

## Bulletin économique

Numéro 5 / 2018

# Sommaire

<b>Évolutions économiques et monétaires récentes</b>	<b>2</b>
<b>Synthèse</b>	<b>2</b>
1    Environnement extérieur	5
2    Évolutions financières	10
3    Activité économique	13
4    Prix et coûts	18
5    Monnaie et crédit	21
<b>Encadrés</b>	<b>26</b>
1    Les déséquilibres en Chine : la croissance est-elle menacée par un retourment du marché de l'immobilier résidentiel ?	26
2    Évolutions conjoncturelles du compte des transactions courantes de la zone euro	31
3    La synchronisation de la croissance dans les pays de la zone euro	37
4    Le rôle des salaires dans le redressement de l'inflation	42
5    Évolutions de l'octroi de nouveaux prêts hypothécaires dans la zone euro	47
6    Recommandations par pays en matière de politiques économiques dans le cadre du Semestre européen 2018	51
<b>Articles</b>	<b>58</b>
1    L'évolution, au cours de la crise, des pratiques de la BCE en matière d'obligation de rendre compte	58
2    Mesurer la fragmentation sur le marché interbancaire de la zone euro pour les opérations en blanc au jour le jour : une approche par la transmission de la politique monétaire	85
3    La consommation privée et ses déterminants dans la phase d'expansion économique en cours	101
<b>Statistiques</b>	<b>S1</b>

# Évolutions économiques et monétaires récentes

## Synthèse

Les informations disponibles depuis la réunion du Conseil des gouverneurs du 14 juin indiquent la poursuite d'une croissance solide et généralisée de l'économie de la zone euro<sup>1</sup>. Les incertitudes liées aux facteurs mondiaux, notamment la menace protectionniste, demeurent fortes et le risque d'une élévation persistante de la volatilité des marchés financiers doit toujours être surveillé.

Toutefois, les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro peuvent encore être considérés comme globalement équilibrés. La vigueur sous-jacente de l'économie étaye la confiance du Conseil des gouverneurs dans la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers son objectif au cours de la période à venir, au-delà même de la réduction progressive des achats nets d'actifs. Néanmoins, un niveau significatif de relance monétaire reste nécessaire pour soutenir le maintien 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 le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif.

La dynamique de croissance de l'économie mondiale s'est maintenue à un rythme stable au deuxième trimestre 2018, mais les risques à la baisse liés aux droits de douane sont demeurés importants. En outre, les indicateurs du commerce mondial ont perdu de leur vigueur. Les conditions financières se sont légèrement durcies dans les économies de marché émergentes, mais demeurent globalement favorables dans les économies avancées.

Dans la zone euro, les rendements des obligations souveraines ont diminué depuis la réunion du 14 juin, en raison d'une moindre volatilité sur les marchés de la dette souveraine et de la baisse des taux sans risque. Les prix des actions ont subi une correction dans un contexte d'intensification des tensions commerciales. Sur les marchés des changes, l'euro s'est globalement apprécié en termes pondérés des échanges commerciaux.

Les derniers indicateurs économiques se sont stabilisés et continuent de faire état d'une croissance solide et généralisée, à un rythme cependant moins élevé qu'en 2017. Cette modération reflète un recul par rapport aux niveaux très élevés de

---

<sup>1</sup> En tenant compte des informations disponibles au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs du 26 juillet 2018.

croissance enregistrés en 2017 et résulte principalement d'une plus faible contribution des échanges commerciaux, très dynamiques jusqu'alors, accentuée par une hausse de l'incertitude et certains facteurs temporaires et d'offre, au niveau tant domestique que mondial. La consommation privée continue d'être 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 largement répartie de la demande mondiale devrait se poursuivre et favoriser les exportations de la zone euro.

La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est accélérée, s'établissant à 2,0 % en juin, contre 1,9 % en mai, essentiellement en raison de l'augmentation des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux annuels d'inflation devraient fluctuer autour de 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 d'origine interne sur les coûts s'accroissent et se généralisent dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et de tensions sur les marchés du travail. L'incertitude autour des perspectives d'inflation recule. Dans la période à venir, 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.

D'après l'analyse monétaire, la croissance de la monnaie au sens large s'est de nouveau accélérée en juin 2018, après s'être progressivement ralentie depuis le dernier pic enregistré en septembre 2017. Le redressement des prêts au secteur privé se poursuit, sous l'effet principalement des prêts aux sociétés non financières (SNF). L'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro au deuxième trimestre 2018 montre que la croissance des prêts reste soutenue par l'assouplissement des critères d'octroi du crédit et par la hausse de la demande pour l'ensemble des catégories de prêt. Selon les estimations, les émissions nettes de titres de créance par les SNF de la zone euro ont encore augmenté, tandis que les coûts de financement des SNF sont demeurés favorables.

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

En conséquence, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés et continue de prévoir qu'ils resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. En ce qui concerne

les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé que l'Eurosystème continuerait de procéder à des achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme – APP*) au rythme mensuel actuel de 30 milliards d'euros jusque fin septembre 2018. Le Conseil des gouverneurs prévoit que, après septembre, 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. De plus, le Conseil des gouverneurs entend procéder au 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 des 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.

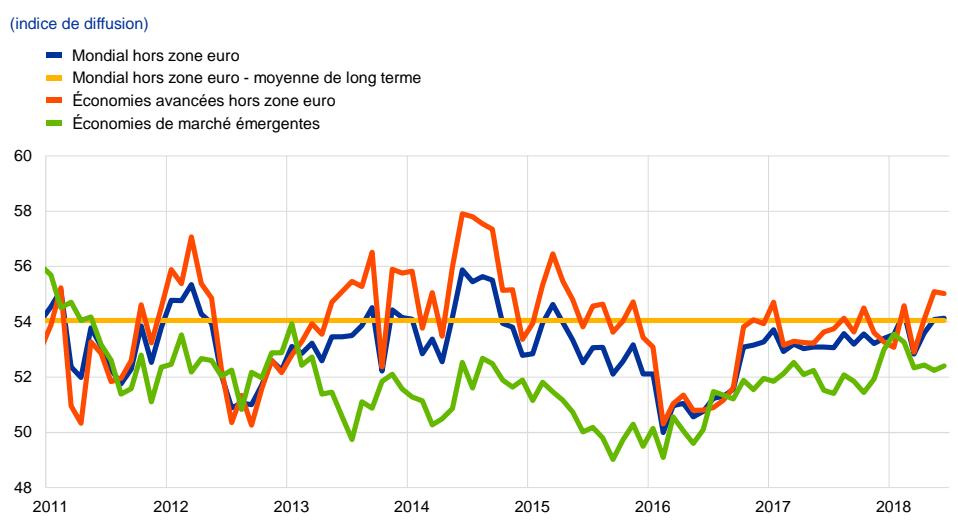
# 1

## Environnement extérieur

**Les indicateurs tirés d'enquêtes au niveau mondial continuent de signaler une dynamique de croissance stable pour le deuxième trimestre 2018.** L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale hors zone euro a encore légèrement augmenté en juin (cf. graphique 1), pour atteindre son plus haut niveau en quatre mois, la poursuite du redressement des services ayant largement compensé le recul modéré du secteur manufacturier. En rythme trimestriel, l'indice des directeurs d'achat s'est établi au deuxième trimestre 2018 à un niveau légèrement supérieur à la moyenne du trimestre précédent. En juin, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production a légèrement diminué aux États-Unis et ce, depuis mai, tandis qu'il s'est renforcé au Japon et au Royaume-Uni. S'agissant des économies de marché émergentes, en juin, il a augmenté en Chine et a considérablement rebondi en Inde, tandis que le taux d'expansion s'est ralenti en Russie et au Brésil.

**Graphique 1**

Indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale



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

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

**Dans le même temps, les risques à la baisse pesant sur l'économie mondiale se sont intensifiés, sur fond de mesures et de menaces des États-Unis relatives à des hausses des droits de douane et de possibles représailles de la part des pays concernés.** La première vague de droits de douane sur les importations chinoises est entrée en vigueur le 6 juillet et d'autres taxes américaines sont prévues. Les autorités chinoises ont dévoilé leur intention d'introduire des mesures de représailles. Simultanément, l'Union européenne et le Canada ont mis en œuvre des mesures contre les droits de douane précédemment imposés sur l'acier et l'aluminium. L'administration américaine a également ouvert une nouvelle enquête sur les importations de véhicules et de pièces détachées automobiles, qui, si elle devait entraîner des mesures protectionnistes, pourrait surtout affecter le Canada, le Japon, le Mexique et la Corée du Sud, ainsi que les principales

économies de l'Union européenne. La complexité des chaînes d'approvisionnement pourrait encore amplifier les effets défavorables du protectionnisme sur l'économie mondiale. Globalement, si toutes les menaces de mesures devaient être mises en œuvre, le taux moyen de droits de douane américain atteindrait un niveau inédit depuis cinquante ans. Cela constitue un risque sérieux pour les perspectives d'évolution du commerce et de l'activité au plan mondial à court et moyen terme.

**Les conditions financières mondiales demeurent globalement favorables mais se sont légèrement durcies pour les économies de marché émergentes.**

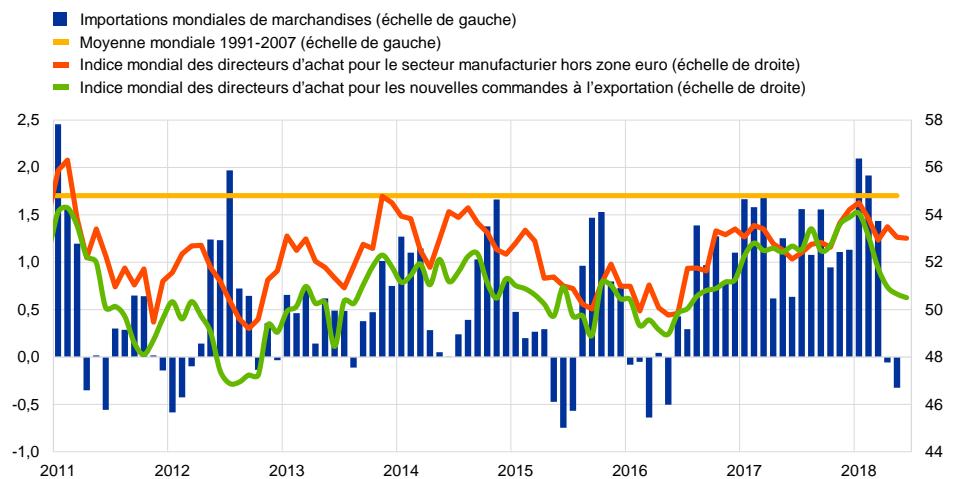
Globalement, la politique monétaire dans les économies avancées demeure accommodante. Aux États-Unis, le Comité fédéral de l'*open market* de la Réserve fédérale a accru ses taux directeurs en juin, conformément aux anticipations. Dans le contexte d'une accélération de l'inflation et d'un durcissement des conditions sur le marché du travail, les responsables du Système fédéral de réserve ont également révisé à la hausse la trajectoire du taux des fonds fédéraux, portant à quatre le nombre total de relèvements de ce taux en 2018, au lieu des trois précédemment attendus. Le regain de tensions mondiales et l'appréciation du dollar se sont traduits par un léger durcissement des conditions financières pour les économies de marché émergentes. En Chine, les prix des actions ont également reculé et le renminbi a été confronté à des tensions à la baisse. Dans l'ensemble, la volatilité s'est accrue sur les marchés boursiers mondiaux et les prix des actions des secteurs automobile et technologique ont subi des pressions à la baisse. Les taux directeurs sont restés stables au Royaume-Uni et la Banque du Japon maintient ses rendements à dix ans à un niveau proche de zéro, conformément à son programme de maîtrise de la courbe des rendements. Parmi les économies de marché émergentes, la Russie et le Brésil ont gardé leurs taux inchangés ces derniers mois, tandis que la Turquie et l'Argentine ont fortement relevé leurs taux en mai et en juin, sur fond de fortes tensions sur les marchés financiers. La Chine a continué de durcir les conditions financières intérieures afin de contenir les risques pesant sur le système financier.

**Les indicateurs relatifs au commerce mondial ont enregistré un ralentissement de la dynamique des échanges.** Les chiffres mensuels des échanges commerciaux se sont fortement ralentis, de façon généralisée à travers les pays. Les importations mondiales de marchandises se sont contractées en avril et mai 2018, inversant la forte croissance enregistrée au premier trimestre, et l'indice mondial des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes à l'exportation s'est inscrit en recul au cours de la période de cinq mois s'achevant en juin (cf. graphique 2). D'autres indicateurs des échanges commerciaux, comme les mesures liées aux chaînes de valeur mondiales, se sont également affaiblis. Globalement, ces indicateurs font état d'un ralentissement des échanges au deuxième trimestre 2018.

## Graphique 2

### Commerce mondial et enquêtes

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



Sources : Markit, Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB) et calculs de la BCE.  
Note : Les dernières observations se rapportent à mai 2018 pour les importations mondiales de marchandises, et à juin 2018 pour les indices des directeurs d'achat.

**L'inflation mondiale a augmenté en mai.** La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) a atteint 2,6 % en mai. Cette hausse résulte des prix de l'énergie, tandis que les prix des produits alimentaires ont légèrement baissé. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation annuelle a légèrement augmenté dans la zone OCDE, pour s'établir à 2 %. L'inflation devrait continuer de s'accentuer à court terme à la suite du redressement des prix du pétrole. À plus long terme, le recul progressif des capacités de production inutilisées devrait également soutenir l'inflation sous-jacente.

**Les prix du pétrole sont demeurés globalement stables dans un contexte plutôt volatil.** Les prix du *Brent* ont graduellement augmenté, passant d'environ 75 dollars le baril mi-juin à 78 dollars le 10 juillet, avant de retomber à 73 dollars le baril le 20 juillet. L'effet sur les prix du pétrole de l'annonce faite le 22 juin par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) de son intention d'accroître son offre a été relativement modéré jusqu'à présent. Tandis que les marchés avaient anticipé une hausse de la production d'un million de barils par jour, les contraintes de capacité dans de nombreux pays de l'OPEP suggèrent une augmentation de l'offre de pétrole plus réduite à court terme. De plus, en juillet, les prix du pétrole ont été soutenus par la forte demande de pétrole mondiale, les tensions géopolitiques en rapport avec l'Iran et les troubles politiques au Venezuela et en Libye. Plus récemment, ces prix se sont inscrits en légère baisse. Les prix des matières premières hors pétrole ont fléchi d'environ 8 % depuis mi-juin, les prix des produits alimentaires ayant baissé de 8 % et ceux des métaux de 9 %. Les prix des produits alimentaires ont reculé en raison d'une offre abondante liée aux conditions météorologiques favorables en Amérique du Nord et des craintes quant aux menaces protectionnistes croissantes qui affectent également les produits alimentaires de base, en particulier le soja. La baisse des prix des métaux s'explique

en partie par le fléchissement de la demande en Chine et les craintes d'une possible guerre commerciale.

**Aux États-Unis, les perspectives pour l'activité économique demeurent solides, mais les inquiétudes concernant les droits de douane se sont accentuées au sein des entreprises.** Le PIB en volume a augmenté de 2 % en rythme annualisé au premier trimestre 2018. Malgré le léger ralentissement de l'activité, les perspectives à court terme aux États-Unis demeurent robustes, soutenues par la solidité des fondamentaux ainsi que par d'importantes mesures d'expansion budgétaire procycliques. En particulier, la confiance des consommateurs atteint un point haut cyclique et les allègements fiscaux devraient continuer à soutenir la demande intérieure, même si le récent renchérissement du pétrole pourrait légèrement atténuer les effets positifs de l'expansion budgétaire. Dans le même temps, des données isolées provenant d'enquêtes régionales relatives à l'industrie manufacturière suggèrent que les entreprises américaines sont préoccupées par les répercussions d'une éventuelle nouvelle intensification des tensions commerciales, ce qui peut affecter leurs dépenses d'investissement. Le marché du travail a continué de générer des emplois à un rythme soutenu et les indicateurs font toujours état de tensions, tandis que la croissance des salaires reste modérée. La hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) a atteint son plus haut niveau depuis 2012, ressortant à 2,9 % en juin, mais à 2,3 % hors énergie et produits alimentaires.

**Au Japon, l'économie devrait se redresser après une légère contraction au premier trimestre 2018, mais les perspectives d'évolution sont entourées d'incertitudes croissantes.** Les indicateurs économiques suggèrent que la croissance positive de l'activité a repris au deuxième trimestre, après une contraction du PIB, la première en deux ans. Toutefois, les perspectives d'évolution sont entourées d'incertitudes croissantes. Les précipitations intenses observées dans l'ouest du Japon début juillet devraient peser sur l'activité économique, plusieurs grandes entreprises manufacturières ayant été contraintes de mettre leurs usines à l'arrêt en raison des dommages importants aux infrastructures de la région. De plus, une nouvelle intensification des tensions commerciales pourrait toucher fortement l'économie japonaise, en particulier si les droits de douane sont relevés sur les importations de véhicules et de pièces détachées automobiles, qui représentent environ un tiers des exportations du Japon vers les États-Unis. Un nouveau durcissement du marché du travail semble induire une transition vers des emplois plus sûrs, dans un contexte d'accélération progressive des salaires de base et d'inflation toujours atone. La hausse annuelle de l'IPC total est restée stable, à 0,7 % en juin, même si l'inflation sous-jacente est demeurée faible, l'IPC hors produits alimentaires et énergie ressortant à 0 %.

**Au Royaume-Uni, le ralentissement de la croissance du PIB au cours du premier trimestre 2018 est jugé temporaire.** La troisième publication relative à la croissance du PIB pour le premier trimestre fait état d'une révision à la hausse de 0,1 point de pourcentage, à 0,2 %, principalement due à la révision à la hausse de la composante exportations nettes, qui a également entraîné un nouveau resserrement du déficit commercial du Royaume-Uni. Le dernier indice des

directeurs d'achat et les derniers chiffres du PIB mensuels suggèrent un rebond du PIB du Royaume-Uni au deuxième trimestre, mais les indicateurs à court terme du secteur manufacturier axé sur les exportations dénotent une situation moins favorable. Ces évolutions sont en ligne avec un contexte d'incertitude accrue, notamment s'agissant de l'aboutissement des négociations en vue d'une sortie du pays de l'Union européenne en mars 2019. L'inflation s'est stabilisée, à 2,4 % en mai, sans changement par rapport à avril, les variations du taux de change ayant contribué à contrebalancer le récent renchérissement du pétrole.

