses mesures reposant sur des exclusions font l'objet d'un suivi et sont occasionnellement analysées dans les publications officielles
Banque du Canada	IPC	Variation annuelle en pourcentage de l'IPC total égale à 2 %, soit le point médian de la fourchette cible de 1 % à 3 %, à moyen terme	Trois mesures privilégiées sont surveillées régulièrement : la moyenne tronquée, la médiane et un suivi des variations de prix communes aux différentes catégories du panier de l'IPC
Sveriges Riksbank	IPC avec un taux d'intérêt fixe (CPIF)	Variation annuelle en pourcentage du CPIF autour de 2 %, avec une marge de variation de 1 %-3 %	Éventail de mesures reposant sur des exclusions, moyennes tronquées, médiane pondérée, mesures pondérées de la volatilité et facteurs provenant d'une analyse en composantes principales surveillés et présentés occasionnellement dans la communication officielle
Norges Bank	IPC	Variation annuelle en pourcentage de l'IPC proche de 2 % à moyen terme	Éventail de mesures reposant sur des exclusions, moyennes tronquées et médiane pondérée surveillées régulièrement et présentées dans les publications officielles Des projections sont également calculées pour ces indicateurs
Banque de réserve d'Australie	IPC	Parvenir à un taux d'inflation compris entre 2 % et 3 %, en moyenne, au fil du temps	Moyenne tronquée, moyenne pondérée et IPC hors postes volatils (fruits, légumes et carburants) publiés régulièrement sur le site internet de la banque centrale
Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	IPC	Niveau futur de l'IPC compris entre 1 % et 3 %, en moyenne, à moyen terme, l'accent étant mis sur le maintien de l'inflation moyenne future à un niveau proche du point médian de 2 %	Modèle factoriel, moyennes tronquées et mesures ajustées de la variance et reposant sur des exclusions

Sources : Sites internet des banques centrales ; « *FOMC statement of longer-run goals and policy strategy* », communiqué de presse, Réserve fédérale, 25 janvier 2012 ; « *The "Price Stability Target" under the Framework for the Conduct of Monetary Policy* », Banque du Japon, 22 janvier 2013 ; « *Monetary policy remit: Autumn Budget 2017* », HM Treasury, 22 novembre 2017 ; « *Renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation - Document d'information* », Banque du Canada, octobre 2016 ; « *2016 Statement on the Conduct of Monetary Policy* », Banque de réserve d'Australie et Gouvernement australien, 19 septembre 2016 ; et « *Policy Targets Agreement 2018* », Banque de réserve de Nouvelle-Zélande et ministère des Finances, 26 mars 2018. La classification présentée dans la dernière colonne suit en partie le tableau 1 figurant dans Kahn (M.), Morel (L.) et Sabourin (P.), « *A comprehensive assessment of measures of core inflation for Canada* », *Discussion Paper 2015-12*, Banque du Canada, 2015

Les mesures de l'inflation sous-jacente, qui font abstraction de la volatilité à court terme, font généralement l'objet d'un suivi de la part des banques centrales afin d'évaluer les tendances de l'inflation et l'évolution probable de cette dernière à moyen terme. Même si l'importance accordée aux diverses mesures de l'inflation sous-jacente a tendance à varier au fil du temps, les mesures les plus communément utilisées sont celles qui excluent les composantes dont les évolutions de prix sont plus volatiles (cf. tableau A), peut-être parce qu'elles sont plus faciles à reproduire et à communiquer au public. Les mesures fondées sur des moyennes tronquées et des médianes pondérées sont également utilisées assez couramment, tandis que les mesures basées sur des modèles, telles que celles tirées des modèles factoriels et d'une analyse en composantes

principales ont tendance à être citées moins fréquemment dans la communication officielle des banques centrales.

Les mesures spécifiques de l'inflation sous-jacente utilisées ont tendance à varier d'une banque centrale à l'autre. La Réserve fédérale, par exemple, surveille régulièrement l'inflation fondamentale (« *core inflation*»), en particulier l'indice des prix PCE hors produits alimentaires et énergie, considérant que cette mesure fournit une meilleure indication que l'inflation totale s'agissant du niveau où se situera l'inflation totale à l'avenir⁸⁸. Afin d'identifier les tendances des évolutions des prix, la Banque du Japon examine quatre mesures de l'inflation sous-jacente, obtenues en retirant les perturbations transitoires des évolutions réelles observées pour les prix à la consommation⁸⁹. La Banque d'Angleterre a récemment analysé diverses mesures de l'inflation reposant sur des exclusions en tant qu'approximations des tensions inflationnistes d'origine interne⁹⁰. La Banque du Canada utilise explicitement trois mesures de l'inflation fondamentale comme « guides opérationnels » pour atteindre l'objectif d'inflation mesuré par l'IPC total, mais non en remplacement de celui-ci⁹¹. La Norges Bank surveille un éventail de mesures (principalement des mesures reposant sur des exclusions) afin de faire abstraction des variations temporaires de l'inflation. Pour ces mesures, elle effectue également des prévisions à l'horizon pertinent pour la politique monétaire. Toutes les banques centrales interprètent les différentes mesures de l'inflation sous-jacente conjointement avec les autres informations disponibles relatives aux évolutions économiques plus globales.

Dans la communication officielle des banques centrales, il est fait référence aux mesures de l'inflation sous-jacente. À partir d'une analyse textuelle des déclarations officielles du Comité fédéral de l'*open market* de la Réserve fédérale et du Conseil des gouverneurs de la BCE entre octobre 1998 et mars 2018, le graphique A présente le nombre de fois où des expressions se rapportant à l'inflation sous-jacente sont apparues dans les déclarations officielles de ces institutions. Ces deux comités semblent faire un usage modéré de ce concept dans leur communication officielle, la BCE y faisant référence, au total, légèrement plus souvent que la Réserve fédérale, même si l'on tient compte du nombre plus élevé de déclarations effectuées durant la période (218 déclarations introductives pour la BCE et 165 déclarations pour le Comité fédéral de l'*open market*). Si l'on examine l'occurrence des différentes expressions portant sur la notion d'inflation sous-jacente, le graphique A montre que la BCE utilise généralement les termes « *underlying inflation* » (inflation sous-jacente) et « *underlying price pressure* » (tensions sous-jacentes sur les prix), tandis que « *inflation trend* » (inflation tendancielle) et « *core inflation* » (inflation fondamentale) reviennent plus fréquemment dans la communication de la Réserve fédérale.

⁸⁸ Cf. « *Monetary Policy Report* », Federal Reserve Board, juillet 2017.

⁸⁹ Cf. « *Performance of Core Indicators of Japan's Consumer Price Index* », *Bank of Japan Review*, 2015-E-7.

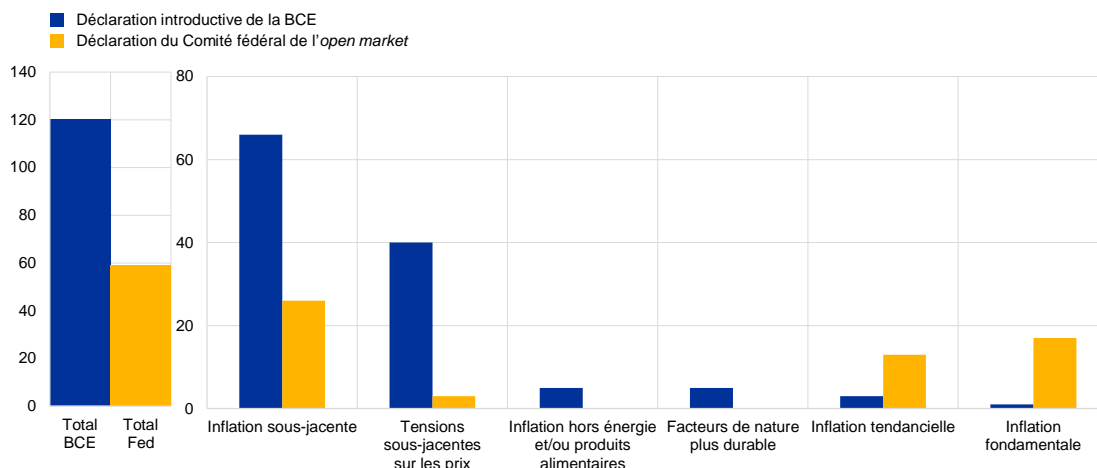
⁹⁰ Cf. les Rapports sur l'inflation de mai 2017 et août 2017 publiés par la Banque d'Angleterre.

⁹¹ Cf. « Renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation - Document d'information » Banque du Canada, octobre 2017.

Graphique A

Références à des termes se rapportant à l'inflation sous-jacente dans la communication officielle de la BCE et de la Réserve fédérale

(nombre d'occurrences)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : La période couverte va d'octobre 1998 à mars 2018. Les deux barres dans la partie gauche représentent le nombre total de références et correspondent à la somme de toutes les catégories figurant dans la partie droite. L'échantillon est constitué de 218 déclarations introductives de la BCE et de 165 déclarations du Comité fédéral de l'open market.

Pour aller plus loin, il est intéressant d'observer si l'utilisation du concept d'inflation

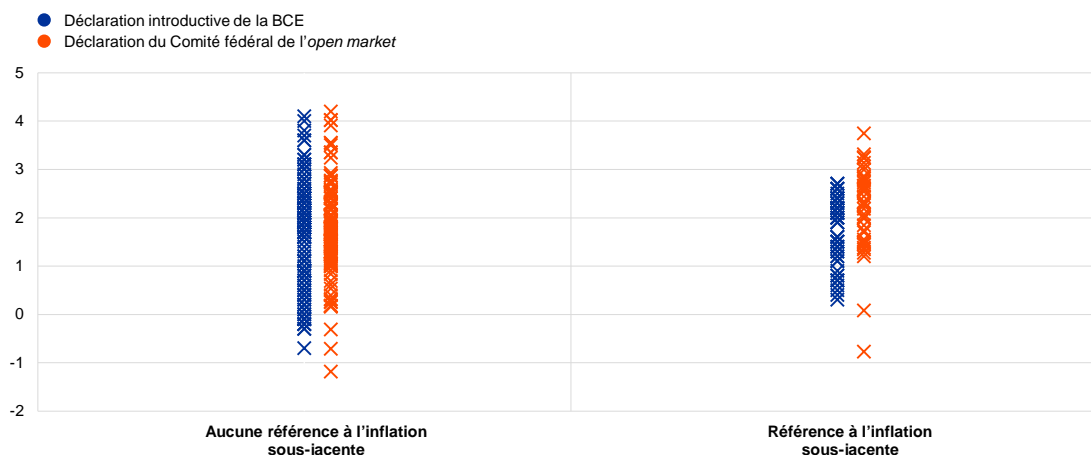
sous-jacente dans la communication de banque centrale présente une certaine régularité,

apparaissant par exemple plus fréquemment dans les périodes durant lesquelles les évolutions des prix ne sont pas conformes aux objectifs d'inflation des banques centrales. Le graphique B semble indiquer que la BCE et la Réserve fédérale ont fait référence à l'inflation sous-jacente à la fois lorsque l'inflation totale était élevée ou faible, la BCE utilisant le concept légèrement plus souvent lorsque l'inflation est faible et la Réserve fédérale lorsqu'elle est élevée. Aucune des deux banques centrales ne semble faire un usage plus intensif du concept durant les épisodes d'écarts significatifs entre l'inflation totale et leurs objectifs d'inflation respectifs.

Graphique B

Inflation totale et références à l'inflation sous-jacente dans la communication officielle de la BCE et de la Réserve fédérale

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Federal Reserve Bank of St. Louis, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : L'axe des ordonnées montre la variation annuelle en pourcentage de l'IPCH total pour la BCE et de l'indice PCE aux États-Unis pour la Réserve fédérale. La période couverte va d'octobre 1998 à mars 2018.

2 Mesures de l'inflation sous-jacente

Il existe de nombreuses façons de mesurer l'inflation sous-jacente⁹². Bien que des méthodes très différentes soient utilisées dans leur élaboration, les mesures de l'inflation sous-jacente ont généralement l'objectif commun d'éliminer la volatilité à court terme de l'inflation totale afin de faire ressortir la composante à basse fréquence de l'inflation de façon appropriée. Les mesures de l'inflation sous-jacente généralement utilisées à la BCE se subdivisent en trois grandes catégories : les mesures fondées sur l'exclusion permanente, celles fondées sur l'exclusion temporaire et les mesures où l'exclusion est basée sur la fréquence. Cette section décrit les méthodologies sur lesquelles s'appuient ces mesures, ainsi que leur nature conceptuelle, en considérant successivement chaque catégorie. En particulier, la logique qui sous-tend ces mesures est mise en évidence, tandis que les propriétés empiriques souhaitables, comme la régularité et la capacité à retracer les tendances de l'inflation, sont évaluées dans la section suivante.

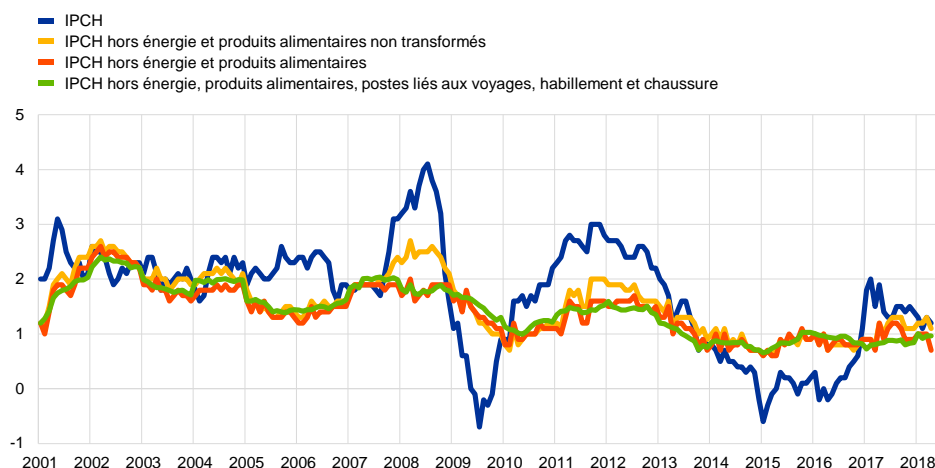
La première catégorie de mesures élimine de façon permanente certaines sous-composantes volatiles. La volatilité de l'inflation totale est parfois attribuable à des facteurs temporaires présentant peu de pertinence pour les perspectives à moyen terme. Par exemple, les prix du pétrole affichent souvent d'importantes fluctuations susceptibles d'exercer, à court terme, des effets directs substantiels sur

⁹² Cf. également l'encadré 1 qui traite des mesures de l'inflation sous-jacente utilisées dans une sélection de banques centrales.

les prix de l'énergie. De même, des conditions météorologiques inhabituelles peuvent parfois entraîner une forte volatilité des prix des produits alimentaires non transformés. Pour faire abstraction de cette volatilité, l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) est souvent retenu comme mesure de l'inflation sous-jacente. Toutefois, le taux d'inflation mesuré par l'IPCHX peut encore refléter l'incidence d'effets temporaires importants, comme en témoigne le printemps 2017 où les effets liés au calendrier des fêtes de Pâques ont été à l'origine d'importantes fluctuations de l'IPCHX annuel (cf. graphique 1). De plus, le signal prix relatif à l'habillement et à la chaussure peut être indûment influencé par le calendrier des périodes de soldes. Pour faire abstraction de ces facteurs, le taux de l'IPCHX hors postes liés aux voyages, habillement et chaussure est également suivi par la BCE^{93 94}. Au cours de 2017, cette mesure a divergé nettement, mais temporairement, par rapport à l'IPCHX, essentiellement en raison de l'incidence d'une plus forte hausse des prix de la sous-composante volatile des postes liés aux voyages⁹⁵.

Graphique 1 Mesures de l'inflation sous-jacente reposant sur des exclusions

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2018.

Les sous-composantes affichant une volatilité élevée ont également tendance à être les moins persistantes. L'hypothèse implicite qui sous-tend les mesures standard de l'inflation sous-jacente reposant sur l'exclusion est que réduire au maximum la volatilité contribue à isoler les fluctuations les plus persistantes de l'inflation. Toutefois, une volatilité élevée ne va pas nécessairement de pair avec une

⁹³ Les postes liés aux voyages recouvrent les tarifs aériens, les voyages organisés et les services d'hébergement.

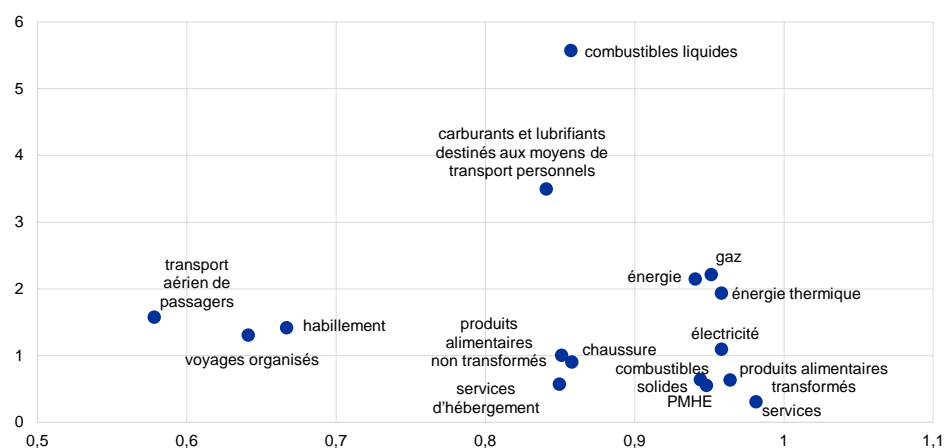
⁹⁴ Les modifications de la fiscalité indirecte et des prix administrés ont généralement des effets ponctuels n'ayant guère de pertinence pour l'inflation à moyen terme. Dans cette perspective, les mesures de l'inflation qui font abstraction de la fiscalité indirecte et/ou des prix administrés sont également évaluées, mais pas de façon systématique. Cf., par exemple, l'encadré intitulé « [Mesure et analyse de l'incidence des prix administrés sur l'IPCH](#) », *Bulletin mensuel*, BCE, mai 2007.

⁹⁵ L'IPCHX hors postes liés aux voyages, habillement et chaussure représente environ 60 % du panier de l'IPCH, tandis que l'IPCHX en représente environ 71 %.

faible persistance ⁹⁶. Un recoupement de la volatilité avec certaines mesures standard de la persistance conforte généralement l'hypothèse selon laquelle les sous-composantes exclues sont également caractérisées par une moindre persistance (cf. graphique 2) ⁹⁷. Par exemple, les principales sous-composantes de la composante énergie, comme les carburants destinés aux véhicules de transport, sont très volatiles et moins persistantes. La hausse des prix des produits alimentaires non transformés a également tendance à être relativement moins persistante. La hausse des tarifs aériens, des prix des voyages organisés et de l'habillement est légèrement plus volatile mais aussi nettement moins persistante, ce qui va dans le sens de l'exclusion de ces postes d'une mesure de l'inflation sous-jacente. Cependant, pour d'autres postes, comme les services d'hébergement et les produits alimentaires transformés, la question de l'exclusion est moins tranchée tandis que, comme prévu, la hausse des prix des services est globalement régulière et extrêmement persistante ⁹⁸.