**En Chine, la croissance du PIB s'est légèrement modérée au deuxième trimestre 2018, tandis que les marchés financiers ont enregistré des pressions à la baisse.** Au deuxième trimestre 2018, le PIB en volume a progressé de 6,7 % en termes annuels, en ligne avec les anticipations par les marchés d'un ralentissement de l'activité économique. La campagne de désendettement structurel en cours a jusqu'à présent été axée sur le secteur bancaire, mais elle commence à se diffuser à l'ensemble de l'économie et affecte les profils d'investissement. Les investissements en infrastructures, notamment, ont reculé avec le durcissement des canaux de financement, bien que les investissements dans le secteur manufacturier et dans l'immobilier aient rebondi (cf. l'encadré intitulé « Les déséquilibres en Chine : la croissance est-elle menacée par un retournement du marché de l'immobilier résidentiel ? » du présent *Bulletin économique*). Le marché boursier chinois et le marché des changes ont récemment été soumis à des pressions reflétant les craintes tant d'une intensification des tensions commerciales que d'un ralentissement de la croissance. Les tensions sur les prix se sont redressées en juin, la hausse annuelle de l'IPC total ressortant à 1,9 %

## 2

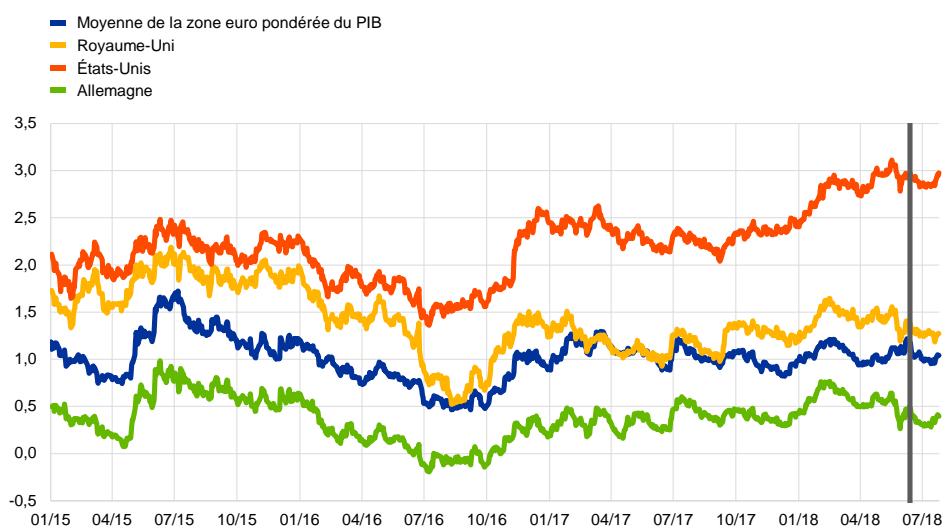
## Évolutions financières

**Les rendements des emprunts publics de la zone euro ont diminué depuis fin juin (cf. graphique 3).** Au cours de la période sous revue (du 14 juin au 25 juillet 2018), le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro a diminué de 7 points de base, à 1,04 %, sur fond d'atténuation des tensions sur les marchés de la dette souveraine et de baisse des taux sans risque. Les écarts de rendement des obligations souveraines italiennes, portugaises et françaises par rapport aux obligations allemandes à dix ans ont baissé. Les rendements des obligations souveraines à long terme sont revenus à 1,27 % au Royaume-Uni, tandis qu'ils ont légèrement augmenté aux États-Unis, à 2,98 %.

**Graphique 3**

Rendements des obligations souveraines à dix ans

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : Données quotidiennes. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (14 juin 2018). La dernière observation se rapporte au 25 juillet 2018.

**Les écarts de rendement des obligations émises par les sociétés non financières (SNF) de la zone euro ont peu varié au cours de la période sous revue.** Par rapport à fin juin, l'écart de rendement des obligations bien notées émises par les SNF par rapport au taux sans risque est demeuré inchangé à 57 points de base. Les écarts de rendement des obligations du secteur financier bénéficiant d'une notation élevée ont légèrement augmenté, de 4 points de base, pour s'établir autour de 84 points de base environ. Malgré des hausses de rendement au premier semestre 2018, les écarts de rendement des obligations d'entreprises demeurent très inférieurs (50-60 points de base) aux niveaux observés en mars 2016, avant l'annonce puis le lancement du programme d'achats de titres du secteur des entreprises.

**Les indices larges des cours boursiers dans la zone euro ont subi une correction dans un contexte d'intensification des tensions commerciales.** Les prix des actions des sociétés financières et des SNF de la zone euro ont diminué d'environ 2 % au cours de la période sous revue dans un contexte d'intensification

des tensions commerciales. Toutefois, les anticipations de robustesse des bénéfices des entreprises continuent de soutenir les cours boursiers dans la zone euro, reflétant l'amélioration généralisée de l'environnement macroéconomique de la zone. Aux États-Unis, les prix des actions des SNF et des sociétés financières ont également augmenté au cours de la période sous revue, de 1,9 % et 2,3 %, respectivement. Malgré les tensions commerciales, les anticipations des marchés concernant la volatilité future des cours boursiers sont restées relativement basses dans la zone euro et aux États-Unis, où elles demeurent à des niveaux comparativement faibles en rythme annualisé (13,5 % et 12,3 %, respectivement) au regard des évolutions passées.

**Le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) est demeuré à un niveau de – 36 points de base environ au cours de la période sous revue.**

L'excédent de liquidité a diminué de 70 milliards d'euros environ, s'établissant autour de 1 817 milliards, l'effet d'assèchement de liquidité exercé par la croissance du solde des facteurs autonomes et le règlement de remboursements volontaires de fonds empruntés dans le cadre de ces opérations de refinancement à plus long terme ayant contrebalancé, et au-delà, l'apport de liquidité par le biais des achats réalisés au titre du programme en cours d'achats d'actifs de l'Eurosystème<sup>2</sup>.

**La courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est déplacée vers le bas au cours de la période sous revue.** Les intervenants de marché ont révisé à la baisse leurs anticipations relatives aux taux d'intérêt pour les horizons plus longs. La courbe demeure inférieure à zéro pour les horizons antérieurs à octobre 2020, reflétant les anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux d'intérêt négatifs.

**Sur les marchés des changes, l'euro s'est globalement apprécié en termes pondérés des échanges commerciaux (cf. graphique 4).** Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est renforcé de 1,6 %. En termes bilatéraux, l'euro est demeuré globalement inchangé vis-à-vis du dollar, tandis qu'il s'est apprécié par rapport à l'ensemble des autres principales devises, y compris le renminbi chinois (de 5,4 %), la livre sterling (de 1,3 %) et le yen japonais (de 0,5 %) sur fond d'expansion économique en cours dans la zone euro. De même, l'euro s'est renforcé vis-à-vis des devises des autres États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, à l'exception du leu roumain, et par rapport aux devises des grandes économies émergentes.

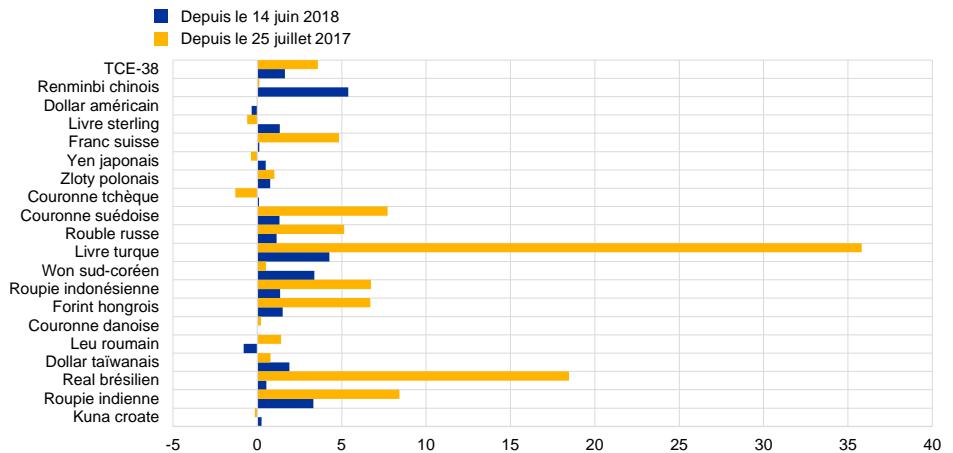
---

<sup>2</sup> En juin 2018, les banques ont effectué des remboursements volontaires à hauteur de 11 milliards d'euros environ pour la seconde série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II) et de 3,5 milliards d'euros environ pour la première série (TLTRO I).

## Graphique 4

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le TCE-38 est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 25 juillet 2018.

### 3

## Activité économique

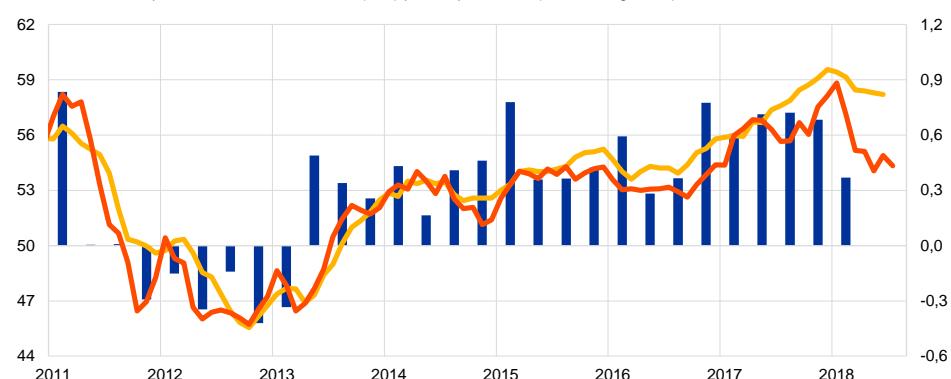
**Même si les nouvelles données font état d'un ralentissement après la très forte croissance observée en 2017, la dynamique de croissance solide et généralisée devrait se maintenir dans la zone euro.** Au premier trimestre 2018, le PIB en volume a augmenté de 0,4 % en rythme trimestriel, après une hausse de 0,7 % au cours des cinq trimestres précédents (cf. graphique 5). La demande intérieure et les variations de stocks ont apporté des contributions positives à la croissance du PIB au premier trimestre, tandis que les exportations nettes ont eu une légère incidence modératrice. Même si les indicateurs économiques ont fléchi au premier semestre de cette année, ils restent encore à des niveaux très élevés, notamment les résultats d'enquêtes. Globalement, cela va dans le sens d'une poursuite de la croissance robuste aux deuxièmes et troisièmes trimestres de cette année. Le récent renforcement de la croissance a coïncidé avec une réduction généralisée de sa dispersion entre les pays de la zone euro (cf. encadré 3).

### Graphique 5

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

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

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



Sources : Eurostat, Commission européenne, Markit et BCE.

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

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

L'emploi a encore augmenté, avec une hausse de 0,4 % en glissement trimestriel au premier trimestre 2018 et s'inscrit 1,9 % au-dessus du pic d'avant la crise enregistré au premier trimestre 2008. L'emploi continue d'augmenter dans la plupart des pays de la zone euro et cette hausse concerne 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 observée durant la période d'expansion économique s'est accompagnée d'un nombre moyen d'heures travaillées globalement inchangé, ce qui reflète principalement l'incidence de plusieurs facteurs structurels (par exemple, la part importante de travailleurs à temps partiel dans l'emploi total). Au premier

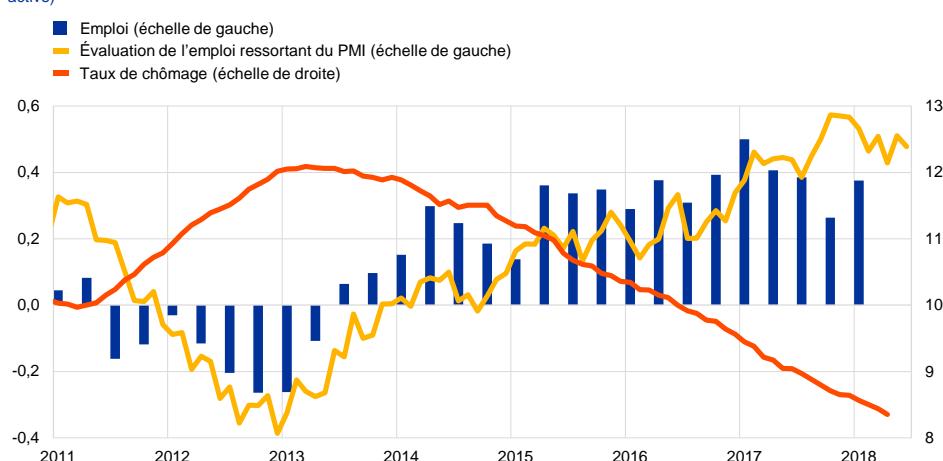
trimestre 2018, le nombre moyen d'heures travaillées a légèrement fléchi, reflétant probablement, au moins partiellement, l'incidence de certains facteurs temporaires, tels que les congés maladie et les grèves<sup>3</sup>.

**Pour l'avenir, les indicateurs à court terme font état d'un dynamisme persistant du marché du travail au cours des prochains trimestres.** Le taux de chômage global de la zone euro a encore diminué en mai, revenant à 8,4 % (cf. graphique 6), son niveau le plus bas depuis décembre 2008. Dans le même temps, la mesure large de la sous-utilisation de la main-d'œuvre a également continué de fléchir<sup>4</sup>. 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 aux deuxième et troisième trimestres 2018. Les signes de pénurie de main-d'œuvre se sont accentués dans certains pays et certains secteurs.

### Graphique 6

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

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



Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.

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

**La hausse des revenus des ménages a soutenu la croissance de la consommation privée.** Le taux de croissance annuel du revenu disponible réel des ménages est passé de 1,5 % au dernier trimestre 2017 à 1,8 % au premier trimestre 2018. La consommation privée a augmenté de 0,5 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2018, après une croissance plus faible au quatrième trimestre 2017. Ce résultat semble refléter une croissance soutenue de la consommation de services, tandis que la consommation de biens a augmenté à un rythme inférieur à celui du quatrième trimestre 2017. En rythme annuel, la consommation a augmenté de 1,5 % au premier trimestre 2018, ce qui représente une légère amélioration par rapport au rythme de 1,4 % enregistré au quatrième

<sup>3</sup> Cf. l'encadré intitulé « [Le récent ralentissement de la croissance de la production dans la zone euro reflète des facteurs à la fois cycliques et temporaires](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018.

<sup>4</sup> Cf. l'encadré intitulé « [Mesures de la sous-utilisation des capacités productives dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2018.

trimestre de l'année dernière. Le taux de variation annuel de l'épargne des ménages a augmenté entre le quatrième trimestre 2017 et le premier trimestre 2018.

Toutefois, le taux d'épargne (exprimé en moyenne mobile sur quatre trimestres) est resté globalement inchangé à 12,0 % au premier trimestre, ne dépassant que légèrement son point bas historique de 11,9 % observé au troisième trimestre 2017.

**Les créations d'emplois devraient continuer de soutenir la croissance robuste de la consommation privée.** Même si les données récentes relatives au commerce de détail et aux nouvelles immatriculations de voitures particulières font état d'une poursuite, à un rythme relativement plus lent cependant, de la croissance des dépenses de consommation au deuxième trimestre 2018, d'autres indicateurs vont dans le sens d'une robustesse persistante de la dynamique de la consommation.

Les derniers résultats d'enquêtes font état de nouvelles améliorations sur les marchés du travail, qui devraient continuer de soutenir le revenu global, et donc les dépenses de consommation. Une baisse du taux de chômage accroît non seulement le revenu de ceux qui trouvent un nouvel emploi, mais également le revenu futur attendu de ceux qui ont déjà un emploi et pour lesquels le risque de chômage diminue. De plus, le patrimoine net des ménages a continué d'augmenter à un rythme robuste au premier trimestre 2018, apportant ainsi un soutien supplémentaire à la consommation privée. Ensemble, ces facteurs expliquent pourquoi la confiance des consommateurs reste à des niveaux élevés, proches du pic historique de mai 2000. Pour un examen plus détaillé des évolutions récentes de la consommation, cf. l'article 3 du présent *Bulletin économique*.

**Même si la croissance de l'investissement s'est ralentie au premier trimestre 2018, les indicateurs à court terme continuent de faire état d'une croissance robuste.** La hausse trimestrielle de 0,3 % enregistrée par l'investissement au premier trimestre 2018 a résulté d'une augmentation de 1,3 % de l'investissement dans la construction, tandis que l'investissement hors construction a diminué de 0,5 %. Le recul de l'investissement hors construction a reflété principalement la baisse des investissements dans les machines et le matériel de transport. En ce qui concerne le deuxième trimestre 2018, les indicateurs à court terme font état d'une poursuite de la croissance, en dépit d'un léger ralentissement. Par exemple, les données mensuelles relatives à la production de biens d'équipement sont ressorties en moyenne, en avril et mai, 1,0 % au-dessus du niveau moyen du premier trimestre 2018 où elles avaient diminué de 2,1 % en rythme trimestriel. De plus, les conditions prévalant dans le secteur des biens d'équipement, telles que la stabilisation de l'utilisation des capacités de production et la stabilité des commandes, ainsi que la confiance et la demande, en recul mais toujours soutenues, indiquent une poursuite de la croissance pour l'ensemble de l'investissement hors construction. S'agissant de l'investissement dans la construction, les données mensuelles disponibles jusqu'en mai relatives à la production dans ce secteur vont dans le sens d'une poursuite, à un rythme moins élevé cependant, de la croissance au deuxième trimestre 2018. Dans l'ensemble, les données d'enquêtes pour le secteur de la construction confirment ce scénario.

**La croissance de l'investissement devrait rester robuste.** L'investissement continue d'être soutenu par des anticipations de bénéfices favorables, par la vigueur

de la demande tant intérieure qu'extérieure, et par des conditions de financement accommodantes. Les comptes sectoriels de la zone euro pour le premier trimestre 2018 montrent que les taux de marge des entreprises (mesurés par l'excédent net d'exploitation rapporté à la valeur ajoutée) restent proches de leur niveau le plus élevé depuis début 2009. De plus, en dépit d'un léger fléchissement, les anticipations de bénéfices pour les entreprises cotées de la zone euro continuent de soutenir l'investissement. Dans le même temps, les incertitudes relatives à l'application de relèvements des droits de douane pourraient être déjà préjudiciables aux décisions d'investissement. S'agissant de l'investissement dans la construction, les indicateurs les plus récents font état d'un ralentissement de la dynamique, toujours positive toutefois, de l'investissement dans la construction et l'immobilier résidentiel. La hausse du revenu disponible des ménages et les conditions de crédit très favorables devraient continuer de soutenir la demande dans le secteur de la construction.

**La croissance des échanges commerciaux de la zone euro est restée modérée au début du deuxième trimestre 2018.** Les exportations nominales de biens de la zone euro en avril et mai confirment la faible croissance observée au premier trimestre, avec un recul de 0,6 % en rythme mensuel en mai. Les exportations de biens hors zone euro ont diminué vers la presque totalité des destinations ; cette évolution a été observée plus particulièrement pour les exportations vers le Royaume-Uni. Les importations nominales de la zone euro ont augmenté de 1,5 %, en rythme mensuel, en avril et ont été stables en mai. Les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux nouvelles commandes adressées au secteur manufacturier, tant au niveau mondial que dans la zone euro, sont restés globalement stables en juin et vont dans le sens d'une poursuite du ralentissement des exportations de la zone euro au trimestre prochain, tandis que les données solides telles que les nouvelles commandes adressées au secteur manufacturier hors zone euro ont montré des signes d'amélioration en avril et en mai.

**Dans l'ensemble, les derniers indicateurs économiques vont dans le sens d'une poursuite de la croissance robuste.** La production industrielle (hors construction) a enregistré une hausse relativement forte en mai. Malgré cela, en avril et en mai, la production s'est établie, en moyenne, 0,2 % au-dessous de son niveau du premier trimestre 2018, où elle avait reculé de 0,6 % en rythme trimestriel. Des données d'enquêtes plus récentes vont dans le sens d'une poursuite de la croissance robuste, mais à un rythme moins soutenu qu'en 2017. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production s'est établi en moyenne à 54,7 au deuxième trimestre 2018, contre 57,0 au premier trimestre, puis a légèrement fléchi en juillet 2018, à 54,3. Dans le même temps, l'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne est revenu à 112,5 au deuxième trimestre après 114,0 au premier trimestre (cf. graphique 5). L'ESI et le PMI restent bien supérieurs à leurs moyennes de long terme respectives.