Graphique 2 Persistance et volatilité des sous-composantes de l'inflation

(abscisses : persistance ; ordonnées : volatilité)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La volatilité est mesurée par le coefficient de variation qui est le rapport de l'écart type à la moyenne de la série. La persistance est mesurée par la somme des coefficients autorégressifs dont les décalages optimaux sont choisis selon le critère d'information de Schwarz. Il est également possible de mesurer la persistance de manière non paramétrique en fonction du nombre de fois où l'inflation croise sa moyenne. Les résultats des deux approches sont globalement comparables. L'échantillon d'estimation couvre la période comprise entre janvier 2000 et avril 2018. PMHE désigne les produits manufacturés hors énergie.

Une deuxième catégorie de mesures exclut des postes de façon temporaire (cf. graphique 3). L'IPCH total est une moyenne pondérée de 93 sous-indices ⁹⁹.

Toutefois, la distribution des 93 variations de prix au sein de l'IPCH est quelquefois

⁹⁶ Pour une illustration de la raison pour laquelle une volatilité élevée n'est pas systématiquement associée à une faible persistance, cf. également Bilke (L.) et Stracca (L.), « *A persistence weighted measure of core inflation in the euro area* », *Economic Modelling*, vol. 24, 2007, p. 1031-1047.

⁹⁷ Cette analyse repose sur des taux d'inflation annuels. Le classement des sous-composantes, tant en termes de volatilité que de persistance, demeure globalement comparable si l'on examine des taux d'inflation en glissement mensuel corrigés des variations saisonnières.

⁹⁸ Il convient de garder à l'esprit que la persistance de l'inflation dans le secteur des services est plus grande que celle des séries individuelles en partie du fait que l'agrégation peut contribuer à effacer les effets spécifiques.

⁹⁹ Pour plus de contexte, cf. [Glossaire : COICOP/IPCH](#) sur le site internet d'Eurostat.

asymétrique et/ou affectée par des valeurs fortement aberrantes (cf. graphiques 4 et 5). Durant ces périodes, une moyenne tronquée et une médiane pondérée peuvent constituer des estimateurs plus précis des évolutions de l'inflation pour un mois donné que la moyenne pondérée utilisée dans l'inflation totale ¹⁰⁰. Par rapport à la première catégorie de mesures, la deuxième présente l'avantage de pouvoir faire abstraction d'importantes variations de prix ponctuelles des postes généralement non volatils. Ces mesures peuvent aussi fournir une indication relative au caractère généralisé des évolutions de l'inflation. Par exemple, pendant l'été 2017, les moyennes tronquées et la médiane ont été relativement stables contrairement à l'inflation totale. Toutefois, si le profil de distribution en coupe des mesures de la moyenne tronquée contribue manifestement à réduire la volatilité, il n'est pas aussi évident que cela se traduise nécessairement par une persistance plus grande et une amélioration de la mesure des tensions inflationnistes à moyen terme.

Graphique 3

Inflation mesurée par l'IPCH et mesures de l'inflation sous-jacente reposant sur l'exclusion temporaire

(variations annuelles en pourcentage)



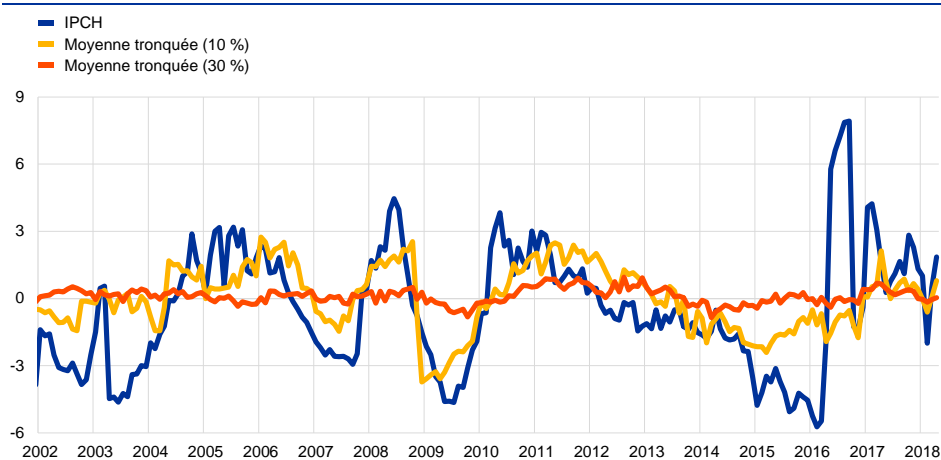
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2018.

¹⁰⁰ La moyenne tronquée de 10 % (30 %) réduit de 5 % (15 %) les taux annuels de variation de chaque queue de distribution des 93 variations de prix au sein de l'IPCH chaque mois et agrège les taux de variation annuels à l'aide de pondérations recalculées. La médiane (pondérée) est une forme extrême de moyenne tronquée dans la mesure où elle tronque la totalité de la distribution des variations de prix à l'exception du point médian (fondé sur la pondération). Cf. également Silver (M.), « *Core inflation: Measurement and statistical issues in choosing among alternative measures* », 2007.

Graphique 4

Asymétrie de l'inflation mesurée par l'IPCH

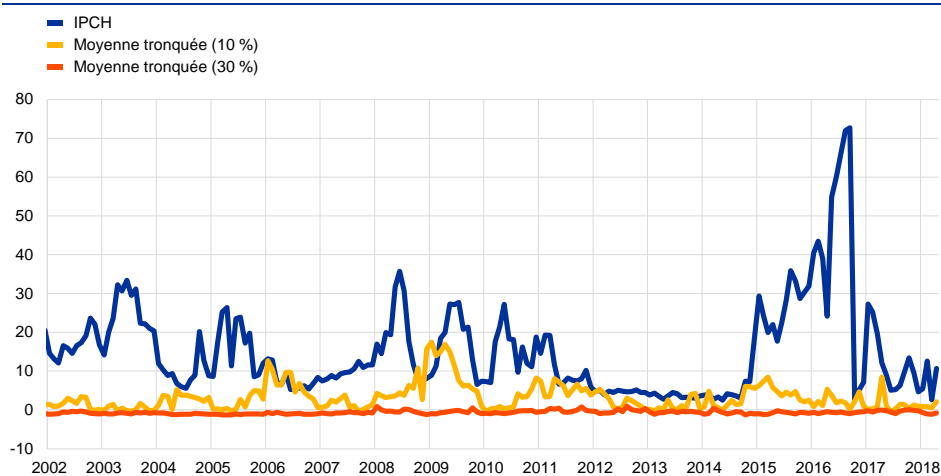


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : L'asymétrie d'une distribution normale est égale à zéro. L'asymétrie est calculée chaque mois pour un échantillon de 93 postes de l'IPCH et pour l'ensemble des postes modifiés restants dans les moyennes tronquées. Cette mesure fait référence au coefficient de moment centré réduit de Fisher-Pearson ajusté. Les dernières observations se rapportent à avril 2018.

Graphique 5

Coefficient d'aplatissement de l'inflation mesurée par l'IPCH



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Le coefficient d'aplatissement, ou kurtosis, d'une distribution normale est égal à trois. Le kurtosis est calculé chaque mois pour un échantillon de 93 postes de l'IPCH et pour l'ensemble des postes modifiés restants dans les moyennes tronquées. Les dernières observations se rapportent à avril 2018.

Les mesures fondées sur l'exclusion temporaire peuvent être un peu moins faciles à interpréter.

Le fait que la sélection des postes exclus de ces mesures puisse changer d'un mois à l'autre peut rendre l'interprétation parfois difficile. En pratique, toutefois, nombre des postes exclus, par exemple, de la moyenne tronquée de 10 % appartiennent généralement à la composante énergie, reflétant l'incidence des fortes variations des prix du pétrole¹⁰¹. Ces mesures ont également eu tendance, notamment en période d'inflation plus forte, à exclure les services de

¹⁰¹ Cf. également l'encadré intitulé « [Le rôle de la saisonnalité et des valeurs aberrantes dans la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie](#) », *Bulletin économique*, numéro 2, BCE, 2018.

télécommunication, qui ont enregistré des taux d'inflation durablement et fortement négatifs. Ainsi, outre les postes très volatils et les valeurs aberrantes éphémères, ces indicateurs peuvent également exclure les postes qui ont enregistré des baisses sectorielles spécifiques et de long terme.

La troisième catégorie de mesures suit une approche où l'exclusion est basée sur la fréquence. L'idée générale de ces mesures est que chaque sous-rubrique des prix à la consommation peut être affectée à la fois par des chocs temporaires et des chocs persistants. Dès lors, plutôt que d'exclure certains postes *a priori*, il serait plus approprié d'éliminer la composante temporaire à l'aide de techniques économétriques et de conserver la (les) composante(s) persistante(s) de tous les postes. L'une des mesures par exclusion basée sur la fréquence régulièrement suivie à la BCE est dénommée « *supercore* ». L'encadré 2 décrit en détail le calcul de cette mesure. Il convient de noter ici que le *supercore* retient les postes dont on estime qu'ils sont corrélés avec le cycle conjoncturel¹⁰². Cette approche semble intuitivement séduisante, notamment car elle va au-delà des critères purement statistiques et établit un lien macroéconomique avec les facteurs domestiques à l'origine des tensions inflationnistes. En particulier, le *supercore* pourrait fournir un instrument de mesure utile des tensions inflationnistes sous-jacentes d'origine interne puisqu'il est susceptible d'exclure les postes fréquemment affectés par des variations ponctuelles (par exemple les prix administrés), extrêmement volatils ou fortement influencés par la situation macroéconomique externe. Il peut aussi être utile d'identifier les postes qui semblent ne pas être affectés par le cycle conjoncturel dans la mesure où il peuvent partager certaines caractéristiques permettant d'expliquer pourquoi l'inflation ne répond pas à ses principaux déterminants domestiques comme les indicateurs d'activité ou du cycle ou les anticipations d'inflation.

Encadré 2

La mesure *supercore* de l'inflation sous-jacente

Derry O'Brien

La mesure *supercore* va au-delà d'une base purement statistique en établissant un lien explicite avec la situation macroéconomique¹⁰³. Précisément, l'indice *supercore* ne repose que sur les postes de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) qui sont jugés sensibles à

¹⁰² Il convient de noter que la mesure *supercore* pourrait également être classée comme mesure par exclusion temporaire puisque, plutôt que d'exclure *a priori* des postes de l'IPCHX, elle exclut certains postes en se fondant sur le fait qu'ils sont estimés ne pas être étroitement liés aux fluctuations du cycle d'activité domestique. Cependant, elle est mieux assimilée à une mesure d'exclusion fondée sur la fréquence car elle sélectionne, parmi les rubriques de l'IPCHX, celles qui sont le mieux corrélées avec le cycle conjoncturel.

¹⁰³ Cf. l'encadré intitulé « [La réactivité des composantes de l'IPCH aux variations de la sous-utilisation des capacités productives](#) », *Bulletin mensuel*, BCE, septembre 2014. Il s'agit d'une version antérieure du *supercore* qui sélectionnait des postes de l'IPCHX pour les inclure si le coefficient de l'écart de production avait un signe économiquement significatif et un coefficient statistiquement significatif dans une équation de courbe de Phillips. Cette approche est plus simple à mettre en œuvre, mais peut souffrir de biais de variables omises et a tendance à sélectionner relativement peu de postes. Une équation similaire à celle présentée dans cet encadré a été estimée précédemment par la Deutsche Bundesbank dans le même but : cf. Fröhling and Lommatzsch, « [Output sensitivity of inflation in the euro area: indirect evidence from disaggregated consumer prices](#) », *Discussion Paper Series 1: Economic Studies*, n° 25, Deutsche Bundesbank, 2011.

l'évolution du cycle d'activité économique, mesurée par l'écart de production. En particulier, le coefficient estimé de l'écart de production est généralement plus élevé et plus significatif dans une régression de la courbe de Phillips sous forme réduite reposant sur le *supercore* par rapport, par exemple, aux coefficients correspondants fondés sur des mesures par exclusion permanente (cf. tableau A).

Tableau A

Régressions de la courbe de Phillips sur le *supercore* et mesures de l'inflation sous-jacente fondées sur l'exclusion permanente

	Coefficient d'écart de production	Valeurs-p
IPCH	0,04	0,040
IPCH hors énergie	0,02	0,002
IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés	0,02	0,002
IPCH hors énergie et produits alimentaires	0,02	0,000
IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages, habillement et chaussure	0,02	0,001
<i>Supercore</i>	0,04	0,000

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : La période d'échantillonnage s'étend de T1 2002 (T2 2002 pour le *supercore*) à T1 2018.

Un poste est jugé sensible à l'écart de production si l'inclusion de l'écart de production améliore la qualité de la prévision hors échantillon pour ce poste, selon la procédure décrite ci-après, par rapport à un modèle AR(1).

La méthodologie s'applique en passant par les étapes suivantes. Premièrement, pour chacun des 72 postes de l'IPCHX, trois spécifications de la courbe de Phillips (CP) sont estimées, dans lesquelles l'écart de production est retenu comme mesure de la sous-utilisation des capacités avec un retard de un trimestre, deux trimestres ou les deux. Par exemple, la spécification de la courbe de Phillips pour le poste *i* avec un retard est la suivante :

$$y_{i,t} = \alpha + \rho * y_{i,t-1} + \beta_{1,i} * \text{écart de production}_{t-1} + \varepsilon_t$$

où $y_{i,t}$ est le taux de croissance trimestriel CVS annualisé du poste *i*. Les prévisions de chaque poste sont calculées à des horizons de un à quatre trimestres. Les prévisions sont estimées sous condition de la trajectoire de l'écart de production sur l'horizon de prévision. Le modèle de référence AR(1) correspondant est également estimé pour chaque poste. La période d'échantillonnage débute au premier trimestre 1996 et se termine au premier trimestre 2018.

Deuxièmement, la racine carrée de l'erreur quadratique moyenne de prévision (*root mean squared forecast error – RMSFE*) est calculée pour chaque poste comme la moyenne à un horizon de un à quatre trimestres. Ce calcul est reproduit pour 30 échantillons d'estimation et la RMSFE moyenne (*average RMSFE – ARMSFE*) est calculée pour l'ensemble des échantillons. Par exemple, lorsque l'échantillon de données complet se termine en T1 2018, le premier échantillon d'estimation commence en T1 1998 et se termine en T4 2009, et le deuxième échantillon commence en T1 1998 et se termine en T1 2010, et ce processus se poursuit jusqu'au dernier échantillon qui commence en T1 1998 et se termine en T1 2017.

Troisièmement, l'ARMSFE des trois différentes spécifications de la courbe de Phillips est comparée à l'ARMSFE de l'AR(1) et, si l'une de ces spécifications apporte une amélioration

par rapport à cette dernière, le poste est intégré dans le *supercore*. La dernière version disponible de la série de l'écart de production est utilisée pour les estimations de chaque échantillon d'une itération donnée.

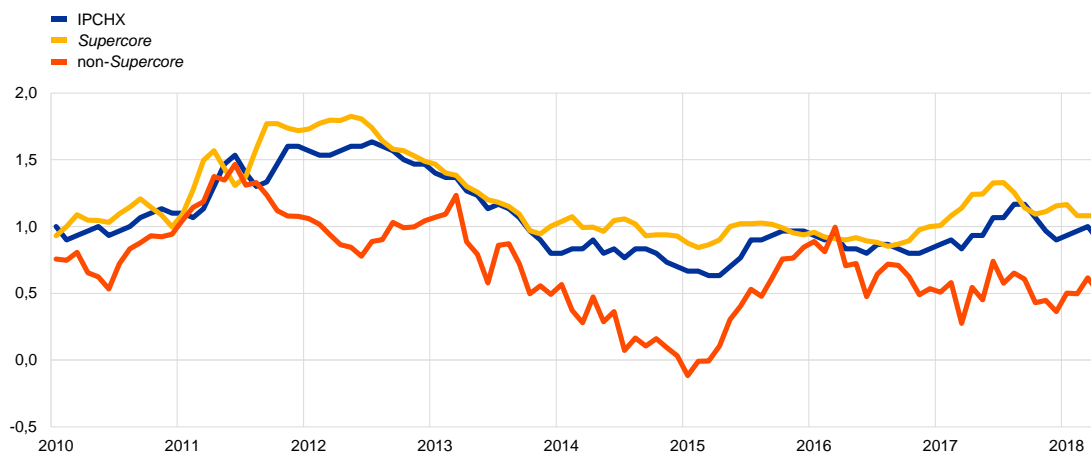
Dans l'étape finale, les postes sélectionnés pour être intégrés sont agrégés avec des pondérations de l'IPCH recalculées. L'indice *supercore* est calculé par la moyenne mobile sur trois mois de son taux annuel. Cette dernière étape contribue à réduire la probabilité d'un faux positif lors de l'évaluation des points de retournement.

Il convient de noter que la série *supercore* pourrait être révisée au fil du temps en raison : (a) d'une modification des postes sélectionnés ; (b) d'éventuelles modifications du lien entre les différents postes et l'écart de production (qui peuvent changer avec l'élargissement de l'échantillon d'estimation) ; et (c) des révisions parfois très importantes des estimations de l'écart de production. En pratique, les postes sélectionnés pour être intégrés dans le *supercore* ne changent que graduellement au fil du temps et les révisions apportées à la série correspondante entre deux itérations sont généralement tout à fait mineures.

Il peut être aussi instructif de suivre le comportement d'un indice comprenant les postes non intégrés au *supercore*. Les séries *supercore* et *non-supercore* sont occasionnellement corrélées (cf. graphique A). Toutefois, début 2015, les taux annuels du *non-supercore* ont fortement augmenté, représentant un facteur important à l'origine de la tendance haussière modérée de l'IPCHX durant cette période. Plus récemment, on a également observé une forte baisse du *non-supercore* début 2017, qui a pesé sur l'IPCHX au long de l'année.

Graphique A
IPCHX, *supercore* et *non-supercore*

(moyennes mobiles sur trois mois des variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La dernière version du *supercore* comporte 47 postes de l'IPCH. Les dernières observations se rapportent à avril 2018.

Plus avant dans le champ de la complexité économétrique, on trouve une autre mesure fondée sur la fréquence, à savoir la Composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation - PCCI*), qui filtre et détermine la moyenne de la composante à moyen terme des

rubriques de l'IPCH des différents pays de la zone euro. La PCCI rend compte de la composante commune et persistante des taux d'inflation dans l'ensemble des pays et des rubriques (cf. encadré 3). Elle est conçue pour signaler les évolutions de l'inflation totale, et en particulier les points de retournement, avec une certaine avance. Du fait qu'elle intègre aussi des informations relatives aux prix de l'énergie et des produits alimentaires, contrairement à certaines autres mesures de l'inflation sous-jacente, il est important d'évaluer dans quelle mesure les variations de la PCCI résultent, d'une part, des composantes énergie et produits alimentaires et, d'autre part des composantes de l'IPCHX. La PCCI, qui repose sur un modèle économétrique assez complexe comportant de nombreux niveaux de filtrage et de calcul de moyennes, pose des problèmes d'interprétation. Ils sont compensés par le fait que la PCCI peut être particulièrement utile lorsque plusieurs chocs spécifiques touchant les différents pays et les différents postes affectent également des postes normalement non volatils.

Encadré 3

La mesure de l'inflation sous-jacente par la composante commune et persistante de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation – PCCI*)

Mario Porqueddu

La PCCI est une mesure de l'inflation sous-jacente par exclusion basée sur la fréquence qui utilise le lissage de séries chronologiques et exploite les informations transversales sur l'ensemble des rubriques et des pays. Elle est conçue pour rendre compte de la composante persistante et commune des taux d'inflation pour l'ensemble des pays de la zone euro et des sous-rubriques. La composante commune est estimée à l'aide d'un modèle à facteurs dynamiques généralisé, conformément à ce qui a été proposé auparavant dans la littérature pour la zone euro¹⁰⁴ ainsi que pour un indicateur comparable aux États-Unis¹⁰⁵.

L'indicateur est construit comme suit : environ 1 000 sous-rubriques de l'IPCH relatives à 12 pays de la zone euro sont recueillies et corrigées des variations saisonnières, exprimées en termes de taux mensuels annualisés (calculés en différences logarithmiques) et normalisées avec une moyenne de zéro et un écart-type de un. La composante commune à basse fréquence pour chaque sous-rubrique est estimée avec le modèle à facteurs dynamiques généralisé. Cela suppose de choisir un ensemble de paramètres, notamment le nombre de facteurs dynamiques, le nombre de facteurs statiques et le seuil de durée minimum des cycles autorisée dans la composante commune. La PCCI exclut les cycles d'une durée inférieure à trois ans¹⁰⁶. Afin de réduire l'incertitude relative au nombre de facteurs, la composante commune de chaque sous-rubrique est

¹⁰⁴ Cristadoro (R.), Forni (M.), Reichlin (L.) et Veronese (G.), « *A core inflation indicator for the euro area* », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 37, 2005, p. 539-560. La PCCI se distingue de cet indicateur de l'inflation fondamentale car elle exclut les cycles d'une durée inférieure à trois ans, tandis que l'article cité *supra* n'exclut que les cycles d'une durée d'un an. L'ensemble de variables utilisées pour l'estimation ne comprend que des sous-rubriques de l'IPCH et on utilise la moyenne des estimations obtenues avec des facteurs statiques et dynamiques en nombre différent. Pour une application de cette méthodologie aux données agrégées de la zone euro, cf. Lenza (M.), « *Revisiting the information content of core inflation* », *Research Bulletin*, vol. 14, BCE, 2011, p. 11-13.

¹⁰⁵ « *The FRBNY Staff Underlying Inflation Gauge: UIG* », Federal Reserve Bank de New York, *Staff Report* n° 672, avril 2014.

¹⁰⁶ Le profil de la PCCI est également comparable lorsqu'on exclut seulement les cycles d'une durée inférieure à deux ans.

une moyenne de 81 estimations obtenues pour différentes combinaisons de facteurs dynamiques (de 2 à 8) et statiques (de 4 à 16). Les composantes communes à basse fréquence qui en résultent sont redimensionnées à l'aide de la moyenne et de l'écart type estimés dans le premier stade et sont lissées avec une moyenne mobile sur trois mois ¹⁰⁷.

La PCCI est finalement obtenue en agrégeant toutes les composantes communes à basse fréquence à l'aide des pondérations des différentes rubriques de l'IPCH total.

Un agrégat similaire, dénommé PCCI_x, peut être obtenu pour une sous-composante, comme l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, en combinant seulement les rubriques faisant partie de cette composante, ou d'autres agrégats peuvent être calculés pour toute combinaison de sous-composantes et de pays.

Le principal avantage par rapport aux mesures fondées sur l'exclusion, comme l'IPCHX, est que la PCCI intègre également l'incidence des chocs à moyen terme affectant les produits alimentaires et l'énergie, dans la mesure où ils ont des effets communs, et, dans le même temps, elle exclut les fluctuations à court terme des prix qui sont considérés comme « fondamentaux » dans les mesures par exclusion traditionnelles (comme les prix des services). Généralement, la PCCI est un indicateur flexible dont les estimations dépendent de l'ensemble de variables retenues et du seuil de la plus haute fréquence autorisée, de telle sorte que l'économiste peut décider de réduire la persistance de l'indicateur en abaissant le seuil jusqu'à des cycles d'une durée supérieure à un an, ou d'exclure les chocs sur les produits alimentaires et l'énergie.

Le graphique A représente l'estimation par la PCCI de l'inflation sous-jacente pour l'inflation totale mesurée par l'IPCH comme décrit supra, ainsi que l'inflation annuelle totale et la mesure de l'inflation tendancielle définie comme la moyenne mobile centrée sur deux ans ainsi que proposé dans la section 3. Par rapport aux deux autres mesures, la PCCI est moins volatile et moins affectée par les chocs temporaires importants, comme ceux touchant les prix de l'énergie qui expliquent les taux d'inflation négatifs enregistrés en 2009, 2015 et 2016.

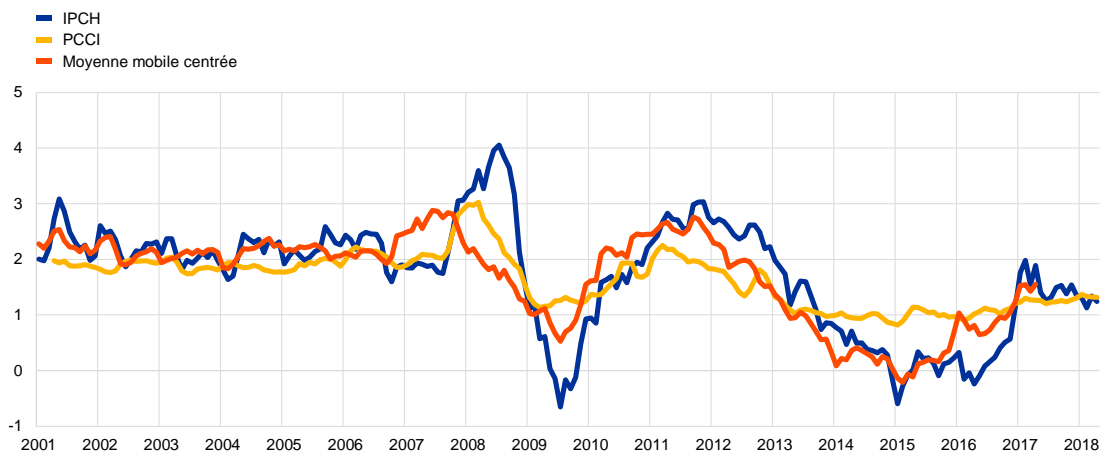
Le graphique B représente le même indicateur obtenu en agrégeant uniquement les composantes persistantes communes des rubriques qui figurent dans l'indice IPCHX, c'est-à-dire en excluant les postes relatifs aux produits alimentaires et à l'énergie. Naturellement, cet indice PCCI_x plus étroit est aussi moins volatil et moins affecté par les mouvements à court terme que l'IPCHX. Dans les deux cas, les indicateurs PCCI peuvent anticiper des pics d'inflation annuelle, mais avec un retard par rapport aux moyennes mobiles centrées sur deux ans. Cependant, lorsqu'on envisage comment les décideurs pourraient considérer les indicateurs d'inflation sous-jacente, il est important de garder à l'esprit que les moyennes mobiles centrées ne sont pas disponibles en temps réel, puisqu'elles utilisent des observations se rapportant au futur.

¹⁰⁷ Comme expliqué à propos du *supercore*, cette dernière étape contribue à réduire la probabilité d'un signal positif erroné lors de l'évaluation des points de retournement.

Graphique A

Inflation totale et PCCI pour l'inflation totale mesurée par l'IPCH

(variations annuelles en pourcentage)



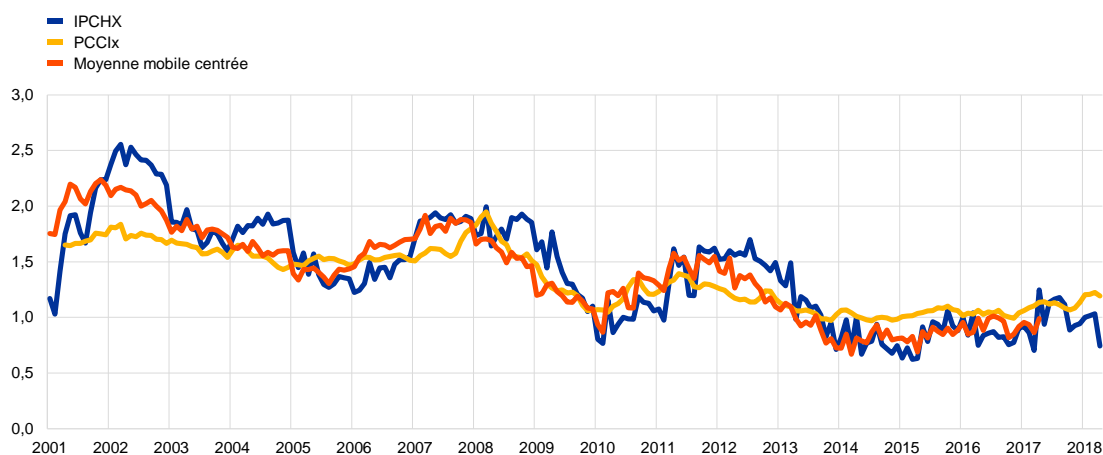
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2018.

Graphique B

IPCHX et PCCIx pour les rubriques figurant dans l'indice IPCHX

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2018.

3 Évaluation empirique des mesures de l'inflation sous-jacente

Une évaluation empirique peut contribuer à discriminer entre les différentes mesures de l'inflation sous-jacente. Les mesures de l'inflation sous-jacente devraient suivre l'évolution de l'inflation totale à moyen terme. S'il y a là une difficulté, dans la mesure où on souhaite suivre une quantité non observable, une

évaluation des propriétés des mesures peut être réalisée à partir d'un certain nombre de critères empiriques, au nombre desquels figurent la volatilité, la coïncidence, l'absence de biais et la précision globale ¹⁰⁸. En outre, les performances relatives d'une mesure pouvant être épisodiques, il est important d'évaluer les mesures à différentes périodes.

Une estimation de la composante persistante de l'inflation est nécessaire pour évaluer les mesures de l'inflation sous-jacente.

L'inflation tendancielle est une variable non observable et son estimation est entourée d'une incertitude élevée. Comme approximation très sommaire de l'inflation tendancielle, le présent article utilise une moyenne mobile centrée sur 24 mois de l'inflation mensuelle, qui devrait être suffisamment longue pour lisser les fluctuations à haute fréquence, et néanmoins suffisamment courte pour refléter l'horizon dans lequel s'inscrit l'action de la politique monétaire sur le cycle économique ¹⁰⁹. La construction de cette mesure nécessitant l'utilisation de valeurs futures de l'inflation, son utilité à court terme est limitée, mais elle peut servir de référence pour évaluer d'autres indicateurs.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente parviennent à éliminer la volatilité de l'inflation totale.

L'écart type, une mesure brute de la volatilité, est généralement nettement plus faible pour les mesures de l'inflation sous-jacente que pour le taux de l'IPCH total. L'IPCHX, IPCHX hors postes liés aux voyages, habillement et chaussure, la PCCI et la mesure *supercore* ont tendance à afficher une volatilité comparativement faible (cf. tableau 1). Toutefois, il faut arbitrer entre la volatilité et le contenu informatif : ainsi, un indice constant dans le temps ne présenterait pas de volatilité mais il ne permettrait pas de faire ressortir la dynamique de l'inflation tendancielle. Cet arbitrage montre pourquoi l'évaluation doit être fondée sur un ensemble de critères plutôt que sur un seul critère considéré de manière isolée.

¹⁰⁸ Cf., par exemple, l'encadré intitulé « *Are sub-indices of the HICP measures of underlying inflation?* », *Bulletin mensuel*, BCE, décembre 2013.

¹⁰⁹ Tous les résultats présentés dans cette section sont qualitativement à l'épreuve de l'adoption d'une moyenne mobile sur 36 mois.

Tableau 1

Écart type des mesures de l'inflation sous-jacente

	Janvier 2000 – avril 2018	Juillet 2007 – avril 2018
IPCH	0,95	1,12
IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés	0,55	0,53
IPCH hors énergie et produits alimentaires	0,46	0,38
IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages, habillement et chaussure	0,47	0,38
Moyenne tronquée (10 %)	0,75	0,88
Moyenne tronquée (30 %)	0,62	0,68
Médiane pondérée (100 %)	0,53	0,58
<i>Supercore</i>	n. d.	0,52
PCCI	0,47	0,48

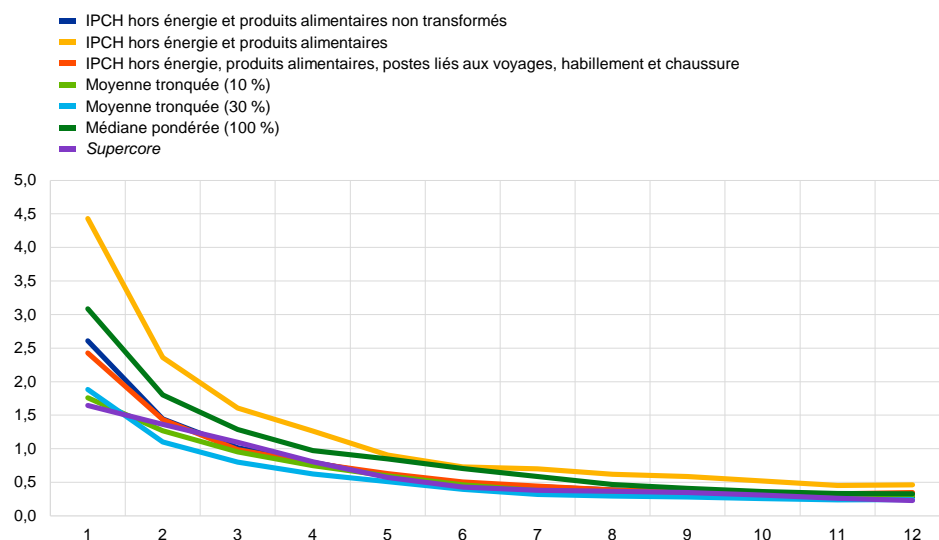
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Pourtant, les mesures de l'inflation sous-jacente continuent d'afficher de la volatilité, ce qui accroît la difficulté à déterminer s'il se produit un retournement conjoncturel. Une façon de procéder à une analyse plus formelle consiste à appliquer une mesure habituellement utilisée pour l'évaluation du cycle économique, la mesure des « mois à dominante cyclique » (MCD). Cette mesure donne le nombre de mois requis en moyenne pour que le signal envoyé par la composante cyclique d'une série domine le bruit de cette série (pour la construction de cette mesure, cf. les notes du graphique 6). L'analyse des MCD pour les mesures de l'inflation sous-jacente qui n'intègrent pas déjà explicitement un filtre montre que l'IPCHX tend à être plus bruité et il peut se passer un temps relativement plus long avant que le signal conjoncturel domine (cf. graphique 6).

Graphique 6

Ratio bruit/signal des mesures de l'inflation sous-jacente

(axe des abscisses : nombre de mois ; axe des ordonnées : ratio volatilité des évolutions de la composante irrégulière / volatilité des évolutions de la composante cyclique)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La PCCI ne figure pas ici car elle intègre déjà explicitement un filtre. La construction de la mesure des MCD se fait en plusieurs étapes. Pour chaque mesure de l'inflation sous-jacente, les composantes cyclique et erreur (bruit) des taux d'inflation annuels sont d'abord estimées en utilisant un filtre passe-bande symétrique de Baxter et King d'amplitude fixe. Ensuite, les valeurs suivantes sont calculées pour des décalages allant de 1 à 12 mois : (a) l'écart type des évolutions de la composante cyclique (il devrait augmenter au fur et à mesure de l'allongement du décalage) ; et (b) l'écart type des évolutions de la composante irrégulière (il devrait rester globalement identique quel que soit le décalage). La mesure des MCD correspond au décalage mensuel pour lequel le ratio (b)/(a) commence à être nettement inférieur à 1 (le seuil est fixé à 0,7). On peut alors dire que la variation de la série entre le mois t et le mois $t - \text{MCD}$ devrait normalement s'expliquer en grande partie par une évolution conjoncturelle. Si la valeur de la mesure de l'inflation sous-jacente au cours du mois t est supérieure (inférieure) à la valeur au cours du mois $t - \text{MCD}$, cela tend à indiquer un retournement à la hausse (à la baisse). En général, plus la série est lissée dans sa forme brute, plus le nombre des MCD tend à être faible. Réalisé à partir d'un échantillon de janvier 2000 (mars 2003 pour le *supercore*) à avril 2018.

Les mesures de l'inflation sous-jacente sont biaisées à des degrés divers, laissant penser qu'aucune des mesures ne réussit totalement à isoler la composante plus permanente.

Les mesures de l'inflation sous-jacente devraient démontrer une corrélation étroite avec la composante persistante en échantillon de la tendance de l'inflation mesurée par l'IPCH¹¹⁰. Si une mesure ne retrace pas bien cette dernière, alors sa moyenne de long terme peut diverger de celle de l'inflation totale. Les mesures *core* standard (IPCHX, par exemple) ont tendance à présenter un biais négatif (indiquant une inflation inférieure à l'inflation effective sur l'ensemble de la période), reflétant en partie le fait que l'inflation de la composante énergie a été relativement élevée en moyenne sur la période d'échantillonnage (cf. tableau 2). En revanche, les mesures plus largement fondées sur des modèles (PCCI et *supercore*, par exemple) ont tendance à présenter un biais positif. Dans le cas de la mesure *supercore*, cela peut traduire le fait que la composante services, qui affiche généralement un taux d'inflation plus élevé en moyenne au fil du temps que la composante produits manufacturés, est plus souvent sélectionnée car elle a tendance à présenter une corrélation plus forte avec le cycle économique

¹¹⁰ Dans cet exercice, l'approximation de l'inflation tendancielle est définie comme la moyenne mobile annualisée de l'inflation mesurée par l'IPCH sur deux ans centrée à la période t , c'est-à-dire qu'elle est égale à $1\ 200 * (p_{t+h} - p_{t-h}) / (2 * h)$ où h représente 12 mois.

domestique. Le biais des moyennes tronquées est relativement faible sur l'échantillon complet.