**Cette modération reflète un recul par rapport aux niveaux élevés de croissance enregistrés en 2017 et résulte principalement d'un ralentissement des échanges commerciaux, accentué par une hausse de l'incertitude et certains facteurs temporaires et d'offre, au niveau tant domestique que mondial.**

Dans l'ensemble, la croissance devrait toutefois rester solide et généralisée. Les mesures de politique monétaire de la BCE, qui ont facilité le processus de désendettement, devraient continuer de soutenir la demande intérieure. La consommation privée est confortée par la poursuite des créations d'emplois (qui, pour leur part, reflètent partiellement les réformes passées des marchés du travail), ainsi que par l'augmentation de la richesse des ménages. L'investissement des entreprises continue de se renforcer sous l'effet des conditions de financement très favorables, de la hausse de leur rentabilité et d'une forte demande. L'investissement dans l'immobilier résidentiel continue de s'améliorer. De plus, la croissance mondiale généralisée, qui devrait se poursuivre, favorise les exportations de la zone euro. Les résultats de la dernière [enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels](#), menée début juillet, montrent que les prévisions de croissance du PIB dans le secteur privé ont été révisées à la baisse pour 2018 et 2019 par rapport à la campagne d'enquête précédente réalisée début avril. La prévision pour 2020 reste inchangée.

**Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro peuvent encore être considérés comme globalement équilibrés.** Les incertitudes liées à des facteurs mondiaux, notamment la menace du protectionnisme, demeurent importantes. Par ailleurs, le risque d'une élévation persistante de la volatilité des marchés financiers doit toujours être surveillé.

## 4

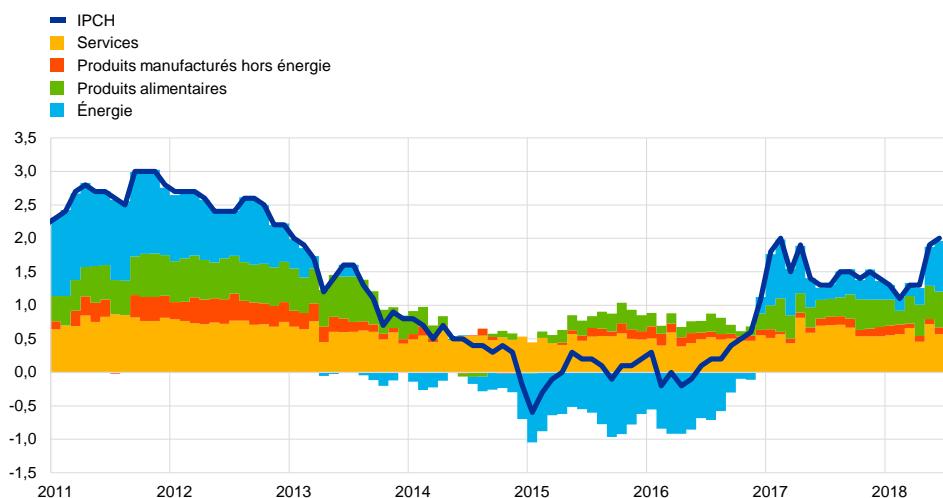
## Prix et coûts

**La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro a atteint 2,0 % en juin contre 1,9 % en mai (cf. graphique 7).** Cette évolution traduit les contributions plus élevées des prix de l'énergie, des produits alimentaires et des produits manufacturés hors énergie, qui ont compensé une contribution plus faible des prix des services.

**Graphique 7**

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

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à juin 2018.

**Les mesures de l'inflation sous-jacente sont généralement restées modérées, mais se situent au-dessus des points bas antérieurs.** Hors énergie et produits alimentaires, la hausse de l'IPCH est revenue à 0,9 % en juin, contre 1,1 % en mai. Ce résultat s'explique en partie par les effets décalés du calendrier de Pâques, qui contribuent de manière significative au comportement volatile de cette mesure de l'inflation depuis mars. Les mesures de l'inflation sous-jacente qui sont plus robustes à ces effets de calendrier sont demeurées globalement stables au cours des derniers mois. Par exemple, la hausse de l'IPCH excluant l'énergie, les produits alimentaires et les postes volatils liés au voyage et à l'habillement est restée stable entre mars et mai (1,0 %) et seulement en légère baisse en juin (0,9 %).

**Les tensions sur les prix pour la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH sont restées robustes, avec des signes plus visibles de tensions à la hausse en amont de la chaîne des prix.** La croissance des prix à la production des biens de consommation non alimentaires est restée stable à 0,5 % en mai, sans changement depuis février 2018. Cette résistance aux tensions à la baisse provenant de la forte appréciation de l'euro en 2017 reflète peut-être l'effet compensateur du renforcement des tensions domestiques sur les coûts, ainsi que la plus forte capacité de fixation des prix. Les premiers signes d'une accentuation des tensions à la hausse se sont également manifestés en amont de la chaîne des prix ; par exemple, la croissance des prix à l'importation pour les biens intermédiaires est ressortie à 0,9 % en mai, après – 0,8 % en avril. En outre, la croissance de l'indice

mondial des prix à la production hors énergie s'est accélérée par rapport à sa moyenne historique au cours des derniers mois. Au niveau des consommateurs, la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie, mesurée par l'IPCH, a atteint 0,4 % en juin, après 0,3 % en mai et en avril.

**Les données récentes relatives à la croissance des salaires indiquent la poursuite du redressement par rapport au point bas du deuxième trimestre 2016.** La hausse de la rémunération par tête s'est accentuée, passant de 1,8 % au quatrième trimestre 2017 à 2,0 %<sup>5</sup> au premier trimestre 2018, confirmant la tendance récente à la hausse. La croissance des salaires négociés a augmenté, passant de 1,5 % au quatrième trimestre 2017 à 1,8 % au premier trimestre 2018 et a remplacé la dérive salariale<sup>6</sup> comme principal facteur du redressement de la croissance des salaires effectifs. À terme, les récents accords salariaux et la généralisation de la croissance des salaires dans les secteurs confortent l'anticipation d'un nouveau redressement de la hausse des salaires. Dans l'ensemble, les évolutions récentes de la croissance des salaires sont conformes à l'amélioration de la situation sur le marché du travail, car d'autres facteurs qui ont freiné la croissance des salaires (notamment le bas niveau de l'inflation durant la période antérieure et l'incidence que continuent d'exercer les réformes du marché du travail mises en œuvre dans certains pays durant la crise) commencent à s'estomper. L'accélération de la croissance des salaires devrait également entraîner des tensions à la hausse sur les prix (cf. l'encadré intitulé « [Le rôle des salaires dans le redressement de l'inflation](#) » dans le présent *Bulletin économique*).

**Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché comme celles tirées d'enquêtes sont demeurées globalement stables (cf. graphique 8).** Le 25 juillet, le taux des swaps indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans ressortait à 1,72 %. Le profil anticipé des mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché continue de dénoter un retour progressif à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Ces mesures extraites des instruments de marché continuent d'indiquer que le risque de déflation reste bien maîtrisé. Les résultats de l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le troisième trimestre 2018 indiquent des anticipations d'inflation moyennes de 1,7 % pour 2018, 2019 et 2020. Par rapport à la précédente enquête, il s'agit de révisions à la hausse pour 2018 et pour 2019, imputables aux évolutions des prix du pétrole. D'après l'EPP, les anticipations d'inflation à plus long terme pour la zone euro sont restées stables, à 1,9 %.

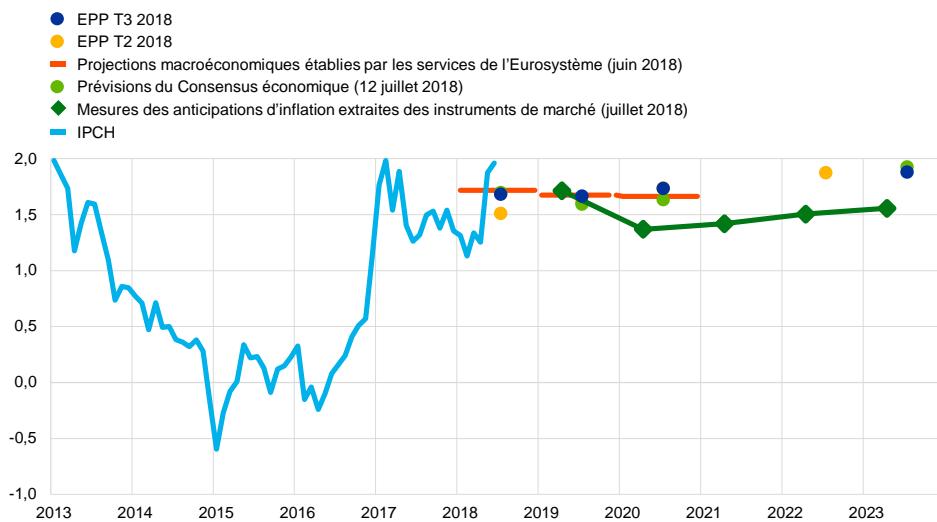
<sup>5</sup> Les données ont été révisées à la hausse à partir de 1,9 %.

<sup>6</sup> La dérive salariale mesure la différence entre la croissance des salaires effectivement perçus par les travailleurs et celle des salaires négociés.

## Graphique 8

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

(variations annuelles en pourcentage)



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

Notes : Pour le deuxième trimestre 2018, l'EPP a été réalisée entre le 4 et le 10 avril 2018. Pour le troisième trimestre 2018, l'EPP a été réalisée entre le 2 et le 6 juillet 2018. La courbe établie à partir des données de marché se base sur le taux d'inflation au comptant à un an et sur les taux anticipés à un an dans 1 an, dans 2 ans, dans 3 ans et dans 4 ans. Pour l'inflation extraite des instruments de marché, les dernières observations se rapportent au 25 juillet 2018. Dans l'EPP pour le deuxième trimestre 2018, l'anticipation à plus long terme se rapportait à 2022, tandis que dans l'EPP pour le troisième trimestre 2018, elle se rapportait à 2023.

**Au premier trimestre 2018, les prix de l'immobilier résidentiel ont continué de s'accélérer dans la zone euro.** Selon l'indicateur des prix de l'immobilier résidentiel établi par la BCE, les prix des maisons et des appartements dans la zone euro ont augmenté de 4,1 %, en rythme annuel, au premier trimestre 2018, après 3,9 % au trimestre précédent, confirmant un nouveau renforcement et une généralisation du cycle des prix des logements.

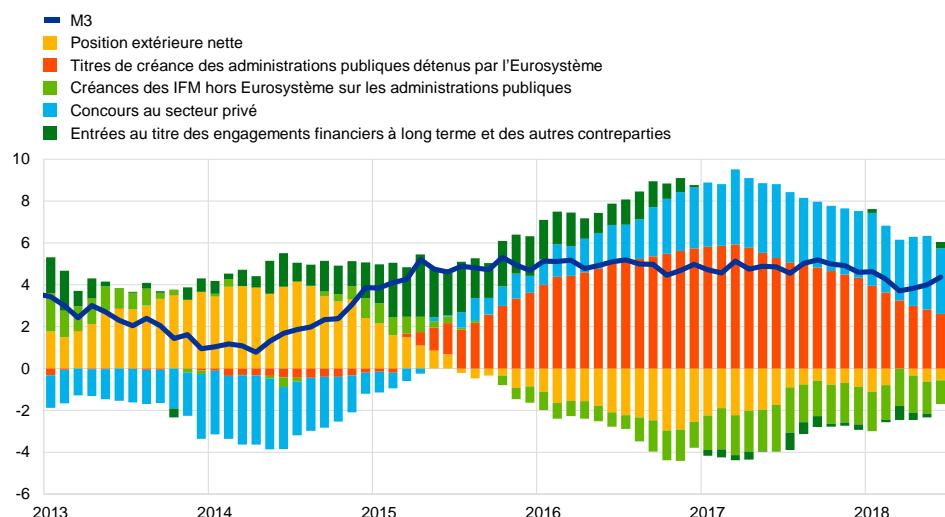
## 5

## Monnaie et crédit

**La croissance de la monnaie au sens large s'est accentuée en juin.** Le taux de croissance annuel de M3 est passé de 4,0 % en mai à 4,4 % en juin, après s'être ralenti progressivement entre son dernier point haut (5,2 %) en septembre 2017 et mars 2018 (3,7 %) (cf. graphique 9). L'impact des mesures de politique monétaire de la BCE, la croissance économique solide et le faible coût d'opportunité de la détention des dépôts les plus liquides ont continué de soutenir la croissance. Ainsi, M1 est demeuré le principal moteur de l'expansion de M3, avec un taux de croissance annuel de 7,4 % en juin, après une hausse significative de 0,5 point de pourcentage, à 7,5 %, en mai.

### Graphique 9 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 institutions financières monétaires (IFM) au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres émis par le secteur privé non-IFM de la zone euro. Par conséquent, ils comprennent les titres de créance détenus par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises. La dernière observation se rapporte à juin 2018.

**La création de monnaie au sens large dans la zone euro revêt progressivement un caractère plus auto-entretenu.** Du point de vue des contreparties, si les achats de titres du secteur public réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public ont continué d'apporter la principale contribution à la croissance annuelle de M3, cette contribution a néanmoins diminué (cf. la partie rouge des barres du graphique 9). Cette évolution reflète la réduction en janvier 2018 de 60 milliards à 30 milliards d'euros des achats nets d'actifs de l'Eurosystème dans le cadre de son programme d'achats d'actifs. La moindre contribution des achats d'actifs de l'Eurosystème à la croissance de M3 a été contrebalancée par une hausse modérée de la contribution des concours au secteur privé depuis fin 2017 (cf. la partie bleue des barres du graphique 9). Cette contrepartie inclut à la fois les prêts des institutions financières monétaires (IFM) au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres émis par le secteur privé non-IFM de la zone euro. Par conséquent, cela couvre également les achats de titres de

créance émis par les non-IFM réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises. En revanche, les cessions d'emprunts publics par les IFM de la zone euro hors Eurosystème ont atténué la croissance de M3 (cf. la partie vert clair des barres du graphique 9). Enfin, la contribution annuelle du secteur extérieur est demeurée légèrement négative en dépit d'une entrée mensuelle en juin, qui a probablement reflété les achats nets d'emprunts publics de la zone euro par les non-résidents (cf. la partie jaune des barres du graphique 9).

**Le redressement de la croissance des prêts se poursuit.** Le rythme annuel de croissance des prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle) est ressorti à 3,5 % en juin, après 3,3 % en mai (cf. graphique 10). Cette évolution résulte des prêts consentis aux sociétés non financières (SNF), dont le taux de croissance annuel a atteint 4,1 %, après 3,7 % en mai. Dans le même temps, le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est demeuré stable, à 2,9 %, sans changement depuis décembre 2017. Plus spécifiquement, le taux de croissance annuel des prêts au logement consentis aux ménages est resté modéré d'un point de vue historique. Si la croissance de ces prêts, généralement exprimée en termes nets, a été atténuée par les remboursements de prêts résultant de la période de forte expansion des marchés de l'immobilier avant la crise financière, l'émission de prêts nouveaux est plus élevée (cf. l'encadré intitulé « [Évolutions de l'octroi de nouveaux prêts hypothécaires dans la zone euro](#) » du présent *Bulletin économique*).

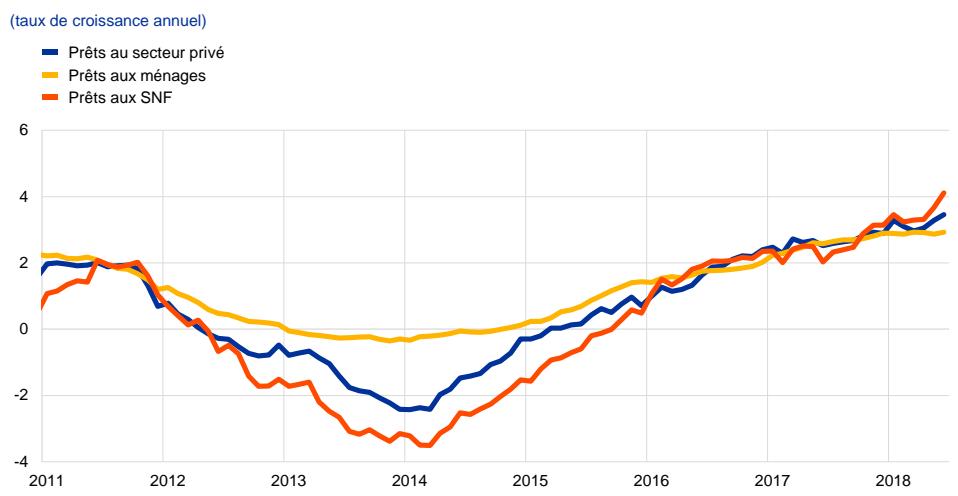
Le redressement de la croissance des prêts a été favorisé par la forte baisse des taux débiteurs des banques dans l'ensemble de la zone euro depuis mi-2014 (notamment en raison des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE) et par l'amélioration générale de l'offre et de la demande de prêts bancaires. De plus, les banques ont réalisé des progrès en matière d'assainissement de leurs bilans, même si le niveau des prêts non performants (*non-performing loans* – NPL) demeure élevé dans certains pays et pourrait peser sur l'intermédiation financière<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Cf. également la section 3 de la revue de stabilité financière (« [Financial Stability Review](#) »), BCE, mai 2018.

## Graphique 10

### Prêts au secteur privé



Source : BCE.

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

**Selon l'enquête de juillet 2018 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, la hausse des prêts a continué d'être soutenue par l'assouplissement des critères d'octroi et par l'augmentation de la demande dans toutes les catégories de prêts au deuxième trimestre 2018.** D'après les banques déclarantes, les pressions concurrentielles et la perception d'une réduction des risques liée à la poursuite d'une croissance économique solide ainsi que l'amélioration de la solvabilité des emprunteurs ont été d'importants facteurs contribuant à l'assouplissement net des critères d'octroi. Les banques ont également fait état d'une demande nette en hausse sur l'ensemble des catégories de prêts. La faiblesse générale des taux d'intérêt, les stocks et le fonds de roulement, l'activité de fusion-acquisition, les perspectives favorables sur le marché de l'immobilier résidentiel et la confiance des consommateurs ont été d'importants moteurs de la demande de prêts. D'après les réponses à une nouvelle question sur l'impact des ratios de NPL des banques sur leurs politiques en matière de prêt, les banques de la zone euro ont indiqué que les NPL avaient contribué à un durcissement de leurs critères d'octroi et de leurs modalités et conditions pour toutes les catégories de prêts au cours des six derniers mois. Toutefois, l'effet de durcissement a globalement diminué par rapport à celui constaté entre 2014 et 2017 – conformément aux évolutions des NPL effectifs – et devrait encore diminuer au cours des six prochains mois. Au cours des six derniers mois, les ratios de NPL des banques ont affecté les politiques en matière de prêt principalement à travers leur impact sur les perceptions du risque, sur la tolérance au risque et sur le coût de nettoyage du bilan.

**Les taux d'intérêt sur les prêts bancaires accordés aux SNF ont enregistré un nouveau point bas historique.** En mai 2018, le taux débiteur composite sur les prêts aux SNF a atteint un nouveau point bas historique de 1,62 %. Au cours du même mois, le taux d'intérêt composite sur les prêts au logement est demeuré stable à 1,83 %, légèrement au-dessus du point bas historique de 1,78 % enregistré

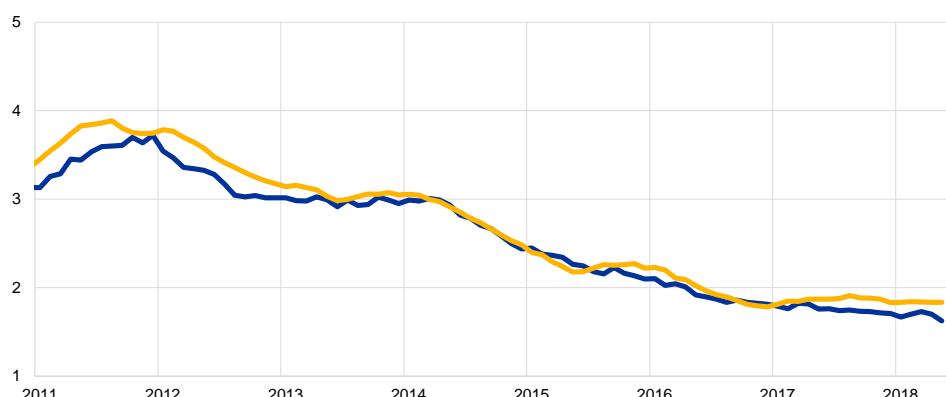
en décembre 2016 (cf. graphique 11). Les taux d'intérêt composites sur les prêts consentis aux SNF et aux ménages ont enregistré un recul significatif et plus marqué que les taux de référence du marché depuis l'annonce par la BCE des mesures d'assouplissement du crédit en juin 2014. La réduction des taux sur les prêts consentis aux SNF, ainsi que sur les prêts aux petites entreprises (en supposant que les prêts de très faible montant, inférieur ou égal à 250 000 euros, sont principalement accordés aux petites entreprises), a été particulièrement significative dans les pays de la zone euro qui ont été les plus exposés à la crise financière. Cela indique une transmission plus uniforme de la politique monétaire aux taux débiteurs bancaires dans l'ensemble des pays de la zone euro et des entreprises quelle que soit leur taille.