Tableau 2

Précision en échantillon des mesures de l'inflation sous-jacente

(en points de pourcentage)

	IPCH hors énergie et produits alimentaires	IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés	IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages, habillement et chaussure	Moyenne tronquée (10 %)	Moyenne tronquée (30 %)	Médiane pondérée (100 %)	PCCI	Supercore
RMSE, janvier 2000 – avril 2018	0,70	0,67	0,69	0,56	0,58	0,58	0,55	
Biais, janvier 2000 – avril 2018	-0,32	-0,19	-0,30	0,06	0,00	-0,02	0,17	
RMSE, juillet 2007 – avril 2018	0,70	0,68	0,68	0,67	0,68	0,67	0,69	0,96
Biais, juillet 2007 – avril 2018	-0,14	-0,01	-0,12	0,21	0,17	0,17	0,32	0,11

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La racine carrée de l'erreur quadratique moyenne (RMSE) est calculée en évaluant l'erreur subie par chacune des différentes mesures à chaque période t spécifique pour retracer la tendance de l'inflation à la période t. Toutes les mesures de l'inflation sous-jacente sont calculées en « temps réel », c'est-à-dire en considérant seulement l'information qui serait accessible à un prévisionniste à la période t. Par exemple, dans le cas de la mesure *supercore*, on utilise les séries historiques en temps réel de l'écart de production.

Les performances des mesures de l'inflation sous-jacente en matière de reproduction de la composante persistante de l'inflation totale sont épisodiques.

La racine carrée de l'erreur quadratique moyenne (RMSE) peut être décomposée en deux composantes, une s'expliquant par le biais et une autre résultant de la capacité d'un indice à reproduire la dynamique mensuelle de la variable cible. Sur l'échantillon complet, la PCCI et les moyennes tronquées ont tendance à être les plus performantes en matière de reproduction de la référence, à savoir la moyenne mobile sur deux ans de l'inflation. Dans le cas des moyennes tronquées, cela reflète en partie leur biais relativement faible. Il est à noter que l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires donne des résultats relativement médiocres. Toutefois, au cours de la période très récente, les mesures de l'inflation sous-jacente affichent généralement des performances globalement comparables, à l'exception de la mesure *supercore*, qui tend à présenter un RMSE légèrement plus élevé.

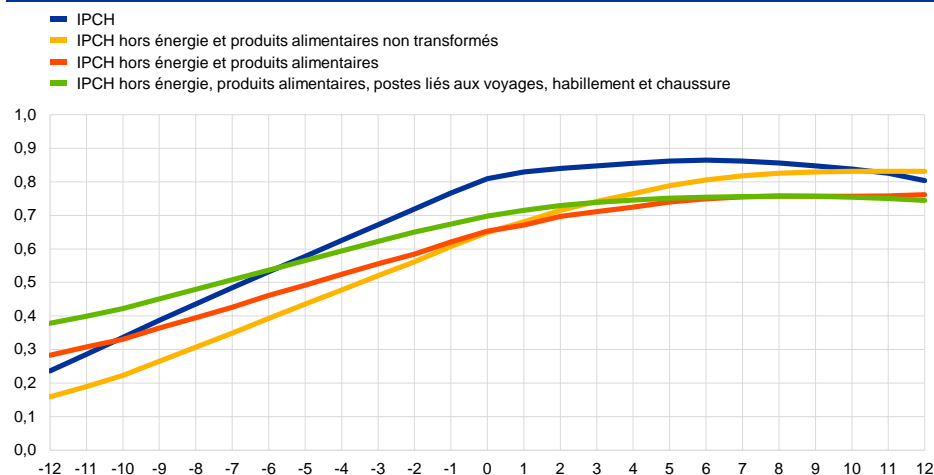
Les mesures de l'inflation sous-jacente affichent un décalage par rapport à la référence.

La coïncidence, qui est mesurée par la corrélation de l'inflation totale et des mesures de l'inflation sous-jacente pour différents avances et retards par rapport à la moyenne mobile centrée sur deux ans de l'inflation mensuelle, peut contribuer à déterminer si les mesures fournissent un signal avancé des tensions inflationnistes. Généralement, les mesures présentent un profil décalé par rapport à la référence (cf. graphiques 7 et 8), ce qui tend à indiquer qu'il peut être difficile pour ces mesures de reproduire précisément l'évolution future de la tendance de l'inflation.

Une autre évaluation peut être réalisée au moyen d'une analyse plus formelle de la capacité prédictive hors échantillon des différentes mesures.

Graphique 7

Corrélation des mesures par exclusion permanente avec une moyenne mobile sur deux ans de l'IPCH pour douze avances et retards

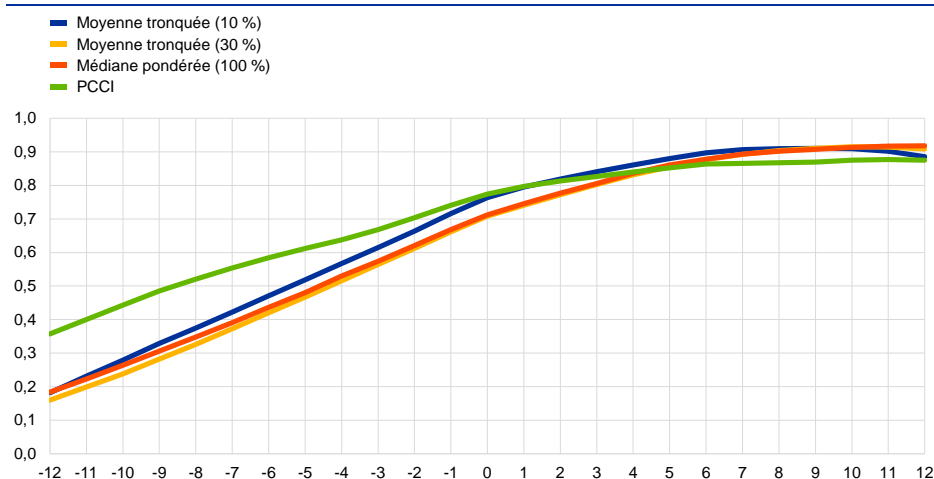


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La période d'échantillonnage va de janvier 2000 à avril 2018. L'axe des abscisses indique le nombre de décalages pour les mesures par exclusion permanente de l'inflation sous-jacente, tandis que l'axe des ordonnées montre leur corrélation avec la moyenne mobile centrée sur deux ans.

Graphique 8

Corrélations des mesures par exclusion temporaire et sur la base des fréquences avec une moyenne mobile sur deux ans de l'IPCH pour douze avances et retards



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La période d'échantillonnage va de janvier 2000 à avril 2018. La mesure *supercore* n'est pas intégrée, les séries historiques commençant seulement en 2017. L'axe des abscisses indique le nombre de décalages pour les mesures par exclusion temporaire et sur la base des fréquences de l'inflation sous-jacente, tandis que l'axe des ordonnées montre leur corrélation avec la moyenne mobile centrée sur deux ans.

La précision prédictive des mesures de l'inflation sous-jacente varie fortement dans le temps (cf. tableau 3). La capacité hors échantillon des mesures de l'inflation sous-jacente à reproduire l'évolution future de la référence varie sur

l'échantillon d'évaluation ¹¹¹. D'après les tests statistiques, le biais n'est pas significativement différent de zéro ¹¹² quelle que soit la mesure sur l'échantillon complet ou sur un échantillon plus réduit ¹¹³. En ce qui concerne plus généralement la significativité des différences dans la fiabilité des prévisions selon les différentes mesures, l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est pris comme référence. Si dans l'échantillon complet les différences entre les mesures s'avèrent non significatives, dans l'échantillon plus réduit les moyennes tronquées et la mesure *supercore* donnent des résultats nettement plus mauvais que l'IPCHX ¹¹⁴. Toutefois, il convient de souligner que les performances relatives de toutes ces mesures ont tendance à varier considérablement sur différents sous-échantillons, ce qui laisse penser que le suivi devrait porter sur tout un éventail de mesures. Il est également important de noter que la combinaison de toutes ces mesures en un indice composite n'offre vraisemblablement pas une bien meilleure solution que l'analyse d'une série de mesures ; par exemple, toutes les mesures de l'inflation sous-jacente présentent un biais positif au cours de la dernière décennie qui est même amplifié dans la période la plus récente, ce qui tend à indiquer qu'une moyenne de plusieurs mesures ne donnerait pas de bien meilleurs résultats.

Tableau 3

Précision hors échantillon des mesures de l'inflation sous-jacente

(en points de pourcentage)

	IPCH hors énergie et produits alimentaires	IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés	IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages, habillement et chaussure	Moyenne tronquée (10 %)	Moyenne tronquée (30 %)	Médiane pondérée (100 %)	PCCI	Supercore
RMSE, janvier 2000 – avril 2018	0,84	0,90	0,78	1,00	0,92	0,87	0,79	
Biais, janvier 2000 – avril 2018	-0,25	-0,12	-0,23	0,15	0,08	0,06	0,24	
RMSE, juillet 2007 – avril 2018	0,87	1,01	0,79	1,29	1,26	1,08	1,04	1,08
Biais, juillet 2007 – avril 2018	0,01	0,16	0,03	0,39	0,35	0,35	0,49	0,28

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Toutes les mesures de l'inflation sous-jacente sont calculées en « temps réel », c'est-à-dire en considérant seulement l'information qui serait accessible à un prévisionniste à la période t. Cf. également les notes du tableau 2. Par exemple, dans le cas de la mesure *supercore*, on utilise les séries historiques en temps réel de l'écart de production.

¹¹¹ La cible d'inflation tendancielle pour le mois t est définie comme le taux de croissance annualisé de l'IPCH sur les deux années suivantes, c'est-à-dire qu'elle est égale à $1200^*(p_{t+H} - p_t)/H$ où H représente 24 mois.

¹¹² Pour tous les tests réalisés dans cette section, 5 % est le seuil considéré pour évaluer la significativité statistique.

¹¹³ La significativité des termes de biais est évaluée à l'aide d'un test « t » avec des erreurs standard en présence d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation.

¹¹⁴ Le test de Diabold et Mariano, permettant là encore de rendre compte d'erreurs standard en présence d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation, est utilisé pour déterminer si une mesure a donné de meilleurs résultats statistiques que l'IPCH hors énergie et produits alimentaires.

Les mesures de l'inflation sous-jacente devraient également satisfaire à des critères pratiques.

Premièrement, elles devraient être disponibles à intervalles réguliers. Certaines mesures (comme l'IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages, habillement et chaussure, la PCCI et la mesure *supercore*) ne peuvent être construites que lorsque la publication intégrale des données mensuelles est disponible, soit généralement deux semaines environ après l'estimation rapide. En outre, les mesures devraient dans l'idéal ne pas faire l'objet d'une révision des données. La plupart des mesures ne sont pas révisées mais il y a des exceptions notables. En particulier, la série PCCI peut être révisée car la désaisonnalisation des données sous-jacentes entraîne des révisions de l'ensemble de l'échantillon lors de l'introduction de chaque nouvelle observation. La série *supercore* est révisée non seulement lors des modifications de la série désaisonnalisée, mais également sous l'effet de révisions au fil du temps (souvent assez importantes) de la série relative à l'écart de production et de l'évolution de l'horizon de prévision hors échantillon.

Il est également utile que les mesures de l'inflation sous-jacente soient suffisamment transparentes pour être facilement communiquées au public.

Il peut paraître plus facile de communiquer sur les évolutions des mesures par exclusion permanente car les divergences par rapport à l'inflation totale peuvent être attribuées à certaines sous-composantes (comme l'énergie). La tâche peut être légèrement plus délicate dans le cas des mesures par exclusion temporaire car, à un moment donné, il peut être nécessaire d'identifier quelles rubriques sont exclues et d'expliquer le cas échéant en quoi leur comportement aberrant reflète l'influence de phénomènes temporaires. La mesure *supercore* et la PCCI sont fondées sur des méthodologies statistiques, ce qui crée plus de difficultés de communication. En outre, les résultats peuvent parfois être difficiles à interpréter. Globalement, si certaines mesures ont donné d'assez bons résultats en termes de reproduction de l'inflation de référence (comme la PCCI sur certaines périodes), elles peuvent présenter l'inconvénient d'être plus difficiles à expliquer au public.

Au total, il n'y a pas une seule mesure qui ressorte comme optimale pour tous les critères.

Les performances relatives des mesures tendent à être épisodiques. Étant donné que les mesures, considérées individuellement, peuvent ne pas donner en permanence des signaux très précis ou fiables, cela impose le suivi d'un large éventail de mesures de l'inflation sous-jacente.

4 Conclusions

Les mesures de l'inflation sous-jacente offrent différentes perspectives et intuitions qui, ensemble, peuvent permettre de mieux cerner les évolutions de l'inflation totale.

Suivre les évolutions de l'IPCHX est utile au cours de certaines périodes où l'on assiste à des fluctuations importantes et transitoires des prix de l'énergie et des produits alimentaires. L'IPCHX hors postes liés aux voyages, habillement et chaussure devient tout à fait pertinent lorsque les effets de calendrier sont prépondérants. Les indicateurs qui excluent les valeurs aberrantes peuvent également jouer un rôle complémentaire utile à certaines périodes. L'indicateur

supercore va plus loin en excluant les rubriques qui sont jugées non sensibles à la situation de l'économie domestique réelle. Pour autant, toutes les rubriques de l'IPCH sont influencées dans une certaine mesure par des facteurs permanents, même si c'est à un degré relativement faible dans certains cas, et ces rubriques peuvent contenir des informations utiles sur les tensions inflationnistes sous-jacentes. Le modèle à facteurs dynamiques PCCI s'efforce d'en tirer parti en intégrant la composante persistante pour toutes les rubriques de l'IPCH et pour plusieurs pays de la zone euro.

Les résultats empiriques laissent penser qu'il n'y a pas une mesure de l'inflation sous-jacente qui serait meilleure dans toutes les situations, les performances des indicateurs variant dans le temps. En pratique, chaque indicateur présente des avantages et des lacunes, ce qui impose le suivi de l'éventail complet de mesures de l'inflation sous-jacente. Généralement, les mesures de l'inflation sous-jacente sont seulement une première étape vers la quantification des tensions inflationnistes sous-jacentes. Elles doivent être complétées par un examen plus structurel des facteurs déterminants afin de mieux comprendre le processus d'inflation.

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
- .
- ... néant ou négligeable
- (p) provisoire
- cvs corrigé des variations saisonnières
- ncvs non corrigé des variations saisonnières

1 Environnement extérieur

1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

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

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

1) Données trimestrielles cvs; données annuelles brutes.

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

3) Le chiffre de 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 ¹⁾		
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat ²⁾			Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes
	Mondial ²⁾	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Secteur manufacturier	Services	Nouvelles commandes à l'exportation			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	53,1	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,1	3,6	-0,4
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	52,0	50,2	1,1	1,2	1,0
2017	53,3	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,9	53,8	52,8	5,4	3,1	6,9
2017 T2	53,1	53,6	54,8	53,0	51,3	56,6	52,5	53,3	51,6	0,2	1,5	-0,6
T3	53,3	54,9	54,1	51,8	51,9	56,0	52,7	53,5	51,9	1,4	1,0	1,6
T4	53,4	54,6	55,2	52,6	51,9	57,2	53,5	53,4	52,1	1,5	1,7	1,4
2018 T1	53,6	54,6	53,4	52,1	53,0	57,0	53,8	53,5	52,2	2,5	0,8	3,6
2017 Décembre	53,4	54,1	54,9	52,2	53,0	58,1	54,2	53,1	52,5	1,5	1,7	1,4
2018 Janvier	53,5	53,8	53,4	52,8	53,7	58,8	54,5	53,2	53,2	3,0	2,8	3,1
Février	54,3	55,8	54,5	52,2	53,3	57,1	53,8	54,5	52,3	2,9	2,5	3,2
Mars	52,8	54,2	52,4	51,3	51,8	55,2	52,9	52,8	51,2	2,5	0,8	3,6
Avril	53,6	54,9	53,2	53,1	52,3	55,1	53,5	53,6	50,3	.	.	.
Mai	54,1	56,6	54,5	51,7	52,3	54,1	52,8	54,4	50,2	.	.	.

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

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

2) Hors zone euro.

2 Évolutions financières

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; valeurs moyennes sur la période)

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

Source : BCE.

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

2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux			Taux à terme instantanés			
	Zone euro ^{1), 2)}					Zone euro ^{1), 2)}	États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro ^{1), 2)}			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2017												
Novembre	-0,78	-0,76	-0,70	-0,28	0,44	1,20	0,79	0,88	-0,73	-0,52	0,56	1,52
Décembre	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018												
Janvier	-0,63	-0,64	-0,52	0,05	0,71	1,35	0,81	1,07	-0,59	-0,21	0,96	1,60
Février	-0,66	-0,68	-0,57	0,01	0,71	1,39	0,80	0,81	-0,64	-0,26	0,96	1,65
Mars	-0,67	-0,70	-0,61	-0,10	0,55	1,25	0,65	0,61	-0,67	-0,35	0,75	1,47
Avril	-0,63	-0,66	-0,57	-0,04	0,63	1,29	0,72	0,73	-0,63	-0,30	0,85	1,56
Mai	-0,63	-0,72	-0,69	-0,25	0,40	1,12	0,63	0,73	-0,76	-0,52	0,57	1,34

Source : BCE.

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

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

2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2015	356,2	3 444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2 061,1	19 203,8
2016	321,6	3 003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2 094,7	16 920,5
2017	376,9	3 491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2 449,1	20 209,0
2017														
Nov.	391,7	3 601,4	802,3	269,2	727,7	315,4	188,3	640,6	508,6	294,8	317,3	854,9	2 593,6	22 525,1
Déc.	389,7	3 564,7	796,2	274,9	719,0	313,5	189,1	641,2	491,3	291,3	316,1	839,7	2 664,3	22 769,9
2018														
Janv.	398,4	3 612,2	822,3	276,1	731,7	323,4	196,3	661,2	504,6	284,9	312,6	848,1	2 789,8	23 712,2
Fév.	380,6	3 426,7	783,7	264,7	703,6	306,9	190,1	629,7	488,3	263,2	291,3	792,0	2 705,2	21 991,7
Mars	375,9	3 374,3	769,1	258,0	699,7	308,0	183,6	622,9	498,9	268,9	292,0	775,6	2 702,8	21 395,5
Avril	383,3	3 457,6	772,6	260,7	724,8	331,3	185,5	627,7	496,3	281,3	302,6	789,1	2 653,6	21 868,8
Mai	392,3	3 537,1	806,4	272,3	735,3	351,0	182,5	653,1	527,3	287,9	302,6	819,1	2 701,5	22 590,1

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.4 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts et aux dépôts des ménages (contrats nouveaux) ^{1), 2)}

(en pourcentage annuel ; valeur moyenne sur la période, sauf indication contraire)

		Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement				Indicateur composite du coût d'emprunt		
		À vue	Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux	Taux variable et période ≤ 1 an	Taux > 1 an		TAEG ³⁾	Par période de fixation initiale du taux				TAEG ³⁾	
				≤ 2 ans	> 2 ans								Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans			> 10 ans
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
2017	Mai	0,05	0,46	0,39	0,81	6,32	16,70	5,09	5,78	6,22	2,46	1,73	1,90	1,90	1,87	2,23	1,87	
	Juin	0,05	0,46	0,38	0,77	6,30	16,82	4,68	5,74	6,19	2,43	1,69	1,89	1,91	1,89	2,22	1,87	
	Juillet	0,05	0,45	0,38	0,76	6,26	16,81	4,95	5,84	6,28	2,38	1,75	1,91	1,90	1,90	2,22	1,88	
	Août	0,05	0,44	0,35	0,75	6,24	16,80	5,32	5,89	6,34	2,38	1,75	2,00	1,92	1,94	2,21	1,91	
	Septembre	0,05	0,44	0,35	0,74	6,27	16,80	5,07	5,71	6,21	2,37	1,70	1,93	1,96	1,96	2,20	1,89	
	Octobre	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	4,94	5,68	6,16	2,43	1,68	1,91	1,93	1,96	2,18	1,88	
	Novembre	0,04	0,44	0,33	0,75	6,21	16,80	4,73	5,69	6,14	2,38	1,67	1,92	1,95	1,94	2,16	1,87	
	Décembre	0,04	0,44	0,34	0,73	6,09	16,84	4,47	5,39	5,80	2,31	1,69	1,86	1,92	1,87	2,15	1,83	
2018	Janvier	0,04	0,44	0,36	0,69	6,16	16,90	5,02	5,83	6,28	2,30	1,67	1,86	1,91	1,90	2,14	1,84	
	Février	0,04	0,44	0,34	0,69	6,20	16,86	4,72	5,70	6,19	2,36	1,64	1,88	1,93	1,91	2,14	1,84	
	Mars	0,04	0,45	0,35	0,67	6,14	16,87	4,71	5,57	6,05	2,34	1,64	1,85	1,95	1,91	2,15	1,84	
	Avril ^(p)	0,04	0,45	0,34	0,61	6,10	16,76	4,91	5,67	6,14	2,36	1,62	1,85	1,96	1,89	2,13	1,83	

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAEG).

2.5 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts et aux dépôts des sociétés non financières (contrats nouveaux) ^{1), 2)}

(en pourcentage annuel ; valeur moyenne sur la période, sauf indication contraire)

		Dépôts			Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur composite du coût d'emprunt
		À vue	D'une durée :			≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros			
			≤ 2 ans	> 2 ans		Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2017	Mai	0,05	0,10	0,43	2,52	2,49	2,77	2,40	1,76	1,74	1,76	1,20	1,47	1,64	1,76
	Juin	0,04	0,06	0,43	2,51	2,46	2,68	2,36	1,74	1,72	1,71	1,27	1,43	1,56	1,76
	Juillet	0,04	0,11	0,35	2,45	2,45	2,76	2,38	1,75	1,75	1,76	1,23	1,34	1,67	1,74
	Août	0,04	0,10	0,36	2,44	2,49	2,71	2,43	1,74	1,79	1,82	1,24	1,44	1,59	1,75
	Septembre	0,04	0,07	0,44	2,43	2,44	2,73	2,41	1,71	1,69	1,77	1,19	1,47	1,59	1,73
	Octobre	0,04	0,11	0,40	2,40	2,39	2,69	2,38	1,70	1,66	1,73	1,23	1,35	1,61	1,73
	Novembre	0,04	0,08	0,30	2,36	2,43	2,61	2,37	1,71	1,62	1,72	1,23	1,33	1,57	1,71
	Décembre	0,04	0,06	0,32	2,36	2,40	2,46	2,31	1,70	1,67	1,71	1,34	1,28	1,53	1,71
2018	Janvier	0,04	0,05	0,39	2,35	2,39	2,51	2,33	1,65	1,61	1,72	1,12	1,37	1,60	1,67
	Février	0,04	0,09	0,42	2,36	2,37	2,48	2,33	1,66	1,62	1,74	1,18	1,34	1,63	1,70
	Mars	0,04	0,08	0,40	2,33	2,42	2,53	2,34	1,67	1,61	1,70	1,26	1,39	1,66	1,73
	Avril ^(p)	0,03	0,06	0,34	2,34	2,36	2,42	2,33	1,68	1,61	1,74	1,23	1,29	1,65	1,70

Source : BCE.

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

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

2 Évolutions financières

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

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

	Encours							Émissions brutes ¹⁾						
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques	
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques
Court terme														
2015	1 269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1 241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1 240	519	155	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2017	Novembre	1 281	527	153	.	81	460	61	354	159	48	.	34	25
	Décembre	1 240	519	155	.	70	438	57	305	139	51	.	30	29
2018	Janvier	1 270	532	153	.	77	447	61	400	195	38	.	41	36
	Février	1 276	540	148	.	80	444	65	351	172	38	.	34	30
	Mars	1 284	541	140	.	84	453	67	378	167	53	.	41	33
	Avril	1 300	539	150	.	93	450	69	391	177	49	.	43	49
Long terme														
2015	15 249	3 786	3 285	.	1 060	6 481	637	216	68	46	.	13	80	9
2016	15 397	3 695	3 233	.	1 186	6 643	641	219	62	53	.	18	78	8
2017	15 352	3 560	3 140	.	1 190	6 819	642	248	66	75	.	17	83	7
2017	Novembre	15 373	3 594	3 129	.	1 188	6 819	643	227	55	64	.	23	8
	Décembre	15 352	3 560	3 140	.	1 190	6 819	642	212	46	93	.	14	6
2018	Janvier	15 369	3 569	3 149	.	1 174	6 841	636	302	99	75	.	14	5
	Février	15 375	3 566	3 144	.	1 171	6 864	629	216	57	52	.	12	7
	Mars	15 442	3 580	3 151	.	1 183	6 904	624	285	68	89	.	24	7
	Avril	15 434	3 581	3 158	.	1 187	6 884	624	227	60	64	.	14	4

Source: BCE.

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

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

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

	Titres de créance							Actions cotées			
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques				
Encours											
2015	16 518,3	4 303,1	3 431,9	.	1 122,0	6 958,9	702,4	6 814,4	584,3	985,3	5 244,9
2016	16 638,4	4 212,9	3 368,4	.	1 245,5	7 108,1	703,5	7 089,5	537,6	1 097,8	5 454,1
2017	16 591,6	4 079,1	3 295,3	.	1 260,1	7 257,3	699,8	7 954,8	613,6	1 261,9	6 079,3
2017	Novembre	16 654,7	4 120,6	3 282,4	.	1 268,4	7 279,8	703,5	8 001,5	638,4	6 114,8
	Décembre	16 591,6	4 079,1	3 295,3	.	1 260,1	7 257,3	699,8	7 954,8	613,6	6 079,3
2018	Janvier	16 639,3	4 101,8	3 301,9	.	1 250,8	7 287,7	697,1	8 204,1	666,7	6 205,4
	Février	16 650,6	4 106,3	3 292,1	.	1 251,5	7 307,4	693,4	7 920,3	639,8	5 988,6
	Mars	16 725,7	4 120,9	3 290,6	.	1 267,7	7 356,1	690,5	7 814,0	600,0	5 961,7
	Avril	16 734,4	4 119,1	3 308,0	.	1 280,4	7 334,0	692,8	8 141,4	621,0	6 169,1
Taux de croissance											
2015	0,3	-7,0	5,7	.	4,9	1,8	0,6	1,1	4,2	1,6	0,6
2016	0,3	-3,0	-1,6	.	7,6	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	0,0	.	6,3	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3
2017	Novembre	1,1	-0,7	-0,2	.	6,5	1,9	0,4	1,0	6,1	0,1
	Décembre	1,3	-0,5	0,0	.	6,3	2,2	0,5	1,1	6,1	0,3
2018	Janvier	1,2	-0,4	0,2	.	5,9	1,9	0,5	1,1	5,8	0,3
	Février	1,3	-1,0	1,2	.	5,6	2,3	-0,8	0,9	3,1	0,4
	Mars	1,5	-0,1	1,9	.	6,0	2,0	-2,7	1,0	1,5	0,4
	Avril	1,5	0,4	0,9	.	5,9	2,0	-0,8	1,3	1,5	0,5

Source: BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs ¹⁾

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

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

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	
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110	
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107	
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130	
2017 T2	7,560	7,430	26,535	7,438	309,764	122,584	4,215	0,861	4,5532	9,692	1,084	1,102	
T3	7,834	7,426	26,085	7,438	306,418	130,349	4,258	0,898	4,5822	9,557	1,131	1,175	
T4	7,789	7,533	25,650	7,443	311,597	132,897	4,232	0,887	4,6189	9,793	1,162	1,177	
2018 T1	7,815	7,438	25,402	7,447	311,027	133,166	4,179	0,883	4,6553	9,971	1,165	1,229	
2017 Décembre	7,807	7,539	25,645	7,443	313,163	133,638	4,203	0,883	4,6348	9,937	1,169	1,184	
2018 Janvier	7,840	7,436	25,452	7,445	309,269	135,255	4,163	0,883	4,6491	9,820	1,172	1,220	
Février	7,807	7,440	25,320	7,446	311,735	133,293	4,165	0,884	4,6559	9,938	1,154	1,235	
Mars	7,798	7,438	25,429	7,449	312,194	130,858	4,209	0,883	4,6613	10,161	1,168	1,234	
Avril	7,735	7,421	25,365	7,448	311,721	132,158	4,194	0,872	4,6578	10,372	1,189	1,228	
Mai	7,529	7,391	25,640	7,448	316,930	129,572	4,285	0,877	4,6404	10,342	1,178	1,181	
				<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>									
2018 Mai	-2,7	-0,4	1,1	0,0	1,7	-2,0	2,2	0,6	-0,4	-0,3	-0,9	-3,8	
				<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>									
2018 Mai	-1,1	-0,5	-3,5	0,1	2,3	4,4	2,0	2,5	1,9	6,5	8,0	6,8	

Source: BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

		Total ¹⁾			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute
		Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)													
2017	T1	25 245,3	25 690,0	-444,7	11 172,4	9 021,1	8 225,5	10 715,6	-60,7	5 181,5	5 953,3	726,6	14 231,8
	T2	24 718,0	25 150,8	-432,8	10 918,3	8 790,0	8 148,6	10 598,6	-46,0	5 014,4	5 762,3	682,7	13 852,5
	T3	24 554,9	24 904,9	-350,0	10 603,8	8 508,0	8 314,0	10 609,1	-57,2	5 019,4	5 787,9	674,8	13 740,7
	T4	24 648,1	24 798,0	-149,8	10 561,0	8 510,7	8 499,4	10 594,2	-51,2	4 969,3	5 693,0	669,7	13 514,5
<i>encours en pourcentage du PIB</i>													
2017	T4	220,6	222,0	-1,3	94,5	76,2	76,1	94,8	-0,5	44,5	51,0	6,0	121,0
Flux													
2017	T2	214,7	137,8	76,9	32,4	15,5	172,0	150,5	-0,5	12,3	-28,2	-1,4	-
	T3	69,9	-56,9	126,9	-153,1	-146,3	188,2	53,8	-10,3	44,6	35,6	0,5	-
	T4	147,0	-32,0	179,0	74,4	23,6	102,3	27,0	6,0	-37,5	-82,6	1,9	-
2018	T1	389,8	270,5	119,3	91,2	-1,0	147,5	113,2	-3,1	142,6	158,3	11,6	-
2017	Octobre	230,0	182,2	47,8	74,5	42,3	30,5	-23,3	0,3	127,4	163,1	-2,7	-
	Novembre	87,4	45,0	42,4	12,7	7,6	62,1	53,6	2,6	3,9	-16,2	6,2	-
	Décembre	-170,3	-259,1	88,8	-12,8	-26,4	9,7	-3,3	3,1	-168,7	-229,5	-1,6	-
2018	Janvier	310,3	295,5	14,8	35,7	11,0	87,9	66,5	0,6	183,8	218,0	2,3	-
	Février	92,2	73,9	18,4	25,0	20,6	29,6	-16,3	0,8	37,0	69,5	-0,1	-
	Mars	-12,7	-98,8	86,1	30,5	-32,6	30,0	63,0	-4,5	-78,2	-129,2	9,5	-
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>													
2018	Mars	821,5	319,5	502,0	44,9	-108,2	610,0	344,6	-8,0	162,0	83,1	12,6	-
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>													
2018	Mars	7,3	2,8	4,5	0,4	-1,0	5,4	3,1	-0,1	1,4	0,7	0,1	-

Source: BCE.

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

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	PIB											
	Total	Demande intérieure							Solde extérieur ¹⁾			
		Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks ²⁾	Total	Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾	
					Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellec- tuelle					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2015	10 519,9	10 014,4	5 735,4	2 171,8	2 077,6	1 016,3	637,9	417,9	29,5	505,5	4 868,4	4 362,9
2016	10 789,4	10 286,2	5 870,3	2 222,4	2 189,1	1 051,7	674,4	457,5	4,4	503,2	4 958,0	4 454,8
2017	11 171,9	10 639,7	6 054,9	2 275,5	2 290,5	1 116,2	711,1	457,7	18,8	532,2	5 312,5	4 780,3
2017 T2	2 782,5	2 657,3	1 510,1	566,9	573,7	278,1	176,0	118,2	6,6	125,2	1 315,0	1 189,8
T3	2 811,2	2 672,3	1 518,1	571,2	574,3	280,7	179,6	112,6	8,7	138,9	1 331,8	1 192,9
T4	2 836,0	2 689,7	1 528,5	575,3	584,4	285,6	184,0	113,3	1,6	146,3	1 368,4	1 222,1
2018 T1	2 854,9	2 715,0	1 542,8	577,1	590,9	291,3	183,8	114,4	4,1	139,9	1 367,5	1 227,6
<i>en pourcentage du PIB</i>												
2017	100,0	95,2	54,2	20,4	20,5	10,0	6,4	4,1	0,2	4,8	-	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2017 T2	0,7	0,9	0,5	0,5	2,0	1,1	2,0	4,1	-	-	1,1	1,6
T3	0,7	0,2	0,4	0,5	-0,3	0,3	1,9	-5,0	-	-	1,5	0,5
T4	0,7	0,3	0,2	0,3	1,3	1,0	2,4	0,4	-	-	2,2	1,5
2018 T1	0,4	0,6	0,5	0,0	0,5	1,1	-0,5	0,7	-	-	-0,4	-0,1
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2015	2,1	2,0	1,8	1,3	3,3	0,5	5,4	7,3	-	-	6,4	6,7
2016	1,8	2,3	2,0	1,8	4,6	2,5	5,6	8,4	-	-	3,3	4,6
2017	2,4	1,9	1,6	1,2	3,2	3,7	5,0	-0,7	-	-	5,3	4,3
2017 T2	2,5	2,3	1,9	1,1	3,7	4,4	4,3	1,1	-	-	4,7	4,5
T3	2,8	2,0	1,8	1,4	2,7	4,0	6,0	-4,7	-	-	5,9	4,4
T4	2,8	1,6	1,4	1,3	3,2	4,2	7,4	-5,0	-	-	6,6	4,3
2018 T1	2,5	2,0	1,5	1,2	3,6	3,6	6,1	-0,1	-	-	4,5	3,5
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>												
2017 T2	0,7	0,9	0,3	0,1	0,4	0,1	0,1	0,2	0,1	-0,1	-	-
T3	0,7	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,5	-	-
T4	0,7	0,3	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,4	-	-
2018 T1	0,4	0,5	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	-	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>												
2015	2,1	2,0	1,0	0,3	0,6	0,0	0,3	0,3	0,0	0,1	-	-
2016	1,8	2,2	1,1	0,4	0,9	0,2	0,3	0,3	-0,2	-0,4	-	-
2017	2,4	1,8	0,9	0,2	0,6	0,4	0,3	0,0	0,1	0,6	-	-
2017 T2	2,5	2,2	1,0	0,2	0,8	0,4	0,3	0,0	0,2	0,3	-	-
T3	2,8	1,9	1,0	0,3	0,6	0,4	0,4	-0,2	0,1	0,9	-	-
T4	2,8	1,6	0,8	0,3	0,7	0,4	0,5	-0,2	-0,1	1,3	-	-
2018 T1	2,5	1,9	0,8	0,3	0,7	0,4	0,4	0,0	0,1	0,6	-	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