### Graphique 11

#### Taux débiteurs bancaires composites appliqués aux SNF et aux ménages

(en pourcentage annuel)

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



Source : BCE.

Notes : Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agrégant les taux à court terme et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. La dernière observation se rapporte à mai 2018.

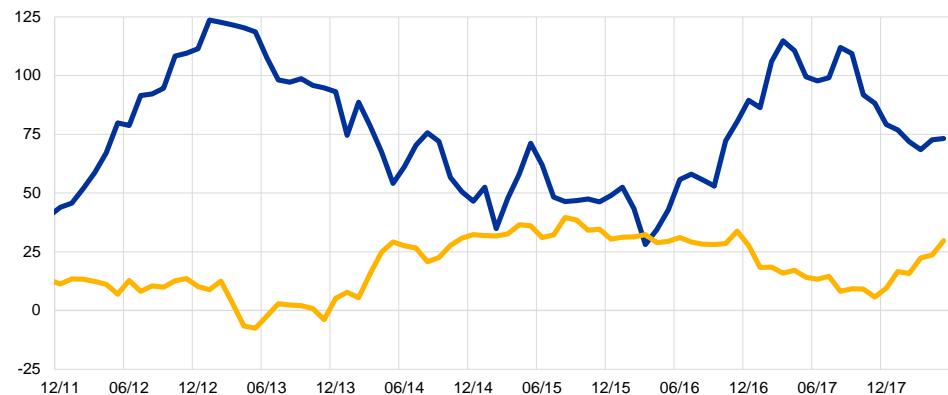
**Selon les estimations, les émissions nettes de titres de créance par les SNF de la zone euro ont encore augmenté au deuxième trimestre 2018.** Les dernières données indiquent que, en termes nets, le flux total de titres de créance émis par les SNF en avril et en mai 2018 est demeuré élevé et conforme aux niveaux mensuels enregistrés, en moyenne, au premier trimestre de l'année (cf. graphique 12). Les données de marché indiquent un nouveau renforcement des émissions de titres de créance en juin 2018. En avril et en mai, les émissions nettes d'actions cotées par les SNF ont été positives et aussi élevées que le flux total d'actions cotées au premier trimestre 2018.

## Graphique 12

### Émissions nettes de titres de créance et d'actions cotées par les SNF de la zone euro

(flux annuels en milliards d'euros)

- Titres de créance
- Actions cotées



Source : BCE.

Notes : Chiffres mensuels fondés sur une période glissante de 12 mois. La dernière observation se rapporte à mai 2018.

**D'après les estimations, les coûts de financement des SNF de la zone euro ont légèrement diminué au deuxième trimestre 2018.** Selon les estimations, le coût nominal total du financement externe des SNF, qui comprend le crédit bancaire, l'émission de dette sur le marché et le financement par émission d'actions, a légèrement diminué, ressortant à 4,5 % à la fin du deuxième trimestre 2018, et poursuivi sur cette tendance en juillet. Le coût du financement s'établit ainsi à quelque 46 points de base au-dessus du point bas historique de juillet 2016, mais il reste sensiblement inférieur au niveau observé à l'été 2014. Au deuxième trimestre 2018, les composantes du coût de financement ont reflété une légère baisse du coût des fonds propres et un coût de l'endettement globalement stable, exprimé comme la moyenne pondérée du coût des crédits bancaires et du coût de l'endettement de marché. Plus récemment, la légère baisse estimée du coût du financement en juillet 2018 est considérée comme le reflet d'une modération à la fois du coût des fonds propres et – dans une moindre mesure – du coût de l'endettement de marché.

# Encadrés

## 1 Les déséquilibres en Chine : la croissance est-elle menacée par un retournement du marché de l'immobilier résidentiel ?

Thomas Nielsen

**L'économie chinoise a récemment joué un rôle essentiel dans la reprise économique mondiale.** Avec des taux de croissance de plus de 6,5 % sur les cinq dernières années, la Chine a contribué en moyenne pour un tiers à la croissance mondiale totale. Elle est également devenue l'un des principaux partenaires commerciaux de la zone euro, avec une part de presque 7 % du total des exportations hors zone. L'économie mondiale a tiré profit de la robustesse et de l'importance croissante de l'économie de la Chine ; mais elle subirait également d'importantes répercussions d'un ralentissement économique du pays. De fait, les déséquilibres observés en Chine ont été identifiés comme étant l'un des principaux risques à la baisse externe pesant sur la zone euro et l'économie mondiale<sup>8</sup>. Le marché de l'immobilier résidentiel pourrait être un catalyseur de la matérialisation de ce risque.

**Un retournement brutal du marché de l'immobilier résidentiel chinois après une longue période d'expansion pourrait exercer un effet fortement négatif sur l'économie : le secteur de l'immobilier et de la construction représente environ 15 % du PIB de la Chine.** Le secteur de l'immobilier a été un facteur clé de la robustesse de la croissance économique chinoise en 2017. Dans ce contexte, cet encadré décrit les évolutions récentes du marché de l'immobilier résidentiel chinois et présente une estimation de l'incidence qu'un choc affectant ce marché pourrait avoir sur l'économie chinoise.

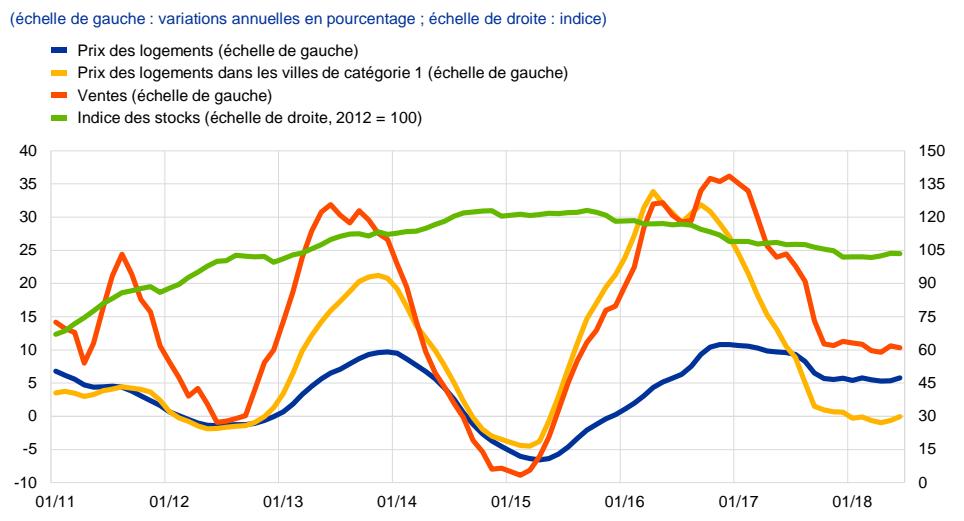
**Après une période d'expansion sans précédent de deux années, le marché de l'immobilier résidentiel chinois s'est tempéré.** Globalement, de fin 2016 à fin 2017, les prix ont augmenté de 10 % en termes annuels, certains marchés de haut-de-gamme atteignant même des taux de croissance annuels de plus de 30 %. Ce cycle expansionniste a contribué à la vigueur de la demande intérieure et à un solide redressement des prix à la production et des cours des matières premières. La croissance moyenne des prix des logements est ensuite revenue à 5 % environ en rythme annuel jusqu'en juin 2018, tandis que les ventes de logements, qui s'inscrivaient également en hausse rapide depuis mi-2015, se sont également ralenties par rapport aux points hauts qu'elles avaient atteints. Toutefois, le niveau des stocks est plus bas que lors des précédents épisodes de forte correction des prix des logements, ce qui suggère un besoin moins urgent d'absorber l'excès d'offre par le biais de réductions de prix. Par conséquent, le ralentissement des prix et des

<sup>8</sup> Cf. l'article intitulé « *Croissance et rééquilibrage économiques en Chine et implications pour l'économie mondiale et les économies de la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2017.

ventes a jusqu'à présent été légèrement moins prononcé que lors des précédents épisodes de retournement (cf. graphique A), reflétant peut-être également une approche plus nuancée en termes de politique intérieure.

### Graphique A

#### Prix des logements, ventes et stocks de logements en Chine



Sources : CEIC, Wind et calculs de la BCE.

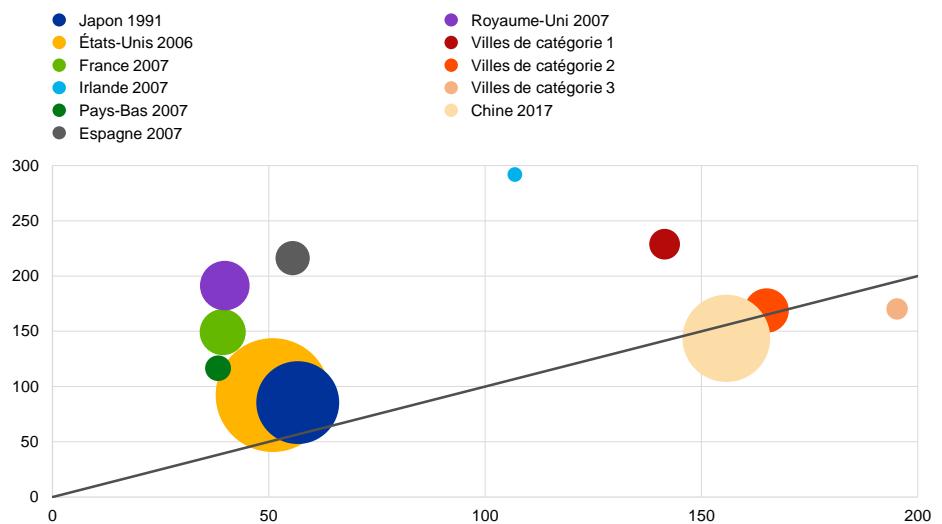
Notes : Les stocks sont calculés en soustrayant des mises en chantier les ventes de logements. Les villes de catégorie 1 recouvrent les principales villes chinoises, à savoir Pékin, Canton, Shanghai et Shenzhen. Les dernières observations se rapportent à juin 2018.

**Si les prix de l'immobilier résidentiel ont globalement augmenté en Chine, en ligne avec la croissance du revenu, on observe un découplage des marchés du logement des principales villes chinoises, qui ont affiché des signes de valorisation anormalement forte.** Dans les villes chinoises dites de catégorie 1, à savoir Pékin, Canton, Shanghai et Shenzhen, la croissance des prix des logements a nettement dépassé celle du revenu au cours des dix dernières années. En conséquence, le renchérissement de l'immobilier résidentiel par rapport au revenu dans ces villes est comparable à celui observé au Japon au début des années 1990, et aux États-Unis et dans l'Union européenne avant la crise financière mondiale, et qui s'est finalement révélé insoutenable (cf. graphique B). D'une part, les achats de logements dans les villes de catégorie 1 sont souvent vus comme un investissement financier peu risqué, mais la divergence entre la croissance des prix des logements et celle du revenu est une indication que les prix se sont découplés des fondamentaux. D'autre part, les prix des logements dans les villes de catégorie 1, qui sont les centres manufacturiers, financiers et politiques de la Chine, peuvent avoir été biaisés à la hausse parce que la demande d'acheteurs (à revenu élevé) en provenance de toute la Chine vient s'ajouter à la demande locale.

## Graphique B

### Croissance des prix des logements par rapport à la croissance du revenu dans les villes chinoises de catégorie 1

(variation en pourcentage, dix ans avant le pic ou dernier point de données ; axe des abscisses : variation du revenu ; axe des ordonnées : variation des prix des logements)



Sources : CEIC, Haver Analytics et calculs de la BCE.

Notes : Les ratios sont calculés pour une période de dix ans avant l'année indiquée. La taille des bulles dépend de la part respective de chaque pays ou catégorie de ville dans le PIB mondial à la fin de la période de dix ans. Les villes de catégorie 1 recouvrent les principales villes chinoises, à savoir Pékin, Canton, Shanghai et Shenzhen. Les villes de catégorie 2 et 3 sont des villes chinoises de province, plus petites.

**Certains compartiments du secteur de l'immobilier pourraient être à l'origine d'un durcissement des conditions financières.** Les fortes hausses des prix des logements enregistrées ces dernières années ont été associées à d'importants emprunts immobiliers, y compris à l'étranger. À court terme, les promoteurs immobiliers sont confrontés à d'importants besoins de refinancement. La dette des ménages chinois a augmenté pour s'établir à 48 % du PIB, soit un niveau comparable à celui des pays à revenu élevé, ce qui les rend vulnérables à la hausse des taux d'intérêt. Dans la mesure où les autorités chinoises ont pour objectif de désendetter l'économie, les emprunteurs très endettés pourraient être confrontés à des pressions sur leurs bilans liées au durcissement des conditions financières. De plus, un ralentissement prononcé du secteur de l'immobilier résidentiel pèserait sur les budgets des administrations locales, les ventes de terrains constituant pour elles une source importante de financement.

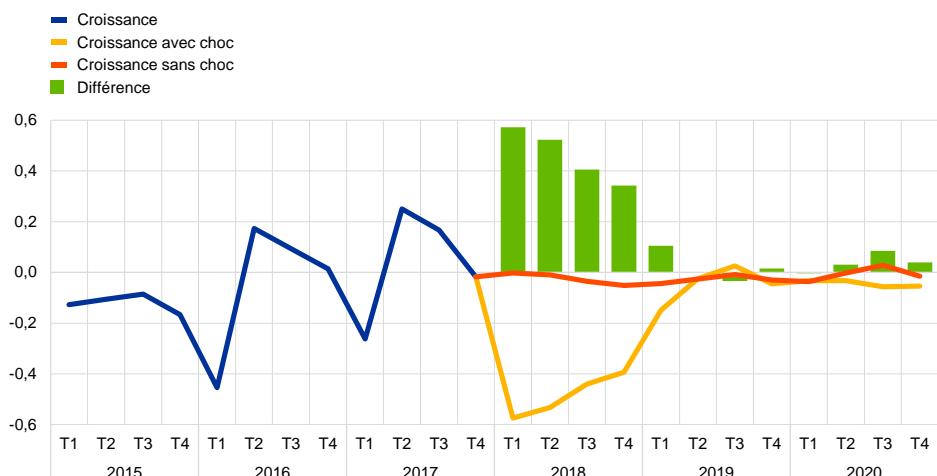
**Un retournement sévère du marché de l'immobilier résidentiel affecterait de façon significative l'économie chinoise et pourrait avoir des répercussions au**

**plan mondial.** Une simulation réalisée à partir d'un modèle <sup>9</sup> faisant l'hypothèse d'une baisse des prix de 6 % et d'un recul des ventes de logement de 32 % sur quatre trimestres (valeurs comparables au ralentissement de l'activité immobilière de 2008-2009) suggère que le PIB de la Chine diminuerait de près de 2 % sur cinq trimestres cumulés par rapport au scénario de base (cf. graphique C). En cas d'assouplissement des conditions financières, l'incidence cumulée sur la croissance du PIB sera légèrement moins élevée, à 1,6 %. Toutefois, la détérioration de la confiance pourrait encore amplifier ces effets. Les répercussions d'un ralentissement du PIB de la Chine sur l'économie mondiale et sur la zone euro pourraient être non-négligeables <sup>10</sup>.

### Graphique C

#### Incidence d'un choc immobilier temporaire sur le PIB

(écart en pourcentage par rapport à la croissance potentielle de la production, trimestriel)



Source : Calculs de la BCE.

**L'impact économique d'une correction du marché de l'immobilier résidentiel au niveau national serait certainement non négligeable, mais pour le moment, les fortes corrections des prix des logements devraient plus probablement rester localisées.** Le risque d'une correction du marché de l'immobilier résidentiel est peut-être plus prononcé dans les villes de catégorie 1, mais elles représentent moins de 10 % du total du marché chinois. De plus, la solide croissance du revenu

<sup>9</sup> Un modèle vectoriel autorégressif bayésien identifié par le biais de restrictions de signe est estimé sur la base des données trimestrielles du premier trimestre 2001 au quatrième trimestre 2017 à l'aide de la boîte à outils Estimation, analyse et régression (*Bayesian Estimation, Analysis and Regression - BEAR*). Quatre chocs sont identifiés : un choc de demande agrégée, un choc de demande lié à la politique monétaire, un choc de demande de logements et un choc d'offre de logements. Les variables incluses dans le modèle sont la croissance du PIB (exprimée comme un écart à la croissance potentielle), le ratio activité immobilière/activité totale (pour distinguer un choc de demande de logements d'un choc de demande agrégée), la hausse des prix des logements et la croissance de la surface vendue. Un indice des conditions financières est utilisé pour mesurer les variations des conditions financières. Les mesures de l'activité mondiale et des prix des matières premières sont incluses en tant que variables exogènes afin de tenir compte de l'influence potentielle des évolutions externes. Toutes les variables sont mesurées en variations trimestrielles. Le choc simulé peut par exemple résulter d'une politique de logement trop tendue pendant trop longtemps, qui a des conséquences négatives pour la demande et l'offre de logements.

<sup>10</sup> Cf. « *The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area* », Occasional Paper Series, n° 206, BCE, janvier 2018.

et le processus d'urbanisation en cours continuent de soutenir la demande fondamentale de logements dans toute la Chine. L'élaboration des politiques nationales a également changé, elles prennent mieux en compte la situation locale lorsqu'elles interviennent sur le marché de l'immobilier résidentiel. Toutefois, des risques importants existent. Une forte correction dans les villes de catégorie 1 pourrait plus généralement conduire à un durcissement des conditions financières. De plus, la campagne de désendettement en cours pourrait soumettre un certain nombre d'entreprises fortement endettées à des tensions financières, ce qui pourrait peser sur l'activité dans la construction. Plus important, une réévaluation du potentiel de croissance futur de la Chine pourrait avoir un effet négatif sur la demande de logement. Cela diminuerait les revenus des administrations locales et la capacité de remboursement de la dette.

## 2

# Évolutions conjoncturelles du compte des transactions courantes de la zone euro

Michael Fidora

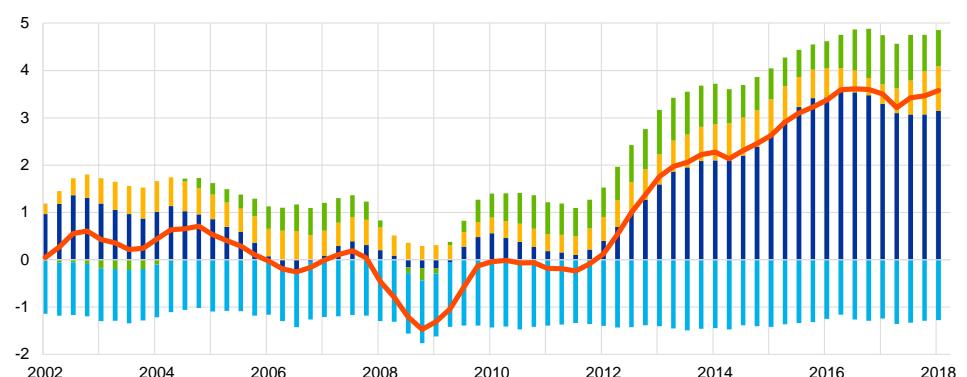
**Le solde du compte des transactions courantes de la zone euro s'est établi au niveau historiquement élevé de 3,6 % du PIB au cours de l'année qui s'est achevée au premier trimestre 2018, soit un niveau légèrement supérieur à celui de 3,5 % du PIB enregistré un an plus tôt (cf. graphique A).** La légère hausse de l'excédent du compte des transactions courantes masque cependant de fortes baisses de l'excédent au titre des échanges de biens (de 0,2 point de pourcentage du PIB) et de l'excédent au titre du revenu primaire (de 0,3 point de pourcentage du PIB), qui ont été un peu plus que compensées par une augmentation (de 0,5 point de pourcentage) de l'excédent au titre des échanges de services.

### Graphique A

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

(en pourcentage du PIB, somme mobile sur quatre trimestres)

- Échanges de biens
- Échanges de services
- Compte des transactions courantes
- Revenu primaire
- Revenu secondaire



Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au premier trimestre 2018.

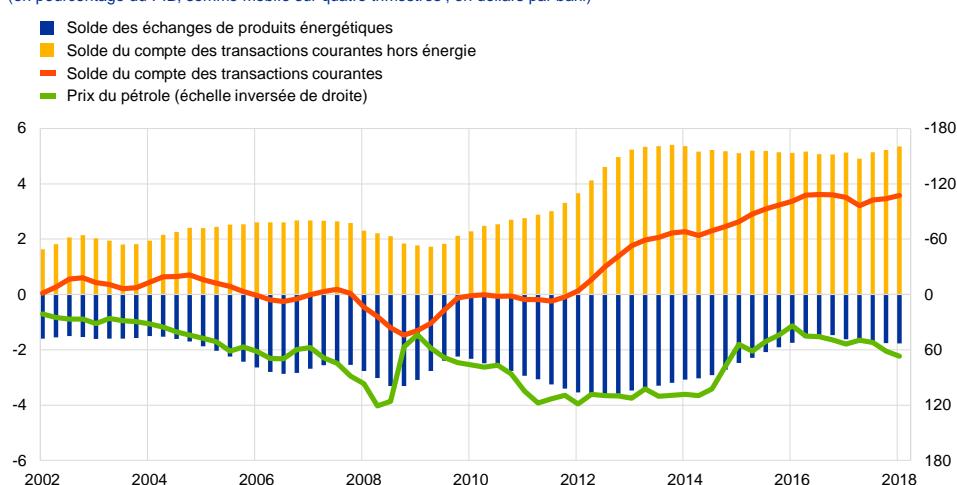
**On constate, cependant, des signes de stabilisation du solde du compte des transactions courantes, quoique à des niveaux élevés, largement en raison des évolutions du cycle des prix du pétrole (cf. graphique B).** L'excédent du compte des transactions courantes a atteint un niveau record – légèrement supérieur à son niveau actuel – au troisième trimestre 2016. Ce pic a coïncidé avec le point bas historique enregistré fin 2016 par le déficit au titre des échanges de produits énergétiques, sous l'effet du creux des prix du pétrole quelques mois plus tôt. Depuis, le solde des échanges de produits énergétiques s'est détérioré de 0,3 point de pourcentage du PIB. Cette évolution, conjuguée avec la légère baisse des excédents au titre des échanges de biens hors énergie et du revenu primaire, a plus que contrebalancé la hausse de l'excédent sur les échanges de services au cours de la même période. S'agissant de l'évolution des échanges de produits

énergétiques sur plus longue période, la stabilisation des prix du pétrole après 2012 et la baisse qui a suivi entre 2014 et fin 2015 ont réduit de 2 points de pourcentage du PIB environ le déficit au titre des échanges de produits énergétiques, expliquant ainsi dans son intégralité la hausse de l'excédent du compte des transactions courantes au cours de la même période. Le solde du compte des transactions courantes de la zone euro hors échanges de produits énergétiques, en revanche, est demeuré remarquablement stable depuis 2013.

### Graphique B

#### Solde des échanges de produits énergétiques, solde du compte des transactions courantes hors énergie et prix du pétrole

(en pourcentage du PIB, somme mobile sur quatre trimestres ; en dollars par baril)



Sources : BCE et Eurostat.

Note : La dernière observation se rapporte au premier trimestre 2018.

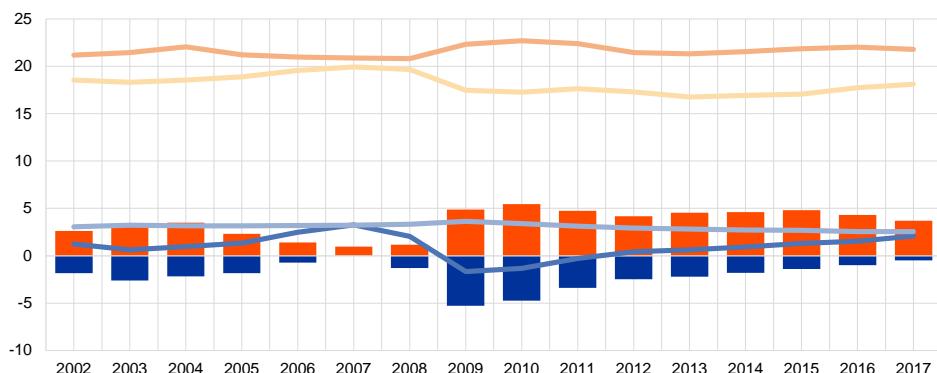
**Du point de vue de l'épargne/investissement, la stabilisation de l'excédent du compte des transactions courantes reflète dans une large mesure une diminution de la capacité nette de financement du secteur privé, contrebalancée toutefois par une augmentation de l'épargne du secteur public (cf. graphique C).** Depuis le début de la reprise économique en 2013, l'investissement du secteur privé s'est redressé progressivement, mais lentement, tandis que l'épargne brute du secteur privé a atteint un plafond en 2016 seulement, avant de commencer à diminuer en 2017. En conséquence, la capacité nette de financement du secteur privé a diminué à la fois en 2016 et en 2017. Toutefois, cette évolution a été largement contrebalancée par une nouvelle diminution du besoin net de financement du secteur public due à la poursuite des efforts d'assainissement budgétaire dans plusieurs pays.

## Graphique C

### Épargne brute et investissement dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)

- Capacité nette de financement : secteur public
- Épargne brute : secteur public
- Investissement : secteur public
- Capacité nette de financement : secteur privé
- Épargne brute : secteur privé
- Investissement : secteur privé



Source : Commission européenne.

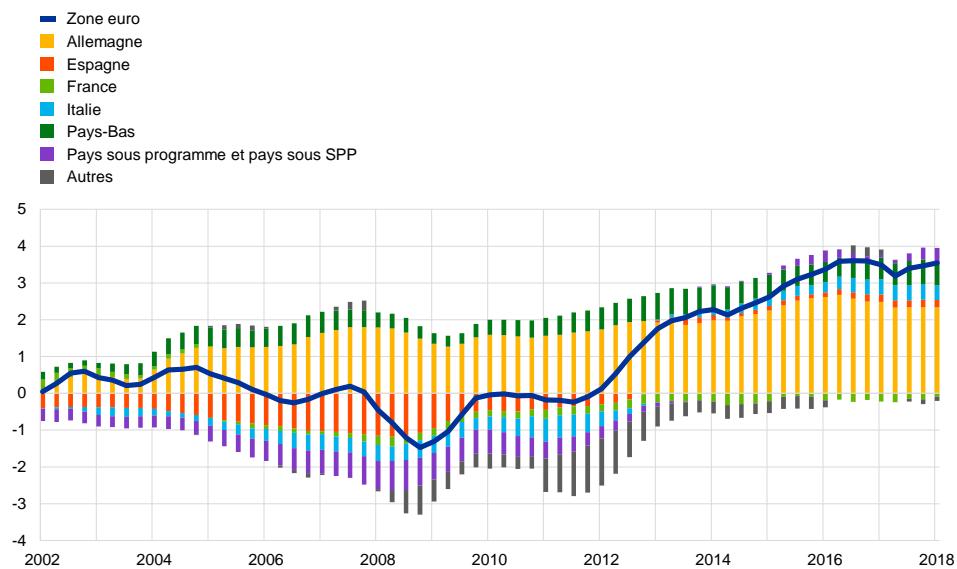
Note : La dernière observation se rapporte à 2017.

**Du point de vue des déséquilibres de la zone euro, la stabilisation de l'excédent du compte des transactions courantes reflète dans une certaine mesure l'ajustement du compte des transactions courantes dans les pays de la zone (cf. graphique D).** En effet, la contribution de l'Allemagne à l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro a diminué de 0,3 point de pourcentage du PIB de la zone environ depuis début 2016. Cette évolution contraste avec celle de l'excédent du compte des transactions des Pays-Bas, qui a continué d'augmenter (de 0,2 point de pourcentage du PIB de la zone environ) au cours de la même période, cette hausse ayant toutefois été globalement contrebancée par une diminution des excédents courants des autres économies de la zone. Dans le même temps, les pays bénéficiant d'un programme d'assistance financière et ceux soumis à une surveillance post-programme ont continué, dans l'ensemble, à enregistrer de nouvelles améliorations du solde de leur compte des transactions courantes (+0,2 point de pourcentage du PIB environ).

## Graphique D

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

(en pourcentage du PIB, somme mobile sur quatre trimestres)



Source : BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte au premier trimestre 2018. SPP signifie surveillance post-programme.

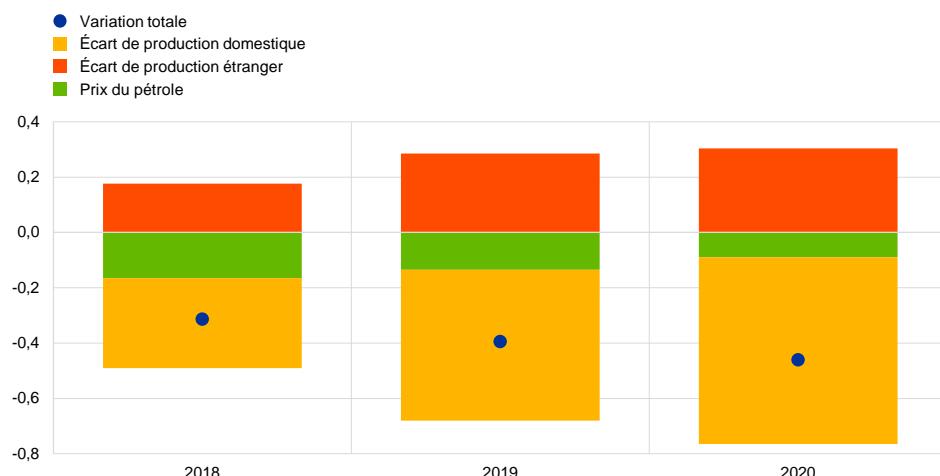
**La position actuelle de la zone euro dans le cycle conjoncturel, ainsi que le récent renchérissement du pétrole, devraient continuer de soutenir la stabilisation du solde du compte des transactions courantes.** La conjoncture plus morose dans la zone euro par rapport à ses principaux partenaires commerciaux continue de peser sur la demande d'importations, tout en soutenant la demande étrangère d'exportations de la zone. Il en résulte une hausse temporaire de l'excédent commercial de la zone euro et, donc, du solde du compte des transactions courantes. En effet, selon les estimations, une part de l'excédent du compte des transactions courantes, équivalente à 0,1 point de pourcentage du PIB environ, est due à la position de la zone euro dans le cycle conjoncturel par rapport à ses principaux partenaires commerciaux, chiffre établi à partir des élasticités standard disponibles dans la littérature empirique. Cela implique que l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro diminuerait de 0,1 point de pourcentage environ à moyen terme si les écarts de production de la zone euro et de ses principaux partenaires commerciaux convergeaient. Une part analogue de 0,1 point de pourcentage du PIB environ de l'excédent du compte des transactions courantes peut être attribuée à l'écart des prix du pétrole par rapport à leur tendance. Par conséquent, le solde du compte des transactions courantes

corrigé du cycle de la zone euro est inférieur de 0,2 point de pourcentage environ à son niveau actuel<sup>11</sup>.

#### Graphique E

Simulation d'une variation du solde du compte des transactions courantes due aux prévisions d'évolution de l'écart de production et des prix du pétrole

(en points de pourcentage du PIB)



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

Notes : Les calculs sont réalisés à partir des projections macroéconomiques de juin 2018 établies par les services de l'Eurosystème pour l'écart de production domestique et à partir des *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2018 (FMI) pour l'écart de production étranger.

**Pour l'avenir, le rééquilibrage en cours de la zone euro, ainsi que l'évolution du cycle conjoncturel conjuguée aux variations des prix du pétrole, devraient contribuer à la diminution de l'excédent du compte des transactions courantes (cf. graphique E).** Les projections relatives aux prix du pétrole – en forte hausse en 2018 mais en légère baisse de nouveau sur le reste de l'horizon de projection, pour osciller autour de leur niveau tendanciel – impliquent, sur la base des élasticités standard, une réduction de l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro comprise entre 0,1 et 0,2 point de pourcentage du PIB d'ici fin 2020. Dans le même temps, le resserrement de l'écart de production négatif dans la zone euro – qui est devenu positif en 2018 et devrait, selon les prévisions, encore augmenter au cours des prochaines années – devrait accroître la demande d'importations et donc réduire l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro. Sur la base des élasticités standard, l'impact serait compris entre 0,3 point de pourcentage du PIB en 2018 et 0,7 point de pourcentage du PIB d'ici la fin 2020. Toutefois, l'effet d'un écart de production de plus en plus positif dans la zone euro est en partie seulement contrebalancé par une amélioration comparable mais moins prononcée de l'écart de production mondial, qui devrait faire augmenter de 0,3 point de

<sup>11</sup> Ces estimations sont fondées sur les élasticités standard du solde du compte des transactions courantes par rapport à l'écart de production (exprimé par rapport à celui du reste du monde) et au prix du pétrole (en relation avec le solde des échanges de produits énergétiques), respectivement. Les estimations sont comprises entre 0,4 et 0,5 dans le premier cas et entre 0,5 et 0,6 dans le second, comme par exemple dans Phillips *et al.*, « *The External Balance Assessment (EBA) Methodology* », *IMF Working Paper 13/272*, 2013, et Zorell (N.), « *Large net foreign liabilities of euro area countries* », *Occasional Paper Series*, n° 198, BCE, 2017.

pourcentage du PIB la demande étrangère de la zone euro et ainsi soutenir l'excédent du compte des transactions courantes. Sous l'effet de ces deux forces opposées, l'effet cumulé des facteurs liés aux prix du pétrole et au cycle conjoncturel correspondrait à une réduction de l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro comprise entre 0,3 point de pourcentage du PIB en 2018 et 0,5 point de pourcentage du PIB d'ici fin 2020. Ces effets sont conformes aux projections macroéconomiques de juin 2018 établies par les services de l'Eurosystème, qui prévoient une baisse de 1 point de pourcentage du PIB environ de l'excédent du compte des transactions courantes sur le même horizon, ce qui implique que, outre les facteurs conjoncturels, des facteurs structurels devraient également contribuer à la diminution du solde des transactions courantes.

### 3

## La synchronisation de la croissance dans les pays de la zone euro

Jaime Martinez-Martin, Lorena Saiz et Grigor Stoevsky

**Le degré de synchronisation des cycles économiques dans les pays de la zone euro de même qu'entre la zone euro et le reste du monde constitue un thème de recherche pertinent.** S'agissant de la zone euro, selon l'hypothèse endogène de la zone monétaire optimale (ZMO)<sup>12</sup>, le degré de synchronisation des cycles économiques entre les pays participants devrait augmenter au fil du temps en raison de l'approfondissement de l'intégration financière et commerciale. Les différents pays devraient donc être moins exposés à des chocs spécifiques, ce qui améliorera l'efficacité de la politique monétaire unique. Dans ce contexte, cet encadré présente et analyse plusieurs mesures de la synchronisation des cycles économiques au sein de la zone euro et dans une perspective internationale.

**Dans un environnement de relations commerciales et financières renforcées, les dynamiques de croissance favorables des dernières années sont communes à la majorité des pays de la zone euro et des économies mondiales (cf. graphique A).** Entre 2014 et 2016, la part des pays du monde enregistrant une accélération de leur croissance a diminué, reflétant en partie l'impact négatif de la faiblesse des prix du pétrole sur les pays producteurs. Toutefois, la part des pays qui enregistrent une amélioration de la dynamique de croissance a augmenté depuis le second semestre 2016, plus de la moitié des pays de la zone euro étant dans ce cas. Cette évolution a coïncidé avec l'élargissement de la croissance économique qui a commencé en 2013<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> Frankel (J. A.) et Rose (A. K.), « *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria* », *The Economic Journal*, Vol.108, Issue 449, 1998, p. 1009-1025.

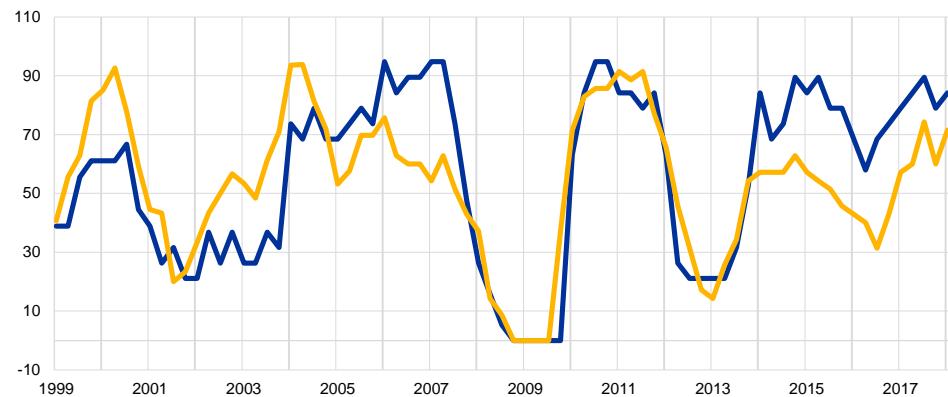
<sup>13</sup> Cf. « *L'élargissement de la croissance économique dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2017.

## Graphique A

Part des pays enregistrant une croissance actuelle du PIB supérieure à la moyenne des trois dernières années

(données trimestrielles ; pourcentages)

- Pays de la zone euro
- Économies mondiales



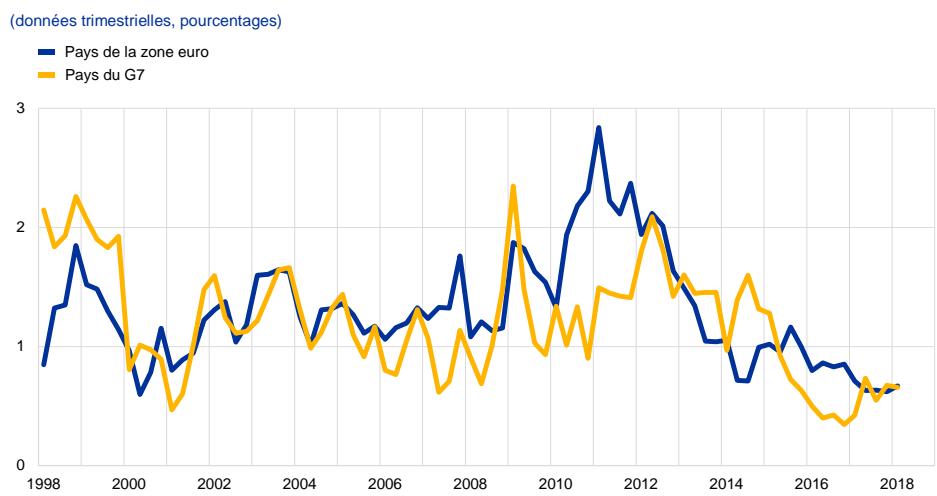
Sources : OCDE, Eurostat, Haver Analytics et calculs de la BCE.