3 Activité économique

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2015	9 447,6	154,6	1 903,1	468,9	1 786,4	432,9	463,6	1 070,6	1 029,9	1 808,4	329,3	1 072,2
2016	9 679,3	151,3	1 939,9	487,8	1 830,6	450,8	452,3	1 096,9	1 076,6	1 855,4	337,7	1 110,1
2017	10 016,3	163,9	2 000,7	513,7	1 912,2	467,4	445,8	1 130,2	1 131,8	1 904,3	346,3	1 155,5
2017 T2	2 494,7	40,8	497,7	127,9	477,3	116,6	111,2	281,4	281,1	474,5	86,2	287,8
T3	2 521,0	41,0	504,6	129,7	481,1	117,6	111,9	284,1	285,4	478,4	87,2	290,2
T4	2 542,7	41,6	511,4	131,8	484,9	118,5	111,4	285,5	288,7	481,5	87,6	293,3
2018 T1	2 558,2	41,6	512,2	134,2	488,3	119,3	111,9	287,8	291,5	483,5	88,1	296,7
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2017	100,0	1,6	20,0	5,1	19,1	4,7	4,5	11,3	11,3	19,0	3,5	–
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2017 T2	0,7	0,1	1,1	1,1	0,9	0,8	0,2	0,2	1,0	0,5	0,4	0,8
T3	0,8	0,0	1,5	0,5	0,5	1,4	-0,1	0,5	0,8	0,5	0,8	0,2
T4	0,7	0,2	1,6	1,1	0,7	0,7	0,1	0,2	0,8	0,2	0,1	0,5
2018 T1	0,4	1,5	-0,3	0,7	0,8	0,8	-0,2	0,4	0,7	0,2	0,2	0,6
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2015	1,9	3,0	3,8	0,7	2,0	3,5	-0,4	0,6	3,0	0,9	0,6	3,4
2016	1,7	-1,8	1,9	1,3	1,9	3,2	0,6	0,8	3,1	1,4	1,5	2,8
2017	2,4	0,8	3,0	3,0	3,3	4,7	-1,2	1,3	4,0	1,3	1,2	2,4
2017 T2	2,5	0,4	3,1	3,3	3,6	5,2	-1,4	1,2	3,6	1,3	1,1	2,9
T3	2,8	0,8	4,0	3,4	3,7	4,7	-1,2	1,6	4,4	1,5	1,6	2,5
T4	2,9	1,8	4,6	4,2	3,4	4,3	-0,3	1,5	4,3	1,3	1,4	1,9
2018 T1	2,6	1,8	3,9	3,5	2,9	3,8	0,0	1,4	3,4	1,4	1,4	2,2
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2017 T2	0,7	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	–
T3	0,8	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	–
T4	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	–
2018 T1	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	–
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2015	1,9	0,1	0,7	0,0	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	–
2016	1,7	0,0	0,4	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,1	–
2017	2,3	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	-0,1	0,2	0,4	0,3	0,0	–
2017 T2	2,5	0,0	0,6	0,2	0,7	0,2	-0,1	0,1	0,4	0,3	0,0	–
T3	2,8	0,0	0,8	0,2	0,7	0,2	-0,1	0,2	0,5	0,3	0,1	–
T4	2,9	0,0	0,9	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,5	0,3	0,0	–
2018 T1	2,6	0,0	0,8	0,2	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi ¹⁾

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	Par statut			Par activité économique								
		Salariés	Tra- vailleurs indé- pendants	Agri- culture, sylviculture et pêche	Industrie manu- factu- rière, énergie et services publics	Cons- truction	Commer- ce, transport, hébergement et restaura- tion	Informa- tion et commu- nication	Activités finan- cières et d'assu- rance	Activités immobi- lières	Activités spéciali- sées de ser- vices aux entre- prises et de soutien	Adminis- tration publique, 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>													
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,3	7,0
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	5,9	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,3	7,0
2017	100,0	85,7	14,3	3,2	14,7	5,9	24,9	2,8	2,5	1,0	13,7	24,2	7,0
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2015	1,0	1,2	-0,3	-1,1	0,1	0,1	1,3	1,6	-0,4	0,9	2,7	1,1	0,6
2016	1,4	1,6	-0,2	-0,2	0,6	-0,3	1,7	2,7	0,0	2,1	2,9	1,4	0,8
2017	1,6	2,0	-0,4	-0,1	1,2	1,6	1,7	3,2	-1,0	1,8	3,3	1,3	1,3
2017 T2	1,6	2,0	-0,6	0,4	1,1	1,1	1,8	3,4	-0,9	1,8	3,2	1,2	1,5
T3	1,7	2,1	-0,5	-0,8	1,4	1,8	1,8	3,0	-1,0	1,6	3,3	1,2	2,2
T4	1,6	1,9	-0,5	-0,8	1,4	2,3	1,4	3,1	-1,4	1,9	3,3	1,2	0,9
2018 T1	1,4	1,8	-0,9	-0,9	1,5	1,9	1,4	2,5	-0,8	2,2	3,1	1,1	0,4
Heures travaillées													
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2015	100,0	80,3	19,7	4,4	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,0	21,9	6,2
2016	100,0	80,5	19,5	4,3	15,3	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	13,2	21,9	6,2
2017	100,0	80,9	19,1	4,2	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,4	21,8	6,2
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2015	1,1	1,4	-0,1	-0,4	0,5	0,5	1,0	2,6	-0,3	1,2	2,7	1,1	1,0
2016	1,4	1,7	0,0	-0,3	0,7	0,1	1,7	2,4	0,7	2,4	3,1	1,3	1,0
2017	1,3	1,8	-0,7	-1,1	1,1	1,5	1,4	3,0	-1,3	1,9	3,1	1,0	0,8
2017 T2	1,4	1,9	-0,5	-1,1	1,2	1,2	1,7	3,5	-1,5	1,7	3,0	1,0	0,7
T3	1,7	2,2	-0,4	-1,1	1,7	1,9	1,9	3,0	-0,9	1,5	3,4	1,1	1,7
T4	1,7	2,2	-0,6	-0,8	2,0	3,2	1,4	3,0	-1,6	3,0	3,4	1,2	0,4
2018 T1	1,3	1,8	-1,1	-1,4	1,5	2,0	1,2	2,1	-1,0	2,9	2,8	1,1	0,0
Heures travaillées par personne employée													
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2015	0,1	0,1	0,3	0,7	0,4	0,4	-0,3	0,9	0,0	0,4	0,1	0,0	0,5
2016	0,0	0,1	0,3	0,0	0,1	0,3	0,0	-0,3	0,7	0,3	0,2	-0,1	0,2
2017	-0,3	-0,1	-0,3	-1,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,4	0,1	-0,2	-0,2	-0,6
2017 T2	-0,2	-0,1	0,1	-1,5	0,1	0,1	-0,1	0,1	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	-0,8
T3	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,5
T4	0,1	0,3	-0,1	0,0	0,6	0,9	0,0	-0,1	-0,2	1,1	0,1	0,0	-0,6
2018 T1	-0,2	0,0	-0,3	-0,5	0,1	0,1	-0,2	-0,5	-0,1	0,7	-0,3	-0,1	-0,4

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Popu- lation active, millions ¹⁾	Sous- emploi, % de la popu- lation active ¹⁾	Chômage										Taux de vacance d'em- ploi ²⁾	
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ¹⁾	Par âge				Par sexe				% du total des postes
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
						Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la po- pulation active	Millions	% de la po- pulation active	Millions	% de la po- pulation active	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% du total en 2016			100,0		81,7		18,3		52,2		47,8			
2015	160,717	4,6	17,465	10,9	5,6	14,301	9,8	3,164	22,3	9,260	10,7	8,205	11,1	1,5
2016	162,012	4,3	16,253	10,0	5,0	13,289	9,0	2,965	20,9	8,483	9,7	7,770	10,4	1,7
2017	162,635	4,1	14,760	9,1	4,4	12,093	8,1	2,668	18,8	7,634	8,7	7,126	9,5	1,9
2017 T2	162,351	4,2	14,851	9,1	4,5	12,132	8,2	2,720	19,2	7,684	8,8	7,168	9,5	1,9
T3	163,317	4,0	14,606	9,0	4,2	11,967	8,0	2,639	18,5	7,579	8,6	7,028	9,3	1,9
T4	163,107	3,9	14,226	8,7	4,2	11,669	7,8	2,557	17,9	7,332	8,4	6,894	9,1	2,0
2018 T1	.	.	14,028	8,6	.	11,536	7,8	2,492	17,5	7,219	8,2	6,809	9,0	2,1
2017 Novembre	-	-	14,213	8,7	-	11,665	7,8	2,548	17,9	7,318	8,4	6,895	9,1	-
Décembre	-	-	14,129	8,7	-	11,601	7,8	2,528	17,8	7,282	8,3	6,846	9,1	-
2018 Janvier	-	-	14,138	8,7	-	11,622	7,8	2,516	17,6	7,275	8,3	6,863	9,1	-
Février	-	-	14,010	8,6	-	11,504	7,7	2,506	17,6	7,230	8,2	6,779	9,0	-
Mars	-	-	13,936	8,6	-	11,483	7,7	2,453	17,3	7,151	8,2	6,785	9,0	-
Avril	-	-	13,880	8,5	-	11,446	7,7	2,433	17,2	7,113	8,1	6,767	9,0	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données brutes.

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

3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

	Production industrielle						Con- struction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières
	Total (hors construction)		Principaux secteurs industriels						Total	Produits alimen- taires, bois- sons, tabac	Produits non alimen- taires	Carburants	
	Industrie manu- factu- rière	Biens inter- mé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consom- mation	Énergie								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% du total en 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
variations annuelles en pourcentage													
2015	2,6	2,9	1,4	7,0	2,2	0,7	-0,6	3,4	2,9	1,6	4,0	2,7	8,8
2016	1,6	1,7	1,8	1,9	1,7	0,5	3,0	0,5	1,6	1,0	2,1	1,4	7,2
2017	3,0	3,2	3,7	3,9	1,5	1,4	2,9	7,9	2,3	1,4	3,3	0,9	5,6
2017 T2	2,5	2,6	3,3	2,2	2,0	2,3	3,9	7,4	2,6	2,3	3,2	1,4	6,0
T3	4,1	4,4	4,7	6,0	1,7	1,5	2,7	8,8	2,6	1,3	4,2	0,4	5,5
T4	4,1	4,7	5,4	6,0	2,2	-0,5	2,7	9,5	2,0	0,8	3,1	0,0	6,3
2018 T1	3,1	3,5	3,1	4,4	2,4	0,6	2,5	6,4	1,5	1,4	1,9	0,0	5,3
2017 Novembre	4,8	5,5	4,9	9,1	0,5	-0,6	2,8	10,4	3,7	1,7	5,7	0,4	8,6
Décembre	5,1	5,6	6,2	7,7	2,1	1,2	2,0	9,0	2,2	1,3	3,0	-0,1	4,4
2018 Janvier	3,6	6,0	5,1	8,6	3,2	-9,7	6,9	9,1	1,4	0,0	3,0	-1,3	6,4
Février	2,6	2,3	2,7	2,0	1,9	4,9	0,2	5,7	1,8	1,9	1,9	0,7	4,8
Mars	3,2	2,4	1,7	3,0	2,0	8,7	0,8	4,6	1,5	2,3	0,8	0,5	4,8
Avril	1,7	2,0	0,8	4,3	0,7	-0,7	.	.	1,7	0,4	3,2	-0,7	2,7
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)													
2017 Novembre	1,5	1,4	0,7	2,7	0,5	2,5	0,3	1,8	2,1	1,2	3,1	0,4	4,5
Décembre	-0,2	-0,4	1,0	-1,7	0,1	0,6	1,0	1,6	-1,0	-0,2	-1,8	-0,5	0,4
2018 Janvier	-0,6	0,3	-1,1	0,6	0,5	-6,2	-0,7	-2,1	-0,4	-0,7	0,0	-0,1	0,1
Février	-0,8	-1,9	-0,8	-3,4	-1,2	6,9	-0,7	-0,4	0,3	1,1	-0,3	1,0	-0,6
Mars	0,6	0,5	-0,1	-0,4	1,5	1,0	-0,3	-0,9	0,4	0,6	-0,2	-0,4	-0,1
Avril	-0,9	-0,3	-0,8	1,9	-1,6	-5,0	.	.	0,1	-0,7	1,7	-0,8	-2,0

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

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)							Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)				
	Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	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 l'industrie	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2014	99,8	-5,8	80,7	-12,7	-14,5	-9,5	6,9	-	51,1	52,4	52,9	52,7
2015	103,8	-2,8	81,3	-6,2	-22,4	1,0	8,7	88,5	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,2	-2,6	81,8	-7,7	-16,4	0,3	10,6	89,0	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,8	5,0	83,3	-2,5	-4,0	2,1	14,1	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2017 T2	109,5	3,8	83,0	-2,8	-4,8	1,8	13,0	89,9	57,0	58,3	56,0	56,6
T3	111,8	6,1	83,7	-1,5	-2,2	1,9	14,5	90,1	57,4	58,0	55,3	56,0
T4	114,3	8,9	84,2	-0,2	1,7	3,9	16,1	90,1	59,7	60,7	56,0	57,2
2018 T1	114,0	8,5	84,4	0,5	4,7	2,8	16,3	90,3	58,2	58,9	56,4	57,0
2017 Décembre	115,2	9,5	-	0,5	3,2	4,8	16,9	-	60,6	62,2	56,6	58,1
2018 Janvier	114,9	9,7	84,5	1,4	4,7	4,1	15,9	90,4	59,6	61,1	58,0	58,8
Février	114,3	8,8	-	0,1	4,2	3,5	16,9	-	58,6	59,6	56,2	57,1
Mars	112,8	7,0	-	0,1	5,2	0,8	16,0	-	56,6	55,9	54,9	55,2
Avril	112,7	7,3	84,3	0,3	4,6	-0,7	14,7	90,2	56,2	56,2	54,7	55,1
Mai	112,5	6,8	-	0,2	7,0	0,7	14,3	-	55,5	54,8	53,8	54,1

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

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	Ménages							Sociétés non financières					
	Taux d'épargne (brut) ¹⁾	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Valeur nette ²⁾	Patrimoine immobilier	Participation aux bénéfices ³⁾	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette ⁴⁾	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Financement
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté)		Variations annuelles en pourcentage					En pourcentage de la valeur ajoutée nette	En pourcentage du PIB	Variations annuelles en pourcentage			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014	12,7	94,3	1,0	1,9	1,3	2,3	0,9	32,4	4,9	132,1	2,9	7,2	1,6
2015	12,4	93,7	1,5	2,0	1,4	3,4	2,5	33,2	6,3	134,4	4,4	4,8	2,3
2016	12,2	93,3	1,9	2,0	5,5	4,5	4,5	33,0	7,7	134,5	4,0	6,1	2,1
2017 T1	12,1	93,0	1,5	1,9	9,7	4,8	4,6	33,0	7,1	134,6	4,6	10,1	2,6
T2	12,0	93,2	1,2	2,0	5,3	5,0	4,7	32,9	6,4	133,3	4,2	10,2	2,5
T3	12,0	93,1	1,5	2,1	6,7	5,1	5,2	33,2	6,5	132,0	4,3	4,1	2,6
T4	12,0	93,6	1,3	2,1	7,3	5,2	6,0	33,5	6,9	131,7	3,7	3,4	2,2

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital ¹⁾		
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires		Crédit	Débit
		Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	T2	965,1	887,4	77,6	560,9	477,7	209,3	190,3	168,5	150,2	26,4	69,3	7,2	18,2
	T3	988,8	873,1	115,7	575,5	482,8	214,5	186,3	171,8	138,5	26,9	65,4	7,1	8,4
	T4	996,7	890,8	105,9	590,5	496,3	217,2	188,5	161,1	143,4	27,9	62,5	12,0	9,6
2018	T1	984,9	876,5	108,5	584,4	496,1	217,3	189,8	156,1	134,4	27,2	56,1	8,8	7,6
2017	Octobre	327,3	292,2	35,1	192,3	163,0	72,0	62,4	54,2	46,0	8,8	20,8	2,9	2,2
	Novembre	331,8	295,2	36,5	197,0	165,7	71,8	63,2	53,8	45,5	9,1	20,9	2,8	2,3
	Décembre	337,7	303,4	34,3	201,2	167,6	73,3	62,9	53,1	52,0	10,0	20,9	6,3	5,0
2018	Janvier	330,8	291,1	39,7	196,9	167,6	71,9	63,0	53,0	42,2	8,9	18,3	2,9	1,8
	Février	324,6	287,9	36,8	192,8	164,1	71,8	62,6	51,7	44,9	8,3	16,4	2,2	1,6
	Mars	329,5	297,5	32,0	194,7	164,4	73,6	64,2	51,3	47,4	9,9	21,4	3,7	4,2
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2018	Mars	3 935,5	3 527,8	407,7	2 311,2	1 953,0	858,3	754,8	657,5	566,5	108,5	253,4	35,1	43,8
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2018	Mars	34,9	31,3	3,6	20,5	17,3	7,6	6,7	5,8	5,0	1,0	2,2	0,3	0,4

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

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

(données cvs, sauf indication contraire)

		Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
		Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés	Total			Pour mémoire :			
		1	2	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	7	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole		
		1	2	3	4	5	6	8	9	10	11	12	13	
<i>Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>														
2017	T2	5,4	10,2	545,6	257,2	112,7	162,8	456,5	489,0	276,1	81,2	124,0	355,5	52,3
	T3	6,0	7,9	547,2	257,0	114,6	164,2	459,8	486,1	273,1	80,9	123,0	355,0	48,4
	T4	6,1	7,6	562,0	267,8	115,8	167,1	471,6	500,3	285,0	81,2	125,0	359,6	58,9
2018	T1	2,5	1,4	562,5	.	.	.	470,9	500,3	.	.	.	353,1	.
2017	Octobre	9,0	10,8	181,1	86,7	36,5	54,1	151,9	163,5	92,6	27,2	41,3	119,2	17,7
	Novembre	8,6	9,3	188,9	90,2	38,8	56,0	158,0	168,2	95,2	27,4	42,3	120,2	19,7
	Décembre	0,9	2,6	192,0	91,0	40,5	57,0	161,7	168,6	97,2	26,5	41,3	120,3	21,5
2018	Janvier	9,0	5,9	190,2	92,4	38,0	56,7	158,8	170,2	98,2	27,6	41,5	120,2	23,1
	Février	2,8	1,1	185,4	90,0	37,3	54,7	155,5	164,4	95,4	25,8	40,1	116,5	21,5
	Mars	-2,9	-2,5	186,9	.	.	.	156,6	165,7	.	.	.	116,4	.
<i>Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>														
2017	T2	1,5	2,5	122,4	121,0	121,7	125,4	122,1	112,9	112,9	113,3	114,3	116,5	104,7
	T3	3,8	3,4	123,8	121,9	124,8	128,1	124,0	114,3	114,1	115,3	114,0	117,8	100,3
	T4	4,5	3,9	126,4	125,6	125,5	130,4	126,9	114,6	114,7	113,1	115,2	118,2	106,5
2018	T1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017	Septembre	3,1	1,3	125,8	124,1	128,8	128,3	126,2	113,8	113,4	115,8	114,2	117,4	98,2
	Octobre	7,0	7,7	122,8	122,7	120,4	126,3	123,0	114,8	114,8	117,0	115,2	119,2	102,6
	Novembre	6,8	4,2	127,6	126,6	126,1	132,1	127,6	115,3	114,4	115,3	116,6	118,3	105,2
	Décembre	-0,2	-0,3	128,9	127,5	130,1	132,7	130,0	113,7	114,9	107,1	113,9	117,0	111,7
2018	Janvier	8,5	5,0	127,5	128,3	122,7	132,8	127,7	114,1	114,8	112,7	114,1	116,9	114,2
	Février	3,4	1,9	125,1	126,0	121,8	128,5	125,8	112,5	113,4	109,1	112,4	115,4	110,8

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

4 Prix et coûts

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) ²⁾						Pour mémoire : prix administrés	
	Indice : 2015 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
		1	2											Total, hors produits alimentaires et énergie	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2018	100,0	100,0	70,7	55,6	44,4	100,0	12,1	7,5	26,3	9,7	44,4	86,6	13,4
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	1,0
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,7	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2017 T2	102,0	1,5	1,1	1,5	1,6	0,1	0,6	-1,2	0,1	-1,4	0,5	1,6	1,3
T3	101,8	1,4	1,2	1,4	1,5	0,2	0,7	0,4	0,1	-0,9	0,3	1,5	1,1
T4	102,4	1,4	0,9	1,6	1,2	0,4	0,5	1,1	0,1	2,6	0,1	1,5	1,2
2018 T1	102,3	1,3	1,0	1,2	1,3	0,5	0,7	0,1	0,1	1,9	0,5	1,2	1,9
2017 Décembre	102,7	1,4	0,9	1,5	1,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	1,4	1,2
2018 Janvier	101,8	1,3	1,0	1,4	1,2	0,3	0,3	0,0	0,1	1,8	0,1	1,2	1,9
Février	102,0	1,1	1,0	1,0	1,3	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,3	0,1	1,0	1,8
Mars	103,0	1,3	1,0	1,2	1,5	0,1	0,7	0,1	-0,1	-0,8	0,3	1,2	2,0
Avril	103,3	1,2	0,7	1,4	1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	0,8	0,0	1,2	1,6
Mai ³⁾	103,8	1,9	1,1	.	1,6	0,5	0,0	0,9	0,0	2,2	0,4	.	.