Notes : Le calcul est basé sur les taux de croissance trimestriels en glissement annuel du PIB en volume. Les pays de la zone euro se composent des 19 États membres de l'UE actuellement participants (les données pour Malte sont disponibles à partir de 2001). Les économies mondiales se composent de 34 pays et de l'agrégat pour la zone euro, ce qui représente plus de 84 % du PIB mondial en PPA. Ce groupe comprend la zone euro, l'Afrique du Sud, l'Argentine, l'Australie, le Brésil, la Bulgarie, le Canada, la Colombie, la Corée du Sud, la Croatie, le Chili, la Chine, le Danemark, les États-Unis, Hong-Kong, la Hongrie, l'Inde, l'Indonésie, Israël, le Japon, la Malaisie, le Mexique, la Norvège, la Nouvelle-Zélande, la Pologne, la République tchèque, la Roumanie, le Royaume-Uni, la Russie, Singapour, la Suède, la Suisse, Taïwan, la Thaïlande et la Turquie. La dernière observation se rapporte au premier trimestre 2018.

**Le récent renforcement de la croissance a coïncidé avec une baisse généralisée de la dispersion de la croissance dans les pays de la zone euro et dans les économies avancées (G7) (cf. graphique B).** La volatilité de la croissance dans les pays de la zone euro a été très élevée à la suite de la crise financière mondiale et lors de la crise de la dette souveraine, ce qui implique que l'impact des chocs a été très différent selon les pays. En revanche, la récente baisse de la dispersion de la croissance dans les pays de la zone euro a coïncidé majoritairement avec une atténuation de la fragmentation des conditions de financement dans la zone euro, à la faveur des mesures de politique monétaire de la BCE.

## Graphique B

### Dispersion des taux de croissance trimestriels du PIB en volume



Sources : OCDE, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La dispersion de la croissance dans la zone euro est mesurée comme l'écart type pondéré de la croissance en glissement annuel du PIB en volume des 19 pays de la zone euro, hors Irlande afin d'éviter les distorsions causées à l'analyse par la forte volatilité du PIB irlandais. La dispersion de la croissance dans les économies avancées, approximées par les pays du G7 (Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon, Royaume-Uni), correspond à l'écart type non pondéré de la croissance en glissement annuel du PIB en volume pour ces pays. La dernière observation se rapporte au premier trimestre 2018.

**Une mesure directe de la corrélation confirme que la synchronisation s'est accrue dans les pays de la zone euro en 2016-2017 (cf. graphique C).** La mesure de la corrélation<sup>14</sup> pour la zone euro<sup>15</sup> tend à indiquer que le degré de synchronisation des cycles économiques a fortement augmenté au moment de la crise financière mondiale pour tous les ensembles de pays considérés. Dans les pays de la zone euro, et en général dans les économies avancées, les corrélations ont atteint un point haut durant la crise financière et ont diminué progressivement pendant la phase de reprise. Toutefois, cette mesure montre une nouvelle évolution vers une synchronisation accrue dans les pays de la zone euro courant 2017. Au cours des deux dernières décennies, la synchronisation a été plus forte dans les cinq principales économies de la zone euro que dans un groupe plus large de 17 pays de la zone euro, même si, dans ce dernier groupe, elle a fortement augmenté dans le courant de l'année 2017<sup>16</sup>.

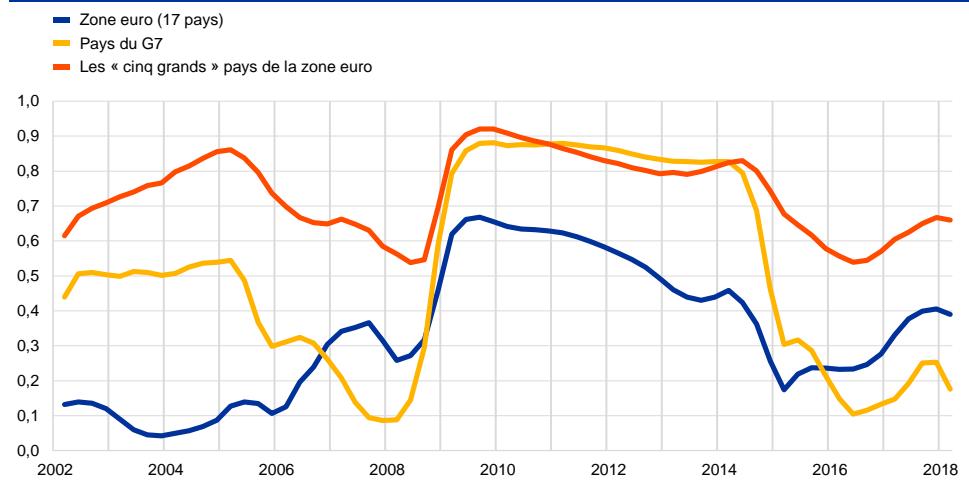
<sup>14</sup> Cf. Stock (J.) et Watson (M.), « *The Evolution of National and Regional Factors in U.S. Housing Construction* », dans *Volatility and Time Series Econometrics: Essays in Honour of Robert F. Engle*, eds. Bollerslev (T.), Russell (J.) et Watson (M.), Oxford University Press, 2008.

<sup>15</sup> Pour des raisons de disponibilité des données, l'analyse porte seulement sur la Belgique, l'Allemagne, l'Estonie, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, Chypre, la Lettonie, la Lituanie, le Luxembourg, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal, la Slovénie, la Slovaquie et la Finlande.

<sup>16</sup> Il convient de garder à l'esprit que ces mesures ne font pas état des facteurs explicatifs qui contribuent au niveau actuellement élevé de synchronisation entre les pays de la zone euro.

### Graphique C

#### Corrélations des cycles économiques dans les pays de la zone euro et ceux du G7



Sources : OCDE, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La mesure de la corrélation des cycles économiques correspond à la moyenne pondérée des corrélations de la croissance du PIB en volume entre les pays pris deux à deux, suivant Stock et Watson (2008). Les corrélations deux à deux ont été calculées sur une fenêtre glissante de cinq ans. S'agissant de la zone euro, deux regroupements différents sont considérés : la « zone euro » (ensemble des pays de la zone euro à l'exception de Malte et de l'Irlande en raison de la disponibilité des données) et les « cinq grands » pays de la zone euro (les cinq principales économies de la zone). La dernière observation se rapporte au premier trimestre 2018.

#### **L'augmentation de la synchronisation apparaît également clairement dans le fait qu'une part importante de la variation de la croissance du PIB dans les pays de la zone euro est expliquée par un facteur commun (cf. graphique D).**

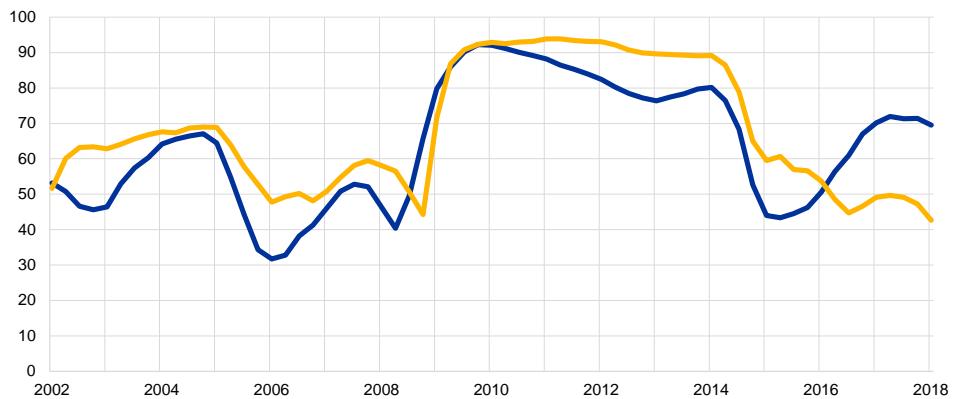
La composante commune explique en moyenne plus de 65 % de la variance de la croissance du PIB dans les pays de la zone euro et dans les grandes économies avancées (G7). Toutefois, la part expliquée par le facteur commun a fortement augmenté durant la crise financière en raison du caractère synchronisé de la récession. Il est à noter qu'à l'aune de cette mesure, la synchronisation s'est de nouveau renforcée ces dernières années dans la zone euro. Cette tendance évolue à l'inverse de celle observée dans les pays du G7, où l'existence d'un facteur commun expliquant la récente variation de la croissance du PIB d'un pays à l'autre est moins patente.

## Graphique D

### Contribution relative du facteur commun à la variance de la croissance du PIB en volume

(pourcentage de la variance totale)

- Zone euro (17 pays)
- Pays du G7



Sources : OCDE, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique montre la part de la variation de la croissance du PIB en volume qui est expliquée par un facteur commun estimé sur une fenêtre glissante de cinq ans. Ce facteur commun est approximé par la première composante principale des taux de croissance trimestriels en glissement annuel du PIB. Le groupe « zone euro » inclut l'ensemble des pays de la zone euro à l'exception de Malte et de l'Irlande en raison de la disponibilité des données. La dernière observation se rapporte au premier trimestre 2018.

**Dans l'ensemble, les données vont dans le sens d'un niveau relativement élevé de synchronisation de la croissance dans les pays de la zone euro.** Si les dynamiques de croissance économique se sont renforcées récemment dans une proportion plus importante d'économies de la zone euro et de grandes économies mondiales, ce phénomène a coïncidé avec une diminution généralisée de la volatilité dans ces grandes économies. La récente augmentation de la synchronisation dans les pays de la zone euro, qui a atteint des niveaux relativement élevés, est confirmée aussi bien par l'indice de corrélation calculé que par l'estimation élevée de la part de la variation de la croissance du PIB expliquée par un facteur commun.

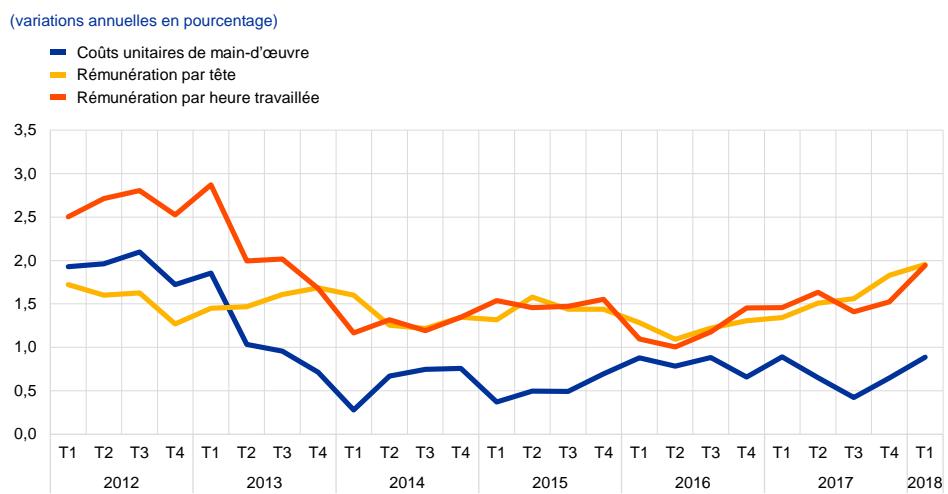
## Le rôle des salaires dans le redressement de l'inflation

José Emilio Gumieli et Elke Hahn

**Dans les prévisions et projections actuelles, le redressement des coûts de main-d'œuvre est considéré comme une importante condition préalable à une hausse soutenue de l'inflation sous-jacente.** Toutefois, les différents indicateurs de coûts de main-d'œuvre émettent des signaux contrastés depuis quelque temps. Tandis que la hausse des salaires mesurée par la rémunération par tête ou par la rémunération par heure travaillée s'est clairement redressée au cours des deux dernières années, l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre, c'est-à-dire la croissance des salaires corrigée de la hausse de la productivité, est demeurée relativement stable au cours de la même période (cf. graphique A). Par conséquent, quels sont les indicateurs de coûts de main-d'œuvre qui donnent un signal pertinent de la transmission à l'inflation sous-jacente et de ses perspectives d'évolution ? Le présent encadré tente d'apporter un éclairage sur cette question en analysant la transmission de deux types différents d'impulsion macroéconomique, à savoir certains chocs d'offre et de demande, dans le cadre du nouveau modèle couvrant l'ensemble de la zone euro (*New Area-Wide Model*), et en comparant les résultats avec les profils d'évolution observés récemment<sup>17</sup>.

### Graphique A

Rémunération par tête/heure travaillée et coûts unitaires de main-d'œuvre



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

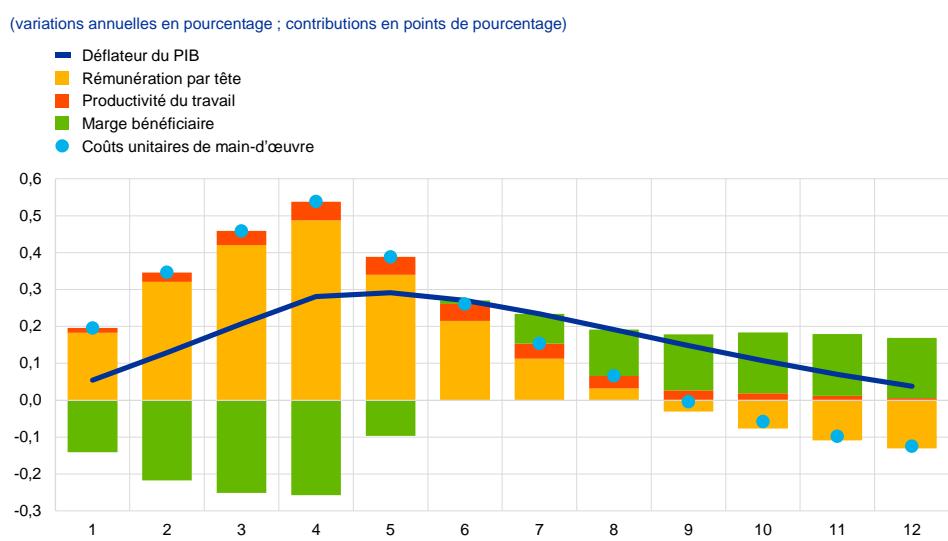
**Typiquement, un choc d'offre négatif sur le marché du travail fait augmenter à la fois les salaires et les coûts unitaires de main-d'œuvre mais réduit les marges bénéficiaires à court terme.** Le graphique B montre l'impact sur le déflateur du PIB – une mesure de l'inflation sous-jacente – et sur ses composantes

<sup>17</sup> Pour de plus amples informations sur le nouveau modèle couvrant l'ensemble de la zone euro, cf. Christoffel (K.), Coenen (G.) et Warne (A.), « *The New Area-Wide Model of the euro area: A micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis* », Working Paper Series, n° 944, BCE, octobre 2008. Une analyse similaire peut être réalisée à l'aide d'un grand nombre d'autres modèles.

d'un choc d'offre sur le marché du travail<sup>18</sup> dans le nouveau modèle couvrant l'ensemble de la zone euro. Le choc d'offre implique un rebond des salaires et, donc, une augmentation des coûts et des prix au niveau des entreprises. Il en résulte une diminution de la demande, de la production et de l'emploi. Le recul de l'emploi est généralement plus faible que celui du PIB, d'où une baisse de la productivité du travail<sup>19</sup>. Cette baisse s'ajoute à l'accumulation des tensions sur les prix exercées par les salaires et se traduit par une hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre supérieure à celle des salaires. Les entreprises confrontées à un profil baissier de la courbe de la demande et à des rigidités en matière de détermination des prix ne répercuteront que partiellement et graduellement les hausses de coûts sur les prix, les marges bénéficiaires jouant le rôle d'amortisseur. Par conséquent, les profils observables de réponses au choc d'offre indiquent une augmentation à la fois des salaires et des coûts unitaires de main-d'œuvre, dont l'impact sur les tensions sur les prix est partiellement amorti par la diminution des marges bénéficiaires.

### Graphique B

Répercussion stylisée d'une hausse des salaires sur le déflateur du PIB à la suite d'un choc d'offre dans le nouveau modèle couvrant l'ensemble de la zone euro



Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Notes : L'axe des abscisses indique les trimestres suivant le choc. Le choc d'offre correspond à un choc sur la marge des salaires dans le nouveau modèle couvrant l'ensemble de la zone euro. Pour de plus amples informations sur le modèle, cf. Christoffel (K.), Coenen (G.) et Warne (A.), « *The New Area-Wide Model of the euro area: A micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis* », *Working Paper Series*, n° 944, BCE, octobre 2008. L'ampleur du choc est normalisée à une hausse cumulée de 1 % de la rémunération par tête au cours de la première année suivant le choc. On prend comme hypothèse que les impôts indirects nets des subventions réagissent de façon proportionnelle au PIB en volume, de sorte que cette composante ne contribue pas aux variations du déflateur du PIB. Dans le nouveau modèle couvrant l'ensemble de la zone euro, les salaires et la productivité sont définis en termes de personnes.

**Le profil de réponse des salaires et des coûts unitaires de main-d'œuvre à un choc de demande est qualitativement distinct du cas du choc d'offre.**

<sup>18</sup> Le choc d'offre correspond plus précisément à un choc sur la marge des salaires dans le nouveau modèle couvrant l'ensemble de la zone euro. Ce choc intègre les frictions liées à la détermination des salaires, comme l'impact des réformes structurelles, ou les non-linéarités comme la rigidité à la baisse des salaires.

<sup>19</sup> Cela vaut pour l'emploi mesuré en termes aussi bien de personnes que d'heures travaillées, bien que dans ce dernier cas l'ajustement soit généralement plus fort, car plus facile, et donc la baisse de productivité du travail moins prononcée.

Le graphique C montre l'impact sur le déflateur du PIB et ses composantes d'un choc de demande<sup>20</sup> dans le nouveau modèle couvrant l'ensemble de la zone euro. Ce choc de demande entraîne une augmentation de la production et une plus forte demande d'apport de capital et de travail, ce qui accroît à la fois les salaires et l'emploi. Là encore, l'impact sur l'emploi est moins fort que sur le PIB, ce qui aboutit dans le cas d'un choc de demande positif à un redressement de la productivité du travail avec un effet modérateur sur les coûts unitaires de main-d'œuvre<sup>21</sup>. Étant donné les perspectives favorables concernant la demande, les entreprises peuvent répercuter la hausse des coûts sur les prix, de sorte que les gains de productivité et leur incidence baissière sur les coûts unitaires de main-d'œuvre sont absorbés par les entreprises *via* leurs marges bénéficiaires. Ainsi, dans le cas d'un choc de demande, les salaires s'inscrivent en hausse mais les coûts unitaires de main-d'œuvre diminuent dans un premier temps et n'augmentent qu'avec un décalage. Ces réactions sont différentes de celles observées dans le cas d'un choc d'offre, où les hausses de salaires amplifiées par les pertes de productivité entraînent une augmentation immédiate des coûts unitaires de main-d'œuvre (au détriment des marges bénéficiaires). Fondamentalement, l'analyse montre que la source du choc a son importance pour la transmission aux prix de l'évolution des salaires. Dans le cas d'un choc de demande, seule la rémunération par tête signale correctement les tensions à la hausse sur les prix au départ, tandis que les évolutions des coûts unitaires de main-d'œuvre émettent même des signaux contradictoires au cours des premiers trimestres.