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

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

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 ¹⁾										Construction	Prix de l'immobilier résidentiel ²⁾	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commercial ²⁾
	Total (indice : 2015 = 100)	Total		Industrie hors construction et énergie						Énergie			
		Secteur manufacturier	Total	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation							
						Total	Produits alimentaires, boissons et tabac	Produits non alimentaires					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% du total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2015	100,0	-2,6	-2,3	-0,5	-1,2	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,7	0,4	1,6	2,3
2016	97,8	-2,2	-1,4	-0,5	-1,6	0,4	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,6	3,2	5,0
2017	100,8	3,1	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,7	0,2	5,9	2,1	4,1	5,1
2017 T2	100,3	3,3	3,0	2,4	3,5	0,8	2,3	3,4	0,2	6,1	2,0	3,9	4,2
T3	100,5	2,4	2,6	2,1	3,0	1,0	2,2	3,1	0,2	3,3	2,0	4,2	5,7
T4	101,7	2,5	2,5	2,0	3,2	0,9	1,5	2,0	0,3	3,8	2,4	4,6	6,6
2018 T1	102,5	1,8	1,6	1,6	2,4	1,0	0,9	1,1	0,5	2,3	.	.	.
2017 Novembre	101,9	2,8	2,8	2,0	3,1	1,0	1,5	2,1	0,3	5,2	-	-	-
Décembre	102,0	2,2	2,1	1,9	2,9	0,9	1,3	1,7	0,4	3,0	-	-	-
2018 Janvier	102,4	1,6	2,0	1,8	2,8	0,9	1,0	1,3	0,4	1,1	-	-	-
Février	102,5	1,7	1,4	1,6	2,4	1,0	0,8	1,0	0,5	2,0	-	-	-
Mars	102,6	2,1	1,6	1,4	2,2	1,0	0,9	1,2	0,5	3,8	-	-	-
Avril	102,6	2,0	1,9	1,3	2,1	1,0	0,5	0,4	0,5	3,8	-	-	-

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

1) Ventes domestiques uniquement.

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

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie (en euros)					
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Demande intérieure				Exportations ¹⁾	Importations ¹⁾		Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾		
			Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimentaires	Non alimentaires	Total	Alimentaires	Non alimentaires
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% du total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2015	106,0	1,4	0,4	0,3	0,6	0,7	0,4	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,8	0,8	0,4	0,3	0,5	0,7	-1,5	-2,4	39,9	-3,7	-4,0	-3,3	-7,4	-10,4	-3,0
2017	108,0	1,1	1,5	1,5	1,2	1,4	1,8	2,9	48,1	5,9	-3,5	16,4	5,5	-3,3	17,5
2017 T2	107,9	1,1	1,5	1,5	1,2	1,4	2,2	3,2	45,6	7,0	-2,7	18,4	6,8	-2,4	20,1
T3	108,2	1,3	1,6	1,5	1,2	1,5	1,4	2,1	44,0	1,9	-7,5	12,3	2,6	-5,8	13,5
T4	108,4	1,2	1,5	1,4	1,3	1,5	1,2	1,8	52,2	-2,6	-9,6	4,6	-0,1	-5,4	6,3
2018 T1	108,7	1,3	1,4	1,3	1,3	1,7	0,3	0,4	54,6	-9,0	-14,6	-3,6	-7,7	-12,8	-1,9
2017 Décembre	-	-	-	-	-	-	-	-	54,2	-7,0	-13,3	-1,0	-5,1	-10,4	1,0
2018 Janvier	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	-8,1	-16,2	-0,2	-6,4	-13,5	2,0
Février	-	-	-	-	-	-	-	-	53,0	-9,5	-14,7	-4,6	-7,8	-12,4	-2,6
Mars	-	-	-	-	-	-	-	-	53,9	-9,3	-12,9	-6,0	-8,8	-12,4	-4,8
Avril	-	-	-	-	-	-	-	-	58,4	-5,0	-10,4	0,1	-5,3	-11,3	1,5
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	64,9	3,8	-5,0	12,6	2,9	-6,3	13,9

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

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

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

4 Prix et coûts

4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)					Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Évolution des prix à la consomma- tion sur les 12 derniers mois	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière	Commerce de détail	Services	Construction		Industrie manufacturière	Services	Industrie manufacturière	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2014	4,4	–	–	-3,1	33,5	57,2	56,5	–	49,8
2015	-3,1	3,1	2,3	-13,2	-0,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-1,0	2,2	4,1	-7,2	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	8,7	5,0	6,7	2,6	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6
2017 T2	7,5	4,1	5,7	2,0	12,3	62,5	55,9	54,6	51,5
T3	8,1	4,3	6,6	3,4	10,4	60,4	55,7	54,4	51,4
T4	10,9	7,1	8,2	8,2	13,8	67,9	56,9	56,3	52,1
2018 T1	12,5	6,7	8,9	10,9	17,4	68,4	57,2	57,9	52,9
2017 Décembre	13,4	7,3	7,9	8,8	13,6	67,9	57,1	56,3	52,0
2018 Janvier	13,0	7,1	9,0	10,6	17,3	70,7	58,4	58,1	53,6
Février	12,6	6,5	9,4	10,2	18,3	68,7	56,9	58,4	52,9
Mars	11,9	6,4	8,3	11,8	16,5	65,8	56,3	57,3	52,1
Avril	9,9	6,1	9,0	9,8	16,3	63,9	56,5	57,5	51,8
Mai	9,3	7,3	9,1	14,3	18,0	65,3	57,6	56,4	52,0

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

4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2012 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Économie marchande	Principalement économie non marchande	
	1	2	3	4	5	6	7
% du total en 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2015	104,3	1,6	1,9	0,7	1,6	1,6	1,5
2016	105,8	1,5	1,4	1,6	1,4	1,6	1,4
2017	107,5	1,6	1,8	1,3	1,7	1,4	1,5
2017 T2	111,2	1,8	2,2	0,8	1,9	1,7	1,5
T3	104,2	1,6	1,7	1,5	1,9	1,0	1,5
T4	114,0	1,5	1,8	1,1	1,8	1,1	1,6
2018 T1							1,9

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

4 Prix et coûts

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

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

	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Par activité économique									
			Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communi- cation	Activités financières et d'assu- rance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entre- prises et de soutien	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												
2015	104,8	0,4	-3,0	-1,5	0,6	0,7	0,7	0,7	2,6	1,4	1,3	1,7
2016	105,6	0,7	2,1	0,0	0,1	1,2	-0,3	1,7	3,5	0,3	1,3	1,1
2017	106,4	0,8	0,0	-0,3	0,1	0,1	0,2	1,4	4,4	1,6	1,6	1,6
2017 T2	106,2	0,7	0,8	-0,5	-0,4	-0,4	-0,2	1,8	5,5	2,0	1,6	1,8
T3	106,3	0,5	-0,4	-1,1	-0,5	0,0	0,8	1,1	3,8	1,5	1,3	1,4
T4	106,6	0,6	-0,8	-1,3	-0,1	-0,2	0,7	0,0	4,5	1,5	1,7	1,4
2018 T1	107,0	0,8	-0,3	-0,7	-0,2	0,5	1,1	0,8	4,1	2,2	1,3	1,3
Rémunération par tête												
2015	108,2	1,5	1,1	2,1	1,2	1,5	2,6	0,7	2,3	1,7	1,2	1,8
2016	109,5	1,2	0,5	1,3	1,6	1,4	0,2	2,3	2,1	0,5	1,2	1,8
2017	111,2	1,6	0,9	1,5	1,5	1,6	1,6	1,2	3,9	2,3	1,6	1,5
2017 T2	111,0	1,5	0,8	1,4	1,9	1,4	1,6	1,3	4,8	2,3	1,7	1,5
T3	111,4	1,6	1,2	1,5	1,1	1,9	2,4	0,8	3,7	2,6	1,5	0,8
T4	112,2	1,8	1,8	1,8	1,7	1,8	1,9	1,1	4,0	2,5	1,8	1,9
2018 T1	112,6	1,9	2,5	1,7	1,4	2,0	2,3	1,7	3,2	2,5	1,6	2,3
Productivité par personne employée												
2015	103,2	1,1	4,2	3,6	0,6	0,7	1,9	-0,1	-0,3	0,3	-0,2	0,1
2016	103,7	0,4	-1,6	1,3	1,6	0,2	0,5	0,6	-1,3	0,2	0,0	0,8
2017	104,5	0,8	0,9	1,8	1,4	1,5	1,5	-0,2	-0,5	0,7	0,1	-0,1
2017 T2	104,5	0,9	0,0	1,9	2,2	1,8	1,8	-0,4	-0,6	0,3	0,1	-0,4
T3	104,8	1,1	1,6	2,6	1,6	1,9	1,6	-0,3	-0,1	1,1	0,2	-0,5
T4	105,3	1,3	2,6	3,1	1,9	1,9	1,2	1,1	-0,4	0,9	0,1	0,4
2018 T1	105,3	1,1	2,8	2,4	1,6	1,4	1,3	0,9	-0,8	0,3	0,3	1,0
Rémunération par heure travaillée												
2015	110,0	1,4	1,2	1,7	0,7	1,6	1,6	0,7	1,6	1,3	1,3	1,6
2016	111,3	1,1	0,0	1,2	1,6	1,1	0,4	1,7	2,0	0,2	1,4	1,6
2017	113,2	1,7	0,9	1,6	1,4	1,8	1,6	1,5	3,7	2,3	1,9	1,8
2017 T2	112,7	1,7	1,9	1,3	1,6	1,5	1,4	1,9	5,2	2,2	1,9	2,2
T3	113,0	1,4	-0,1	1,1	0,6	1,7	2,0	0,8	3,6	2,3	1,7	1,1
T4	113,8	1,5	1,0	1,1	0,9	1,5	1,7	1,2	2,6	2,2	1,7	2,0
2018 T1	114,4	1,9	2,3	1,6	0,9	2,1	2,6	1,8	2,4	2,6	1,6	2,3
Productivité horaire du travail												
2015	105,3	1,0	3,5	3,3	0,2	1,0	0,9	-0,1	-0,7	0,2	-0,1	-0,4
2016	105,7	0,4	-1,6	1,2	1,3	0,2	0,8	-0,1	-1,6	0,1	0,1	0,6
2017	106,9	1,1	2,0	1,9	1,5	1,9	1,7	0,1	-0,6	0,9	0,3	0,4
2017 T2	106,6	1,1	1,5	1,9	2,1	1,9	1,7	0,1	-0,5	0,5	0,3	0,5
T3	106,8	1,1	1,9	2,2	1,5	1,8	1,6	-0,3	0,0	1,0	0,4	0,0
T4	107,4	1,1	2,6	2,6	1,0	2,0	1,2	1,3	-1,5	0,8	0,1	1,0
2018 T1	107,6	1,3	3,3	2,4	1,5	1,7	1,7	1,0	-1,5	0,6	0,4	1,4

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5 Monnaie et crédit

5.1 Agrégats monétaires ¹⁾

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		3	M2-M1		6	7	8	9	10	11	12
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue		Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois								Pensions	Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours												
2015	1 037,7	5 575,8	6 613,5	1 444,1	2 159,7	3 603,8	10 217,2	74,5	485,1	75,6	635,2	10 852,4
2016	1 075,1	6 083,9	7 159,0	1 329,6	2 221,2	3 550,8	10 709,8	70,4	523,2	95,7	689,2	11 399,0
2017	1 112,0	6 636,6	7 748,6	1 194,4	2 261,2	3 455,5	11 204,1	75,7	509,4	75,7	660,8	11 864,9
2017 T2	1 095,5	6 383,9	7 479,3	1 259,8	2 237,4	3 497,2	10 976,6	68,2	513,7	76,8	658,6	11 635,2
T3	1 104,8	6 531,0	7 635,8	1 224,1	2 251,4	3 475,4	11 111,3	66,6	530,5	77,4	674,6	11 785,8
T4	1 112,0	6 636,6	7 748,6	1 194,4	2 261,2	3 455,5	11 204,1	75,7	509,4	75,7	660,8	11 864,9
2018 T1	1 113,4	6 736,7	7 850,1	1 171,3	2 265,9	3 437,2	11 287,3	71,6	505,7	74,6	652,0	11 939,2
2017 Novembre	1 110,2	6 613,1	7 723,3	1 201,8	2 258,9	3 460,7	11 184,0	78,4	518,8	77,5	674,8	11 858,8
Décembre	1 112,0	6 636,6	7 748,6	1 194,4	2 261,2	3 455,5	11 204,1	75,7	509,4	75,7	660,8	11 864,9
2018 Janvier	1 114,5	6 679,0	7 793,4	1 198,0	2 263,9	3 461,9	11 255,3	74,7	514,5	61,6	650,9	11 906,2
Février	1 115,6	6 713,2	7 828,7	1 178,5	2 265,4	3 443,9	11 272,6	72,8	502,5	63,0	638,3	11 910,8
Mars	1 113,4	6 736,7	7 850,1	1 171,3	2 265,9	3 437,2	11 287,3	71,6	505,7	74,6	652,0	11 939,2
Avril ^(p)	1 122,2	6 752,3	7 874,4	1 159,4	2 270,0	3 429,5	11 303,9	81,9	511,4	74,8	668,1	11 972,0
Flux												
2015	66,5	566,9	633,3	-134,5	12,3	-122,2	511,2	-47,4	49,7	-27,2	-25,0	486,1
2016	37,5	541,7	579,2	-105,6	16,0	-89,5	489,7	-4,2	38,0	16,1	49,8	539,5
2017	37,1	588,2	625,3	-111,8	36,3	-75,5	549,8	6,7	-13,7	-19,0	-26,0	523,8
2017 T2	7,8	155,5	163,3	-36,7	11,3	-25,4	137,9	-5,6	-17,5	-19,3	-42,5	95,5
T3	9,5	157,0	166,5	-32,6	10,8	-21,8	144,7	-1,1	16,8	3,2	19,0	163,7
T4	7,2	108,9	116,2	-21,6	9,8	-11,7	104,4	9,4	-21,4	-5,9	-17,9	86,5
2018 T1	1,4	104,2	105,6	-21,4	6,0	-15,4	90,2	-3,9	-3,6	-0,1	-7,5	82,7
2017 Novembre	0,1	69,3	69,4	-7,9	0,4	-7,5	61,9	9,8	-9,4	5,2	5,6	67,5
Décembre	1,9	26,0	27,8	-6,4	2,3	-4,2	23,6	-2,6	-9,5	-2,0	-14,1	9,5
2018 Janvier	2,4	49,0	51,5	6,3	4,3	10,6	62,0	-0,6	5,1	-13,0	-8,5	53,5
Février	1,1	30,0	31,1	-21,1	1,1	-20,0	11,1	-2,1	-12,1	0,6	-13,6	-2,5
Mars	-2,2	25,2	23,0	-6,6	0,6	-5,9	17,1	-1,2	3,4	12,4	14,6	31,7
Avril ^(p)	8,8	12,2	21,0	-12,4	4,1	-8,3	12,7	7,5	5,7	-0,4	12,8	25,5
Taux de croissance												
2015	6,8	11,3	10,6	-8,5	0,6	-3,3	5,3	-38,9	11,4	-25,4	-3,8	4,7
2016	3,6	9,7	8,8	-7,3	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	21,0	7,8	5,0
2017	3,4	9,7	8,8	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,6	-3,8	4,6
2017 T2	3,9	10,6	9,6	-9,3	1,0	-3,0	5,2	-18,6	5,0	-16,3	-0,9	4,9
T3	3,6	11,0	9,9	-10,4	1,4	-3,2	5,5	-13,2	5,6	-11,3	1,2	5,2
T4	3,4	9,7	8,8	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,6	-3,8	4,6
2018 T1	2,4	8,4	7,5	-8,7	1,7	-2,1	4,4	-1,6	-4,8	-23,2	-7,0	3,7
2017 Novembre	3,3	10,2	9,2	-9,3	1,7	-2,5	5,3	10,0	1,4	-19,6	-0,6	4,9
Décembre	3,4	9,7	8,8	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,6	-3,8	4,6
2018 Janvier	3,1	9,8	8,8	-8,1	1,7	-1,9	5,3	-1,6	-1,0	-31,8	-5,1	4,6
Février	2,8	9,4	8,4	-9,3	1,8	-2,3	4,9	7,7	-2,3	-32,3	-5,3	4,3
Mars	2,4	8,4	7,5	-8,7	1,7	-2,1	4,4	-1,6	-4,8	-23,2	-7,0	3,7
Avril ^(p)	2,8	7,8	7,0	-8,3	1,8	-1,9	4,2	11,6	-1,5	-6,0	-0,6	3,9