---

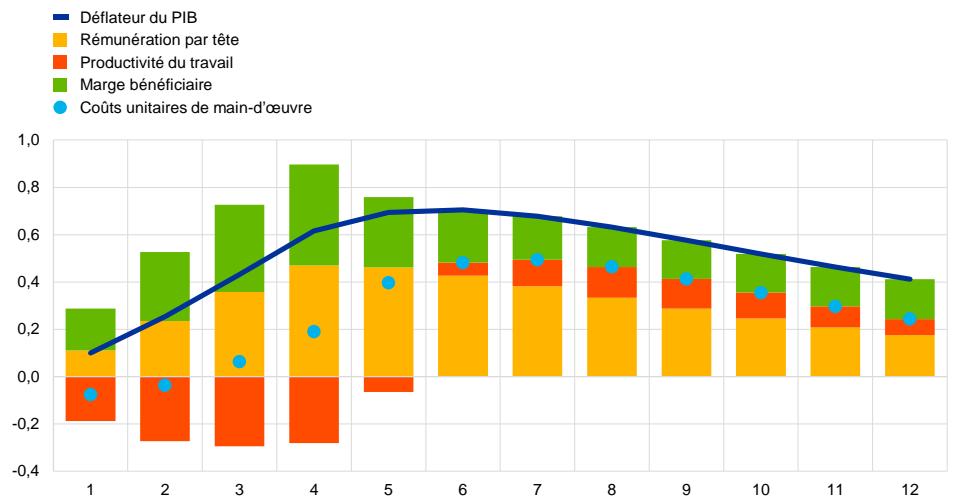
<sup>20</sup> Le choc de demande correspond à un choc domestique de prime de risque dans le nouveau modèle couvrant l'ensemble de la zone euro. Ce choc reflète un écart entre le taux d'intérêt contrôlé par l'autorité monétaire et le rendement souhaité par les ménages lorsqu'ils prennent leurs décisions, ce qui affecte à la fois la consommation et l'investissement. L'accentuation de l'incertitude au sein de l'économie est un exemple de choc de prime de risque.

<sup>21</sup> Comme dans le cas précédent, cela vaut pour les salaires et l'emploi mesurés en termes aussi bien de personnes que d'heures travaillées. Là encore, l'ajustement en termes d'heures travaillées est habituellement plus prononcé, entraînant une réponse plus modérée des salaires et une réponse plus prononcée de l'emploi, avec une hausse plus lente de la productivité du travail mesurée en heures travaillées.

### Graphique C

Répercussion stylisée d'une hausse des salaires sur le déflateur du PIB à la suite d'un choc de demande dans le nouveau modèle couvrant l'ensemble de la zone euro

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



Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

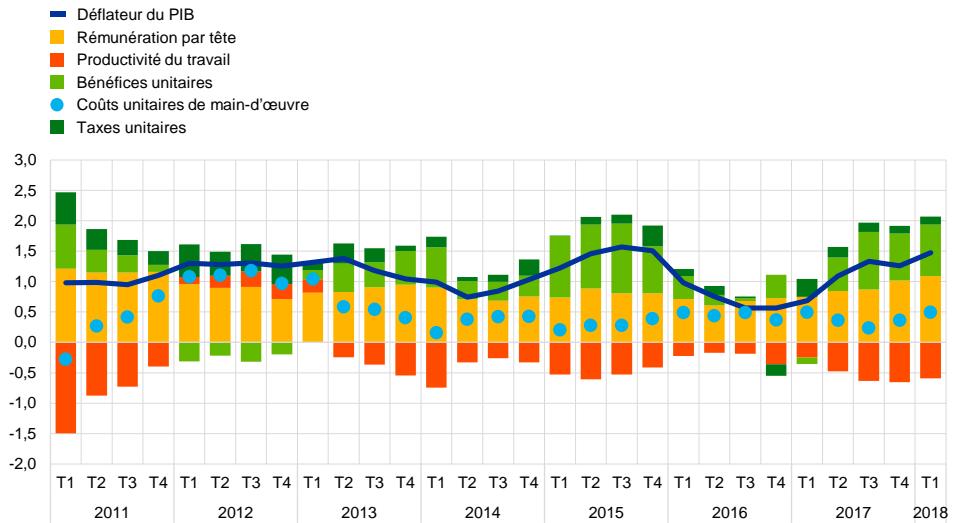
Notes : L'axe des abscisses indique les trimestres suivant le choc. Le choc de demande correspond à un choc domestique de prime de risque dans le nouveau modèle couvrant l'ensemble de la zone euro. Pour de plus amples informations sur ce modèle, cf. Christoffel (K.), Coenen (G.) et Warne (A.), « *The New Area-Wide Model of the euro area: A micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis* », Working Paper Series, n° 944, BCE, octobre 2008. L'ampleur du choc est normalisée à une hausse cumulée de 1 % de la rémunération par tête au cours de la première année suivant le choc. On prend comme hypothèse que les impôts indirects nets des subventions réagissent de façon proportionnelle au PIB en volume, de sorte que cette composante ne contribue pas aux variations du déflateur du PIB. Dans le nouveau modèle couvrant l'ensemble de la zone euro, les salaires et la productivité sont définis en termes de personnes.

**La configuration de l'évolution des composantes du déflateur du PIB au cours des deux dernières années évoque celle d'un rebond des salaires et du déflateur du PIB davantage tiré par la demande.** Le redressement du taux de croissance du déflateur du PIB au cours de cette période s'est matérialisé dans un contexte d'accélération de la hausse des salaires et de marges bénéficiaires soutenues par le redressement de la croissance de la productivité du travail qui a contenu et même fait baisser temporairement la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre (cf. graphique D). Ce profil ressemble globalement à la situation suivant un choc de demande, comme montré précédemment. Les hausses observées de la rémunération par tête doivent donc être interprétées comme signalant des tensions à la hausse sur les prix, et le récent retournement et redressement de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre est cohérent avec la situation d'un choc de demande plus avancé, dans lequel la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre suit avec un décalage l'accélération de la hausse de la rémunération par tête.

## Graphique D

### Déflateur du PIB et contributions

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

**En conclusion, l'analyse conforte l'idée, contenue dans les prévisions et projections actuelles, que l'accélération de la hausse des salaires aboutira à des tensions à la hausse sur les prix.** La configuration des composantes du déflateur du PIB évoque celle d'un rebond des salaires davantage tiré par la demande. Cela est cohérent avec la forte croissance de la production et de l'emploi observée au cours des derniers trimestres, et implique que l'accélération de la hausse des salaires (plutôt que la croissance relativement plate des coûts unitaires de main-d'œuvre) est le signal pertinent concernant les tensions à la hausse exercées par les coûts sur l'inflation sous-jacente<sup>22</sup>. Cela va dans le sens de l'accent récemment mis par la politique économique sur la croissance des salaires comme condition préalable à la hausse de l'inflation et souligne l'importance d'une confiance accrue dans l'accélération de la croissance des salaires ; c'est ce que confirment, par exemple, les dernières données sur les salaires négociés ainsi que le rebond généralisé à l'ensemble des secteurs et des pays de la croissance des salaires.

<sup>22</sup> À noter que, si l'on privilégie l'analyse des salaires et de l'emploi en termes d'heures travaillées plutôt que de personnes, la réaction des salaires sera plus modérée, comme évoqué précédemment. Par conséquent, le signal donné par l'accélération de la hausse des salaires est renforcé par le fait que non seulement la rémunération par tête augmente mais également la rémunération par heure travaillée.

## 5

# Évolutions de l'octroi de nouveaux prêts hypothécaires dans la zone euro

Ramón Adalid et Matteo Falagiarda

**Les prêts au logement accordés aux ménages ont augmenté à un rythme modéré ces dernières années, malgré les conditions de financement très favorables, la reprise de l'activité économique et le dynamisme des marchés de l'immobilier résidentiel**<sup>23</sup>. En données corrigées, le taux de croissance annuel des prêts aux logements accordés aux ménages s'est établi à 2,8 % au premier trimestre 2018, après des augmentations progressives par rapport au taux légèrement supérieur à 0 % observé en 2014 (ligne rouge dans le graphique Aa). Toutefois, lors de l'analyse des évolutions des prêts, il convient de noter que les chiffres relatifs à la croissance des prêts sont généralement déclarés en termes nets, c'est-à-dire que les prêts nouvellement octroyés et les remboursements de ceux consentis antérieurement sont considérés ensemble car les statistiques sur les postes de bilan sont calculées à partir des chiffres des stocks. Compte tenu de la nature à long terme des contrats hypothécaires, les remboursements de prêts ont un impact durable sur les chiffres nets, en particulier après un boom, et brouillent ainsi la dynamique actuelle des prêts. Dans ce contexte, cet encadré présente les résultats d'une approche simulée par portefeuille qui décompose les flux nets de prêts entre l'octroi de nouveaux prêts et les remboursements des prêts en cours accordés antérieurement. Examiner ces deux composantes séparément permet de mieux appréhender les évolutions actuelles des prêts<sup>24</sup>.

**Les remboursements de prêts ont ralenti de plus en plus la croissance nette des prêts ces dernières années, masquant un dynamisme croissant de l'octroi de nouveaux prêts.** Au premier trimestre 2018, les remboursements de prêts ont apporté une contribution négative à la croissance annuelle des prêts au logement consentis aux ménages (– 8 points de pourcentage environ contre – 6 points de pourcentage juste avant la période de boom) (zone ombrée en bleu dans le graphique Aa). En d'autres termes, si la contribution des remboursements était demeurée constante depuis cette période, le taux de croissance annuel des prêts au logement accordés aux ménages serait actuellement supérieur de 2 points de pourcentage. Cette contribution négative devrait continuer d'augmenter, avec un pic probable en 2022, le frein exercé sur la croissance nette des prêts étant supérieur de quelque 3,5 points de pourcentage à celui observé avant le boom (cette estimation est réalisée dans l'hypothèse où le stock continuera d'augmenter au rythme actuel). Selon les estimations, l'octroi de nouveaux prêts contribue actuellement à hauteur de 11 points de pourcentage environ à la croissance

<sup>23</sup> Le terme «prêts au logement accordés aux ménages» correspond aux prêts consentis à des fins d'investissement dans des logements à usage personnel ou locatif, y compris la construction et la rénovation, ou pour l'achat de terrains. Les prêts de cette catégorie peuvent ou non être adossés à diverses formes de sûretés ou de garanties. Par souci de concision, les termes «prêts au logement accordés aux ménages» et «prêts hypothécaires» sont utilisés indifféremment dans le présent encadré.

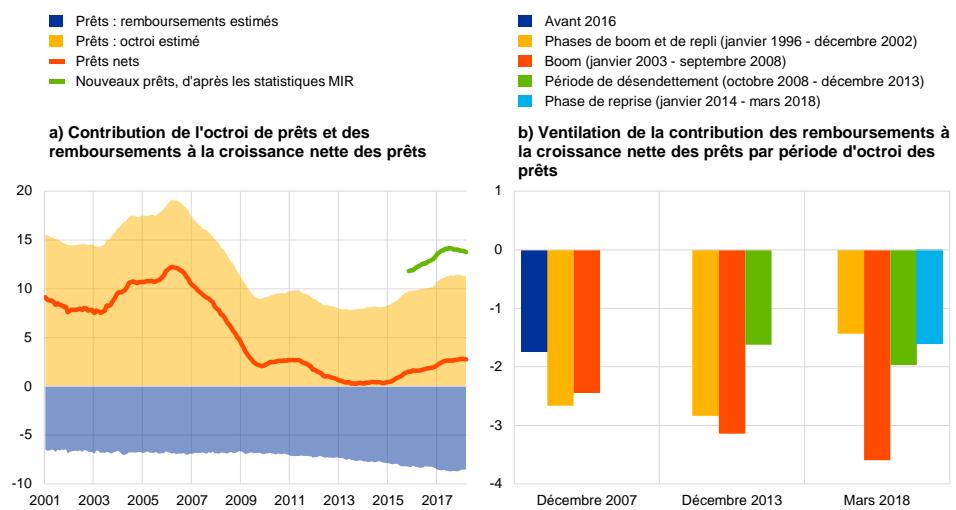
<sup>24</sup> Les détails techniques concernant la méthodologie sont présentés dans Adalid (R.) et Falagiarda (M.), «*How repayments manipulate our perceptions about loan dynamics after a boom*», *Working Paper Series*, BCE, à paraître.

annuelle des prêts au logement consentis aux ménages (zone ombrée en jaune dans le graphique Aa). Les évolutions récentes estimées de l'octroi de nouveaux prêts sont conformes aux nouvelles données sur les nouveaux prêts « purs », publiées par la BCE dans les statistiques relatives aux taux d'intérêt des institutions financières monétaires (statistiques MIR) (ligne verte dans le graphique Aa). Il s'agit des données disponibles se rapprochant le plus du concept d'octroi de nouveaux prêts, dans la mesure où elles fournissent des données sur les contrats nouveaux nettes des renégociations statistiques. Elles incluent toutefois encore certaines transactions pouvant être considérées comme des renégociations d'un point de vue économique (par exemple, les prêts renégociés résultant d'un transfert vers une autre banque et les substitutions de prêts). Cela explique pourquoi la contribution des nouveaux prêts « purs » est légèrement supérieure à celle de l'octroi estimé de nouveaux prêts<sup>25</sup>.

### Graphique A

#### Croissance nette, octroi et remboursements de prêts au logement

(a – taux de croissance annuel et contributions en points de pourcentage à la croissance annuelle et ; b – contributions en points de pourcentage à la croissance annuelle)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les prêts au logement accordés aux ménages sont corrigés des cessions et de la titrisation. Avant 2015, les données corrigées relatives aux prêts sont élaborées en attribuant aux prêts au logement accordés aux ménages toutes les corrections liées à la titrisation et aux cessions de prêts qui sont apportées aux prêts aux ménages. À compter de 2015, les données disponibles en interne concernant la titrisation et les cessions de prêts au logement sont utilisées pour corriger les séries. La rubrique « Nouveaux prêts, d'après les données MIR » correspond au ratio entre les flux cumulés sur douze mois de nouveaux prêts « purs » issus des statistiques MIR et le stock de prêts au logement accordés aux ménages. Les dernières observations se rapportent à mars 2018.

**La contribution croissante des remboursements à la croissance annuelle des prêts au logement accordés aux ménages est la conséquence du montant important de prêts hypothécaires consentis durant la période de boom avant la crise financière.** Le caractère prédéterminé des remboursements de prêts permet de les suivre pendant la durée des prêts correspondants et de ventiler leur contribution à la croissance nette des prêts en fonction de la période d'octroi. La contribution des remboursements des prêts accordés durant la période de boom

<sup>25</sup> Les statistiques MIR sur les nouveaux prêts « purs » sont publiées depuis août 2017 et sont disponibles en interne depuis décembre 2014. Les dernières données MIR sont disponibles sur le [site internet de la BCE](#).

s'est accrue au cours de la dernière décennie et, ces dernières années, ce groupe de prêts est devenu celui qui a contribué le plus aux remboursements (cf. graphique Ab). L'incidence retardée de ces prêts hypothécaires reflète le fait que les montants du principal sont remboursés sur une période longue<sup>26</sup>. Cet effet décalé est accentué par le fait que la plupart des prêts hypothécaires de la zone euro intègrent une augmentation des remboursements pendant la durée du prêt<sup>27</sup>. Après un boom, ce mécanisme de décalage, qui opère par le biais des remboursements, a un impact durable sur le stock de prêts, provoquant une baisse du taux de croissance pour de nombreuses années à venir et brouillant ainsi l'image de la dynamique des prêts qui ressort des chiffres nets. Pour cette raison, il est intéressant d'examiner l'octroi de nouveaux prêts en soi ou bien par rapport à d'autres variables d'échelle telles que le PIB, en particulier après d'importants booms du crédit.

**Même si les flux nets de prêts laissent penser que l'activité de prêt hypothécaire demeure modérée par rapport à la période qui a précédé le boom, on estime que l'octroi de nouveaux prêts se situe actuellement autour de la moyenne observée depuis 2001 (cf. graphique B).** Cela se vérifie aussi bien lorsque les flux annuels de prêts sont exprimés en termes réels (c'est-à-dire déflatés par le déflateur du PIB) que lorsqu'ils sont exprimés en pourcentage du PIB. Sur la période de douze mois s'achevant en mars 2018, l'octroi de prêts en termes réels a représenté 450 milliards d'euros environ (ou 4,5 % du PIB) contre une moyenne de 405 milliards depuis 2001 (soit un ratio moyen octroi de prêts/PIB de 4,4 %). Cette situation contraste avec le tableau obtenu en examinant les nouveaux prêts nets, qui étaient nettement inférieurs en mars 2018 aux niveaux observés durant les années précédant le boom. Le message transmis par l'octroi de nouveaux prêts est cohérent avec la dynamique vigoureuse des prix des logements observée ces dernières années, ainsi qu'avec la perception qu'ont les banques de la dynamique des prêts, telle qu'elle ressort de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (cf. la section 5 du présent *Bulletin économique*). Selon cette enquête, les critères d'octroi et la demande de prêts soutiennent la dynamique des prêts hypothécaires depuis plusieurs années, une situation qui n'avait pas été observée depuis la période qui a précédé la crise.

<sup>26</sup> Selon les estimations, la durée initiale moyenne des prêts hypothécaires accordés durant une période de boom est comprise entre 18 et 19 ans (données tirées de l'[Enquête sur les finances et la consommation des ménages](#)).

<sup>27</sup> L'exemple le plus frappant est le prêt « français », caractérisé par une mensualité fixe avec une diminution des paiements d'intérêts et une augmentation des remboursements au fil du temps. Dans la mesure où l'approche par décomposition adoptée dans cet encadré se concentre sur l'échéancier de remboursement de ce type de prêt, elle couvre également la plupart des contrats à taux variable dès lors qu'ils partagent le calendrier d'amortissement d'un prêt français équivalent.

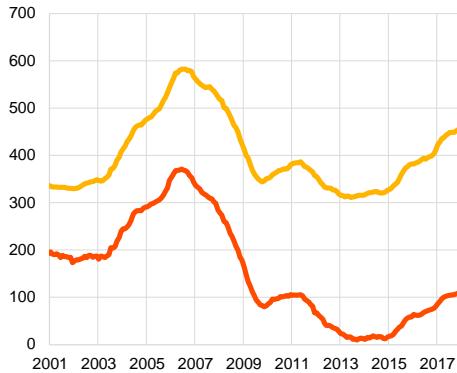
## Graphique B

### Flux de prêts au logement accordés aux ménages

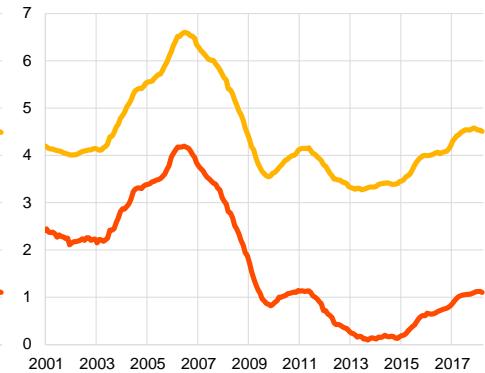
(a – flux cumulés sur douze mois en milliards d'euros, déflatés par le déflateur du PIB ; b – flux cumulés sur douze mois rapportés au PIB nominal)

- Prêts nets
- Prêts : octroi estimé

a) Flux de prêts en termes réels



b) Flux de prêts en pourcentage du PIB



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les prêts au logement accordés aux ménages sont corrigés des cessions et de la titrisation. Avant 2015, les données corrigées relatives aux prêts sont élaborées en attribuant aux prêts au logement accordés aux ménages toutes les corrections liées à la titrisation et aux cessions de prêts qui sont apportées aux prêts aux ménages. À compter de 2015, les données disponibles en interne concernant la titrisation et les cessions de prêts au logement sont utilisées pour corriger les séries. Les dernières observations se rapportent à mars 2018.