Source : BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3 ¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques ⁴⁾
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2015	1 953,2	1 503,9	323,6	117,4	8,3	5 750,7	3 060,7	695,0	1 992,3	2,7	957,9	226,6	365,5
2016	2 082,3	1 617,4	296,2	160,3	8,4	6 052,3	3 400,9	644,8	2 004,7	1,9	989,1	198,2	383,2
2017	2 243,1	1 786,8	287,0	159,8	9,5	6 301,7	3 697,5	561,5	2 042,0	0,6	1 010,8	202,2	409,9
2017 T2	2 190,1	1 732,1	293,6	158,0	6,4	6 189,3	3 560,7	600,8	2 025,5	2,3	970,3	196,5	403,1
T3	2 219,9	1 770,4	286,0	158,3	5,3	6 255,9	3 633,7	583,6	2 036,6	2,0	977,1	201,0	419,2
T4	2 243,1	1 786,8	287,0	159,8	9,5	6 301,7	3 697,5	561,5	2 042,0	0,6	1 010,8	202,2	409,9
2018 T1	2 256,9	1 818,8	273,4	157,2	7,6	6 375,2	3 781,0	542,7	2 050,0	1,5	990,8	209,5	413,1
2017 Novembre	2 247,7	1 798,0	282,2	159,6	7,9	6 295,1	3 682,1	568,5	2 042,5	2,0	989,3	208,1	412,1
Décembre	2 243,1	1 786,8	287,0	159,8	9,5	6 301,7	3 697,5	561,5	2 042,0	0,6	1 010,8	202,2	409,9
2018 Janvier	2 283,5	1 823,4	291,9	157,7	10,5	6 329,6	3 724,4	556,1	2 047,4	1,7	986,0	203,8	412,7
Février	2 266,6	1 812,6	287,0	158,1	8,9	6 359,5	3 760,1	548,7	2 048,9	1,8	982,3	207,9	413,7
Mars	2 256,9	1 818,8	273,4	157,2	7,6	6 375,2	3 781,0	542,7	2 050,0	1,5	990,8	209,5	413,1
Avril ^(p)	2 270,2	1 837,5	269,5	155,6	7,6	6 405,8	3 808,6	539,3	2 056,1	1,8	956,1	211,5	420,0
Flux													
2015	85,1	124,3	-32,9	4,9	-11,2	194,7	303,8	-109,8	1,2	-0,4	88,3	-0,5	29,6
2016	128,0	151,8	-24,2	0,2	0,2	299,8	333,3	-46,3	13,7	-0,8	30,9	-29,6	18,8
2017	178,9	180,6	-2,8	-0,1	1,1	254,1	303,8	-81,8	33,4	-1,3	53,7	5,8	27,0
2017 T2	39,2	43,3	-4,8	0,7	0,0	55,4	66,2	-20,3	9,9	-0,3	14,0	5,3	10,7
T3	35,1	41,7	-5,8	0,3	-1,1	66,0	75,1	-16,7	8,0	-0,3	12,1	4,8	16,2
T4	23,5	16,6	1,2	1,5	4,2	47,6	65,2	-21,8	5,5	-1,3	42,2	2,1	-8,9
2018 T1	16,6	34,0	-12,7	-2,7	-1,9	75,8	83,9	-18,5	9,5	0,9	-18,1	7,6	3,0
2017 Novembre	17,9	13,2	2,0	0,3	2,4	2,2	9,1	-7,0	0,3	-0,2	52,4	5,6	-6,5
Décembre	-4,2	-11,0	5,2	0,1	1,5	8,2	16,7	-6,8	-0,4	-1,4	22,6	-5,1	-2,4
2018 Janvier	44,7	39,5	6,2	-2,1	1,1	30,8	27,9	-5,0	6,9	1,0	-20,8	1,6	2,8
Février	-19,3	-12,4	-5,6	0,3	-1,7	28,9	35,0	-7,6	1,4	0,1	-6,4	3,9	0,9
Mars	-8,7	6,8	-13,3	-0,9	-1,3	16,1	21,1	-5,9	1,2	-0,3	9,1	2,1	-0,6
Avril ^(p)	11,2	17,3	-4,5	-1,6	0,1	29,9	27,2	-3,7	6,1	0,3	-38,4	1,8	6,9
Taux de croissance													
2015	4,6	9,0	-9,2	4,4	-57,6	3,5	11,0	-13,6	0,1	-13,2	10,2	-0,2	8,8
2016	6,7	10,1	-7,5	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,6	-29,9	3,1	-13,0	5,2
2017	8,6	11,2	-1,0	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	3,0	7,0
2017 T2	8,1	11,5	-4,3	-1,6	-21,4	4,8	10,7	-12,3	1,3	-25,3	3,2	-6,2	6,1
T3	8,1	12,2	-7,3	-1,8	-42,3	4,6	9,9	-12,5	1,6	-25,3	5,7	-2,0	9,0
T4	8,6	11,2	-1,0	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	3,0	7,0
2018 T1	5,3	8,0	-7,4	-0,1	17,8	4,0	8,3	-12,5	1,6	-42,2	5,2	10,4	5,4
2017 Novembre	8,5	12,0	-5,7	-0,1	-4,9	4,4	9,3	-12,7	1,7	-17,5	6,2	1,1	7,6
Décembre	8,6	11,2	-1,0	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	3,0	7,0
2018 Janvier	8,5	10,8	-0,5	-0,4	48,4	4,1	8,6	-12,5	1,7	-37,1	7,3	4,9	5,4
Février	6,8	9,0	-2,9	0,2	31,1	4,2	8,7	-12,5	1,7	-33,3	7,0	6,0	5,7
Mars	5,3	8,0	-7,4	-0,1	17,8	4,0	8,3	-12,5	1,6	-42,2	5,2	10,4	5,4
Avril ^(p)	5,6	8,4	-7,6	-0,5	13,2	4,1	8,4	-11,9	1,7	-40,6	1,7	7,1	5,6

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

5.3 Créances sur les résidents de la zone euro ¹⁾

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

	Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro								
	Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts						Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires
					Total	Aux sociétés non financières ³⁾	Aux ménages ⁴⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension ³⁾	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension	Titres de créance		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours												
2015	3 901,3	1 113,5	2 785,4	12 599,8	10 509,7	10 805,0	4 290,2	5 308,7	787,1	123,8	1 307,8	782,4
2016	4 393,6	1 083,3	3 297,1	12 877,7	10 708,3	10 979,2	4 313,5	5 447,3	834,7	112,7	1 385,4	784,0
2017	4 631,1	1 032,5	3 584,7	13 114,0	10 872,5	11 169,8	4 325,1	5 597,8	840,8	108,8	1 440,1	801,5
2017 T2	4 463,8	1 064,5	3 385,1	13 001,0	10 766,8	11 050,4	4 302,0	5 520,2	831,9	112,7	1 437,8	796,4
T3	4 548,2	1 050,5	3 483,6	13 049,0	10 816,1	11 103,7	4 305,0	5 554,6	844,7	111,9	1 439,0	794,0
T4	4 631,1	1 032,5	3 584,7	13 114,0	10 872,5	11 169,8	4 325,1	5 597,8	840,8	108,8	1 440,1	801,5
2018 T1	4 600,8	1 021,1	3 565,9	13 198,0	10 947,9	11 236,9	4 347,0	5 632,0	856,8	112,0	1 466,2	783,8
2017 Novembre	4 581,9	1 041,6	3 526,4	13 121,6	10 888,7	11 170,0	4 344,5	5 581,1	848,1	115,0	1 427,1	805,8
Décembre	4 631,1	1 032,5	3 584,7	13 114,0	10 872,5	11 169,8	4 325,1	5 597,8	840,8	108,8	1 440,1	801,5
2018 Janvier	4 597,3	1 031,1	3 552,0	13 187,7	10 933,5	11 230,6	4 353,4	5 604,3	863,3	112,5	1 453,3	800,9
Février	4 598,8	1 023,2	3 561,3	13 188,8	10 936,6	11 225,4	4 349,3	5 615,0	858,5	113,8	1 459,4	792,7
Mars	4 600,8	1 021,1	3 565,9	13 198,0	10 947,9	11 236,9	4 347,0	5 632,0	856,8	112,0	1 466,2	783,8
Avril ^(p)	4 595,7	1 020,9	3 560,3	13 254,3	10 968,5	11 261,7	4 360,1	5 642,8	847,7	117,9	1 482,9	802,9
Flux												
2015	295,3	-21,0	316,0	82,9	55,9	76,0	-15,0	98,5	-22,0	-5,7	25,6	1,5
2016	488,3	-34,6	522,8	317,1	234,2	258,2	81,5	120,3	43,6	-11,1	78,8	4,1
2017	289,5	-43,1	331,9	361,8	272,9	316,3	81,9	173,7	20,9	-3,6	64,0	24,9
2017 T2	34,0	-5,4	39,4	55,6	24,5	49,4	0,5	34,6	-10,6	0,0	19,3	11,8
T3	88,6	-10,8	99,5	74,6	76,2	86,7	21,2	40,8	14,9	-0,7	2,3	-3,9
T4	89,8	-15,9	105,6	88,4	75,8	93,7	33,8	48,8	-3,7	-3,0	5,8	6,8
2018 T1	-39,6	-10,6	-28,9	116,4	103,1	97,3	40,5	39,7	19,6	3,3	28,7	-15,4
2017 Novembre	21,0	-1,2	22,2	44,1	35,7	32,7	15,8	18,8	-1,8	2,9	0,3	8,1
Décembre	64,5	-9,0	73,4	5,8	-4,3	16,2	-9,4	18,7	-7,4	-6,2	14,2	-4,1
2018 Janvier	-29,9	-0,7	-29,5	83,3	70,2	68,1	33,5	7,7	25,4	3,7	14,8	-1,6
Février	2,5	-7,7	10,1	1,9	0,7	-3,5	-5,9	10,9	-5,6	1,3	6,5	-5,3
Mars	-12,1	-2,2	-9,5	31,1	32,2	32,7	12,9	21,1	-0,2	-1,7	7,4	-8,4
Avril ^(p)	-3,7	-0,2	-4,1	46,3	15,8	18,3	12,8	11,4	-14,3	5,8	16,6	13,9
Taux de croissance												
2015	8,2	-1,8	12,8	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,7	-4,4	2,0	0,2
2016	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,6	-9,0	6,0	0,5
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,2	4,6	3,2
2017 T2	8,2	-3,8	12,6	3,1	2,3	2,5	1,2	2,9	3,7	8,4	7,2	6,4
T3	8,3	-4,0	12,7	2,8	2,4	2,7	1,5	3,0	3,6	2,0	5,6	2,6
T4	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,2	4,6	3,2
2018 T1	3,9	-4,0	6,4	2,6	2,6	3,0	2,2	3,0	2,4	-0,4	4,0	-0,1
2017 Novembre	6,8	-3,7	10,4	2,8	2,5	2,9	1,8	3,1	3,2	0,1	3,9	4,4
Décembre	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,2	4,6	3,2
2018 Janvier	5,4	-4,4	8,7	3,1	2,9	3,3	2,3	3,1	5,6	-1,2	4,7	2,3
Février	5,2	-4,1	8,2	2,8	2,7	3,1	2,0	2,9	4,5	2,0	5,0	1,1
Mars	3,9	-4,0	6,4	2,6	2,6	3,0	2,2	3,0	2,4	-0,4	4,0	-0,1
Avril ^(p)	3,2	-4,1	5,5	3,0	2,8	3,1	2,4	3,0	3,2	3,7	5,1	1,8

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* notional 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

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

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

	Passif des IFM						Actif des IFM			
	Dépôts de l'administration centrale ²⁾	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Position extérieure nette	Autre		
		Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total		
								Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾	Prises en pension de contreparties centrales ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Encours										
2015	284,7	6 999,2	2 119,4	80,0	2 255,8	2 543,9	1 350,6	284,6	205,9	135,6
2016	314,2	6 956,8	2 090,9	70,9	2 146,7	2 648,4	1 136,9	261,8	205,9	121,6
2017	356,2	6 742,7	1 968,9	59,7	2 016,1	2 698,0	934,6	284,1	143,9	93,6
2017 T2	305,7	6 800,8	2 035,7	66,8	2 066,7	2 631,6	1 028,3	248,6	154,2	109,7
T3	365,3	6 730,6	2 007,3	61,5	2 015,9	2 645,8	1 022,3	262,1	140,6	85,4
T4	356,2	6 742,7	1 968,9	59,7	2 016,1	2 698,0	934,6	284,1	143,9	93,6
2018 T1	339,6	6 722,1	1 952,4	59,4	2 020,1	2 690,2	910,0	292,2	136,2	88,3
2017 Novembre	308,9	6 696,4	1 965,1	60,1	2 016,4	2 654,8	952,0	208,7	167,6	132,7
Décembre	356,2	6 742,7	1 968,9	59,7	2 016,1	2 698,0	934,6	284,1	143,9	93,6
2018 Janvier	316,2	6 728,7	1 960,1	60,5	2 022,5	2 685,7	821,5	344,7	133,2	85,3
Février	346,9	6 715,4	1 958,4	59,8	2 016,0	2 681,1	841,1	344,5	125,0	82,9
Mars	339,6	6 722,1	1 952,4	59,4	2 020,1	2 690,2	910,0	292,2	136,2	88,3
Avril ^(p)	349,7	6 738,0	1 955,1	59,3	2 018,9	2 704,8	879,6	330,1	147,4	154,5
Flux										
2015	8,9	-216,2	-106,3	-13,5	-215,4	118,9	-86,7	-12,7	21,4	-4,0
2016	26,7	-113,7	-69,6	-9,1	-110,4	75,4	-276,1	-76,8	12,8	-12,0
2017	45,7	-86,2	-84,7	-8,7	-72,5	79,7	-97,3	-70,7	-60,7	-27,3
2017 T2	-2,6	-12,0	-24,8	-2,4	-2,7	18,0	-11,7	3,0	-28,9	-2,1
T3	64,9	-24,7	-25,5	-2,9	-31,1	34,7	24,8	15,9	-13,6	-24,3
T4	-9,1	-36,0	-17,7	-1,8	-11,0	-5,4	-75,6	-61,1	3,4	8,2
2018 T1	-16,5	11,2	-16,1	-1,3	12,0	16,6	60,5	-59,9	-7,8	-5,3
2017 Novembre	-33,0	-3,3	2,3	-0,7	-7,3	2,4	0,2	-34,2	9,3	23,2
Décembre	47,3	-5,2	4,8	-0,5	5,3	-14,8	-10,9	-7,9	-23,7	-39,1
2018 Janvier	-39,8	15,5	-6,8	-0,6	19,9	3,0	-27,6	3,4	-10,7	-8,3
Février	30,6	-23,1	-3,7	-0,4	-16,3	-2,8	10,3	-9,7	-8,2	-2,4
Mars	-7,3	18,8	-5,6	-0,4	8,4	16,4	77,9	-53,7	11,2	5,4
Avril ^(p)	10,1	1,6	1,8	-0,2	-10,2	10,2	-38,7	33,2	-10,5	-12,0
Taux de croissance										
2015	3,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,8	4,8	-	-	11,6	-2,9
2016	9,4	-1,6	-3,3	-11,5	-4,9	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	14,4	-1,3	-4,1	-12,4	-3,5	3,0	-	-	-29,6	-22,6
2017 T2	-7,7	-1,2	-4,0	-10,9	-3,7	3,5	-	-	-30,7	-22,6
T3	22,0	-0,9	-4,1	-12,5	-3,5	4,2	-	-	-31,2	-33,4
T4	14,4	-1,3	-4,1	-12,4	-3,5	3,0	-	-	-29,6	-22,6
2018 T1	11,8	-0,9	-4,1	-12,5	-1,6	2,4	-	-	-25,6	-21,0
2017 Novembre	4,0	-1,3	-4,6	-12,7	-3,8	3,5	-	-	-13,1	10,0
Décembre	14,4	-1,3	-4,1	-12,4	-3,5	3,0	-	-	-29,6	-22,6
2018 Janvier	5,1	-0,9	-4,0	-12,4	-2,3	3,1	-	-	-24,5	-19,8
Février	16,9	-1,3	-3,7	-12,6	-2,8	2,0	-	-	-27,0	-20,5
Mars	11,8	-0,9	-4,1	-12,5	-1,6	2,4	-	-	-25,6	-21,0
Avril ^(p)	7,3	-0,7	-3,7	-12,8	-1,7	2,6	-	-	-28,3	-26,4

Source: BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

6 Évolutions budgétaires

6.1 Déficit/excédent

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Déficit (-)/excédent (+)					Pour mémoire : Déficit (-)/ excédent (+) primaire
	Total	Administrations centrales	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	
	1	2	3	4	5	6
2014	-2,5	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,2	-0,1	0,3
2016	-1,5	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2017	-0,9	-1,3	0,1	0,2	0,1	1,1
2017 T1	-1,3	.	.	.	.	0,9
T2	-1,2	.	.	.	.	0,8
T3	-1,0	.	.	.	.	1,0
T4	-0,9	.	.	.	.	1,1

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

6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Recettes						Dépenses						
	Total	Recettes courantes				Recettes en capital	Total	Dépenses courantes				Dépenses en capital	
		Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales nettes	Rémunération des salariés			Consommation intermédiaire	Intérêts	Prestations sociales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,6	23,0	4,0
2015	46,3	45,7	12,6	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9
2016	46,1	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,6	44,0	10,0	5,2	2,1	22,8	3,5
2017	46,2	45,8	12,9	13,0	15,3	0,4	47,1	43,3	9,9	5,1	2,0	22,5	3,7
2017 T1	46,2	45,7	12,7	13,0	15,3	0,5	47,4	43,9	9,9	5,2	2,1	22,7	3,6
T2	46,2	45,8	12,7	13,0	15,3	0,4	47,4	43,8	9,9	5,1	2,1	22,7	3,6
T3	46,2	45,8	12,8	13,0	15,3	0,4	47,2	43,5	9,9	5,1	2,0	22,6	3,7
T4	46,2	45,8	12,9	13,0	15,3	0,4	47,1	43,3	9,9	5,1	2,0	22,5	3,7

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

6.3 Ratio dette publique/PIB

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

	Total	Instrument financier			Détenteur		Durée initiale		Durée résiduelle			Devises		
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents	Créanciers non-résidents	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2014	91,9	2,7	17,1	72,0	44,0	25,6	47,9	10,0	81,9	18,8	31,9	41,2	89,8	2,1
2015	89,9	2,8	16,2	71,0	44,1	27,1	45,8	9,3	80,6	17,6	31,2	41,1	87,9	2,0
2016	89,0	2,7	15,5	70,8	46,1	30,4	42,9	9,0	80,0	17,2	29,9	41,9	87,0	2,0
2017	86,7	2,6	14,3	69,8	46,7	31,8	40,1	8,3	78,5	16,0	28,8	41,9	84,9	1,8
2017 T1	89,2	2,6	15,2	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	89,1	2,7	14,9	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	88,1	2,8	14,7	70,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	86,7	2,6	14,3	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Évolutions budgétaires

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

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

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

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

6.5 Titres de créance des administrations publiques ¹⁾

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

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

Source : BCE.

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

6 Évolutions budgétaires

6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

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

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

Source: Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2018**

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne
Téléphone +49 69 1344 0
Site internet www.ecb.europa.eu

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

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

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 13 juin 2018.

ISSN 2363-3425 (PDF)
Numéro de catalogue UE QB-BP-18-004-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général