## Recommandations par pays en matière de politiques économiques dans le cadre du Semestre européen 2018

João Capella-Ramos

**Dans le cadre de gouvernance de l'UE pour la coordination des politiques économiques, les recommandations par pays (RPP) représentent une partie intégrante du processus annuel du Semestre européen. Elles fournissent à chacun des États membres de l'UE des orientations sur la façon de remédier aux besoins de réforme structurelle et aux déséquilibres macroéconomiques au cours des 12 à 18 mois suivants.** Les RPP constituent l'instrument par lequel les politiques économiques nationales de l'UE sont traitées comme une question d'intérêt commun et coordonnées au sein du Conseil de l'Union européenne conformément à l'article 121 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. Elles constituent par conséquent une pierre angulaire de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM) de l'UE, dont l'objectif est de prévenir, de détecter et de corriger les déséquilibres macroéconomiques dans les différents pays, qui présentent des risques pour le bon fonctionnement de l'Union économique et monétaire (UEM). Leur mise en œuvre rapide et appropriée est essentielle pour réduire les vulnérabilités et pour renforcer la résilience économique de la zone euro et de l'UE dans son ensemble, entraînant finalement un potentiel de croissance plus élevé à long terme<sup>28</sup>. Dans le contexte des RPP pour 2018 reçues par 27 États membres de l'UE (soit la totalité à l'exception de la Grèce<sup>29</sup>), le présent encadré examine les recommandations adressées à 18 pays de la zone euro, à l'exception de celles qui relèvent strictement de la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance de l'UE<sup>30</sup>.

**Les RPP sont l'aboutissement d'un processus exhaustif de suivi et de surveillance économiques dans le cadre du Semestre européen, qui démarre à l'automne de l'année précédente.** Tout d'abord, le 22 novembre 2017, la Commission européenne a publié l'examen annuel de la croissance et le rapport sur le mécanisme d'alerte, et a proposé des recommandations sur la politique économique de la zone euro. L'examen annuel de la croissance identifie les principales priorités en matière de politique économique pour l'ensemble de la zone euro. Le rapport sur le mécanisme d'alerte examine les États membres de l'UE afin de détecter toute accumulation de déséquilibres macroéconomiques ou tout besoin de les corriger. Les recommandations pour la zone euro exposent les principaux domaines nécessitant des réformes structurelles pour la zone euro dans son ensemble. Le 7 mars 2018, la Commission a publié les rapports par pays pour

<sup>28</sup> Pour une analyse de l'importance des politiques structurelles pour le bon fonctionnement de l'UEM et l'efficacité de la politique monétaire, cf. le chapitre 3 de Masuch (K.), Anderton (R.), Setzer (R.) et Benalal (N.), « [Structural policies in the euro area](#) », *Occasional Paper Series*, n° 210, BCE, juin 2018.

<sup>29</sup> Aucune RPP n'a été adressée à la Grèce afin d'éviter la redondance avec les conditions imposées dans le cadre du programme d'ajustement économique du pays, prévu par l'article 12 du règlement (UE) n° 472/2013. Les RPP concernant la Grèce devraient reprendre rapidement après sa sortie de ce programme.

<sup>30</sup> Pour des détails sur les RPP pour 2018 relatifs à la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance, cf. l'encadré intitulé « [Recommandations par pays en matière de politique budgétaire dans le cadre du Semestre européen 2018](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018.

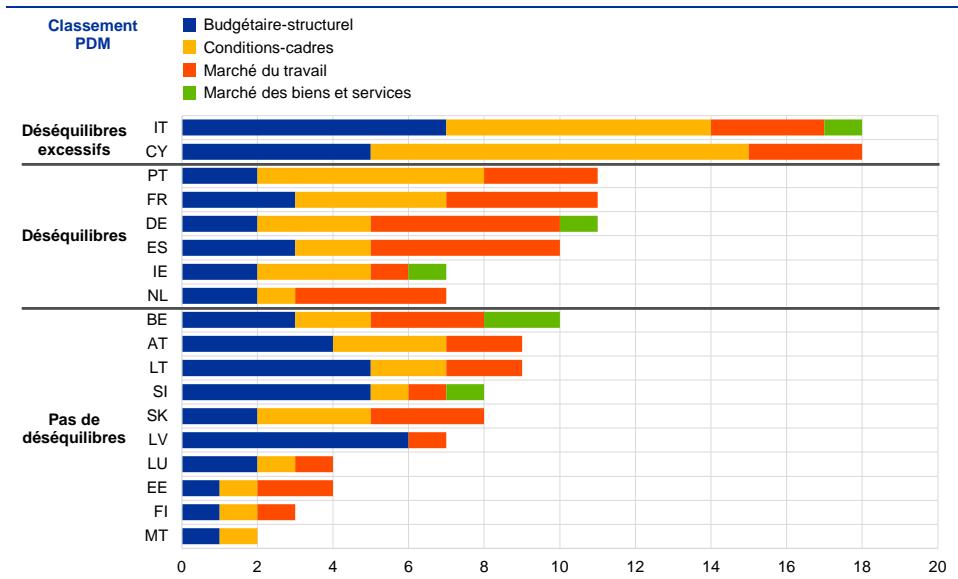
l'ensemble des États membres de l'UE, qui analysent les progrès réalisés dans la mise en œuvre des réformes structurelles et qui identifient, pour les pays précédemment sélectionnés dans le rapport sur le mécanisme d'alerte, la nature et la gravité des déséquilibres macroéconomiques dans le contexte des bilans approfondis de la PDM. Par la suite, le 23 mai 2018, la Commission a adopté ses propositions de RPP pour 2018. Le 13 juillet 2018, à la suite de discussions dans les comités *ad hoc* de l'UE et de l'approbation par le Conseil européen, le Conseil des Affaires économiques et financières (ECOFIN) a publié les RPP finales pour 2018.

**Les recommandations pour 2018 pour la zone euro dans son ensemble appellent les États membres à profiter de la croissance économique solide et généralisée actuellement en cours, dans un contexte de conditions de financement favorables, pour renforcer le potentiel de croissance et la résilience économique, et pour reconstituer leurs réserves budgétaires.**

Le 23 janvier 2018, le Conseil ECOFIN a publié les recommandations pour 2018 relatives à la politique économique de la zone euro, sur la base de la proposition de la Commission européenne. Les recommandations appellent les États membres, parallèlement à l'élargissement de leurs faibles réserves budgétaires, à poursuivre des politiques soutenant une croissance durable et inclusive et améliorant la résilience économique, le rééquilibrage et la convergence. À cet effet, les États membres sont invités à corriger les difficultés structurelles qui continuent de peser sur l'économie, en donnant la priorité aux réformes qui augmentent la productivité et le potentiel de croissance, en améliorant l'environnement institutionnel et des entreprises, en supprimant les obstacles à l'investissement, en favorisant l'innovation, en soutenant la création d'emplois de qualité et en réduisant les inégalités. Ils sont également encouragés à réaliser des progrès rapides vers la réalisation de l'UEM, et notamment de l'union bancaire en améliorant la réduction et le partage des risques.

## Graphique A

Les RPP pour 2018 par domaine d'action et par classement PDM dans les pays de la zone euro



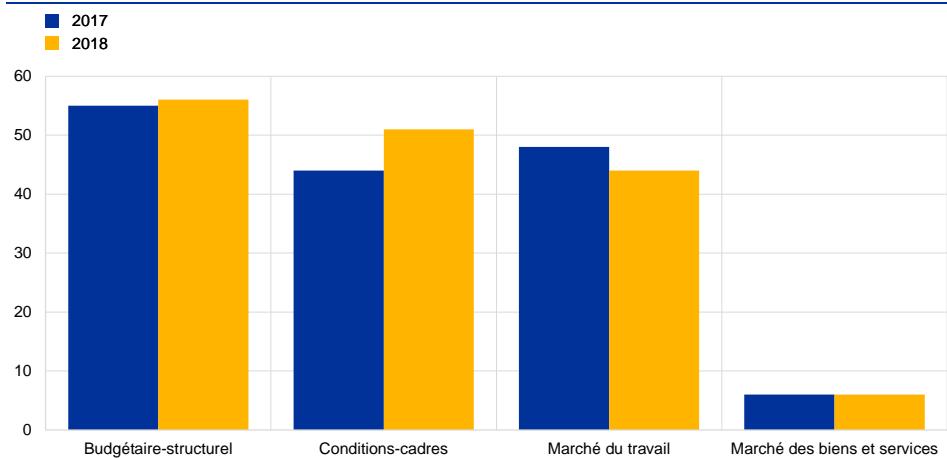
Source : Calculs de la BCE à partir des RPP pour 2018.

Notes : Le graphique illustre, pour les pays de la zone euro, le nombre de RPP pour 2018 réparties par grands domaines d'action. « Budgétaire-structurel » recouvre essentiellement l'administration publique, les dépenses publiques liées au vieillissement et la fiscalité ; « conditions-cadres » comprend essentiellement les systèmes judiciaires, les cadres en matière d'insolvabilité, le logement, le secteur financier et la recherche et l'innovation ; « marché du travail » comprend essentiellement les salaires et la fixation des salaires, la protection de l'emploi, l'éducation et les politiques actives sur le marché du travail ; et « marché des biens et services » recouvre essentiellement les réglementations spécifiques aux secteurs et les obstacles à l'entrée sur le marché. Les RPP pour la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance ne figurent pas dans le graphique.

**Les RPP pour 2018 reprennent globalement l'essentiel des recommandations pour 2018 adressées à la zone euro dans son ensemble.** Le graphique A montre une décomposition des RPP pour 2018 par domaine d'action, en insistant sur les politiques budgétaires-structurelles, les conditions-cadres et les marchés du travail et des biens et services. Les RPP pour 2018 relatives aux politiques budgétaires-structurelles visent à assurer la soutenabilité à long terme des systèmes de retraite, à accroître l'efficacité des dépenses publiques, à réduire le coin fiscal et à endiguer la fraude et l'évasion sur le plan fiscal. Les RPP pour 2018 relatives aux politiques de renforcement des conditions-cadres comprennent l'amélioration de l'environnement des entreprises, le renforcement de l'efficacité des systèmes judiciaires et des cadres en matière d'insolvabilité, la rationalisation des processus bureaucratiques et le retrait des réglementations de marché inefficaces. Par rapport à l'an dernier, les RPP pour 2018 mettent davantage l'accent sur les réformes structurelles prospectives soutenant la recherche, l'innovation et l'éducation, susceptibles de libérer et de gérer le progrès technologique et de favoriser les qualifications des salariés nécessaires au marché, ce qui aiderait les pays à faire face aux défis liés à la transformation numérique.

### Graphique B

Les RPP pour 2017 et pour 2018 par domaine d'action dans les pays de la zone euro



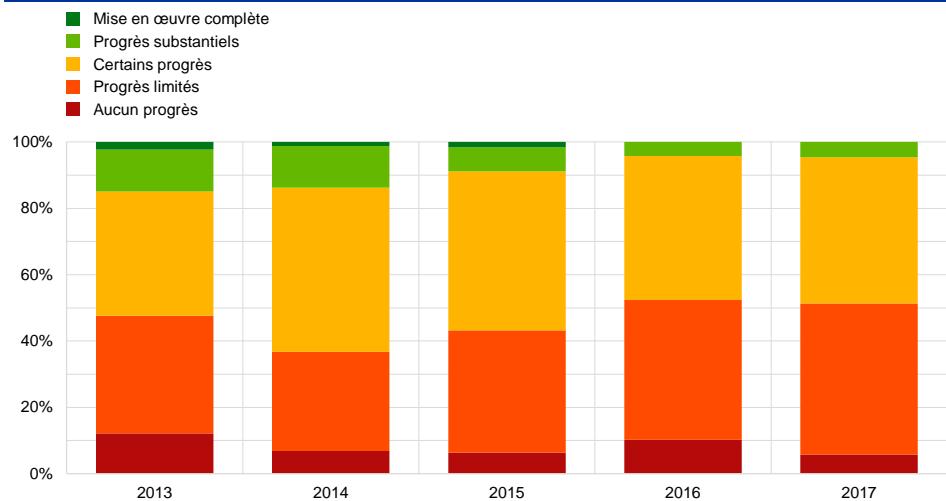
Source : Calculs de la BCE à partir des RPP pour 2018.

Notes : Le graphique illustre, pour les pays de la zone euro, le nombre de RPP pour 2017 et 2018 réparties par grands domaines d'action. « Budgétaire-structurel » recouvre essentiellement l'administration publique, les dépenses publiques liées au vieillissement et la fiscalité ; « conditions-cadres » comprend essentiellement les systèmes judiciaires, les cadres en matière d'insolvenabilité, le logement, le secteur financier et la recherche et l'innovation ; « marché du travail » comprend essentiellement les salaires et la fixation des salaires, la protection de l'emploi, l'éducation et les politiques actives sur le marché du travail ; et « marché des biens et services » recouvre essentiellement les réglementations spécifiques aux secteurs et les obstacles à l'entrée sur le marché. Les RPP pour la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance ne figurent pas dans le graphique.

**Les RPP pour 2018 donnent une priorité plus faible aux réformes du marché des biens et services et aux réformes du marché du travail visant à assurer le caractère approprié des salaires.** Le graphique B montre que le nombre de RPP relatives aux réformes du marché des biens et services reste limité et que celui des RPP relatives aux réformes du marché du travail, tout en demeurant relativement important, a diminué par rapport à l'an dernier. Toutefois, ces deux domaines demeurent essentiels pour promouvoir la réallocation des ressources vers leurs utilisations les plus productives et donc pour relancer la croissance de la productivité et renforcer la résilience économique de l'UEM. Dans l'ensemble, les marchés des biens et services et du travail doivent être adaptables, ouverts et concurrentiels. À cet égard, les réformes des marchés des biens et services, comme la suppression des obstacles à l'entrée sur le marché, soutiendraient un foisonnement d'entreprises innovantes et d'entrepreneurs dynamiques qui sont à l'origine de gains de productivité. Les politiques relatives au marché du travail doivent être formulées de façon à assurer que les salaires reflètent correctement les conditions économiques sous-jacentes, conformément à la productivité observée au niveau de l'entreprise, du secteur et du pays, et les qualifications des salariés. En effet, tandis que les rigidités salariales peuvent être moins visibles lors d'un redressement économique, leur impact négatif peut être considérable lorsque le cycle économique s'inverse.

### Graphique C

#### Mise en œuvre des RPP dans les pays de la zone euro au cours de la période 2013-2017



Source : Calculs de la BCE, à partir des rapports par pays de la Commission européenne.

Notes : Le graphique illustre la mise en œuvre des RPP pour l'année considérée telle qu'elle a été évaluée par la Commission européenne dans le tableau synthétique des rapports par pays de chaque État membre publié l'année suivante. « Mise en œuvre complète » signifie que l'État membre a mis en œuvre toutes les mesures requises pour donner suite aux RPP de manière appropriée ; « progrès substantiels » signifie que l'État membre a adopté des mesures contribuant largement à donner suite aux RPP, dont la plupart ont été mises en œuvre ; « certains progrès » signifie que l'État membre a adopté des mesures qui donnent partiellement suite aux RPP, et/ou qu'il a adopté des mesures qui donnent suite aux RPP mais qu'il reste encore beaucoup à faire pour y donner suite complètement car seules quelques-unes des mesures adoptées ont été mises en œuvre ; « progrès limités » signifie que l'État membre a annoncé certaines mesures mais que celles-ci ne donnent suite aux RPP que de façon limitée, et/ou qu'il a présenté des actes non législatifs mais sans suivi supplémentaire relatif à la mise en œuvre ; et « aucun progrès » signifie que l'État membre n'a pas annoncé de façon crédible ni adopté aucune mesure pour donner suite aux RPP. Les RPP pour la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance ne figurent pas dans le graphique.

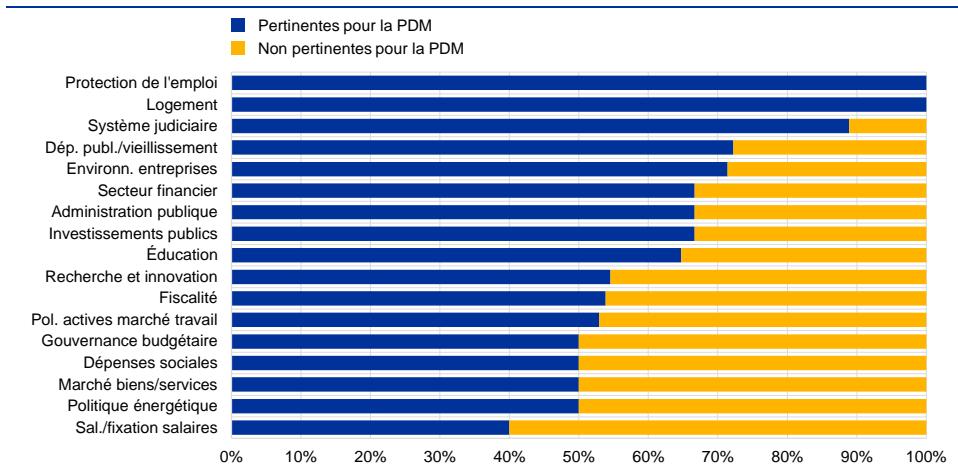
**La faiblesse persistante de la mise en œuvre des RPP ces dernières années reste un défi compte tenu des déséquilibres persistants et encore importants en termes de stocks**<sup>31</sup>. Le graphique C montre que la plupart des RPP ont été, au mieux, suivies de façon seulement partielle par les États membres au cours de la période 2013-2017. Les résultats décevants relatifs à la mise en œuvre des réformes structurelles peuvent être analysés à la lumière du redressement conjoncturel et du fait que la perception des défis s'est peut-être atténuée en raison de l'environnement économique et financier favorable. Comme l'année précédente, la Commission européenne a conclu en février 2018 que l'écrasante majorité (c'est-à-dire plus de 90 %) des RPP pour 2017 avait été mise en œuvre seulement dans une « certaine » mesure ou de façon « limitée ». Sur près de 80 RPP, une seule avait été « substantiellement » mise en œuvre et aucune n'avait été « complètement » mise en œuvre. De plus, les pays ayant des déséquilibres macroéconomiques « excessifs » ne semblent pas avoir pris de mesures décisives pour renforcer la mise en œuvre de leurs RPP pour 2017, alors que cela aurait été justifié par les rigidités et les vulnérabilités restant dans ces pays. Par ailleurs, certaines des RPP pour 2017 n'ont pas été renouvelées cette année, en dépit du fait qu'elles n'ont connu que « certains » progrès ou même des progrès « limités » et malgré la persistance de leur pertinence macro-critique (c'est-à-dire leur importance

<sup>31</sup> Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé « [Évaluation par la Commission européenne des déséquilibres macroéconomiques et des progrès en matière de réformes pour 2018](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2018.

pour la réduction des déséquilibres macroéconomiques). Cette situation risque peut-être d'envoyer des signaux induisant en erreur ; les efforts réalisés ces dernières années pour limiter le nombre des RPP, qui ont rationalisé le processus, ne reflètent en aucun cas l'amélioration ou la vigueur de la dynamique des réformes structurelles.

#### Graphique D

Pour 2018, part des RPP pertinentes pour la PDM par domaine d'action dans les pays de la zone euro



Source : Calculs de la BCE à partir des RPP pour 2018.

Notes : Le graphique illustre, pour les pays de la zone euro et pour 2018, la part des RPP pertinentes pour la PDM, réparties par domaines d'action. Les RPP pour la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance ne figurent pas dans le graphique.

**Le recentrage des RPP sur les politiques macro-critiques facilitant une diminution en temps utile des déséquilibres macroéconomiques pourrait encourager la conformité avec la PDM.** Le graphique D montre que la plupart des RPP pour 2018 sont considérées comme significatives pour la conformité avec la PDM ; elles sont désignées sous le terme de « pertinentes pour la PDM ». Cependant, certaines ont été rendues pertinentes pour la PDM bien qu'elles appartiennent au domaine de la coordination économique large et ne corrigeant qu'indirectement les déséquilibres macroéconomiques<sup>32</sup>. Lorsque la présence de déséquilibres macroéconomiques excessifs implique une urgence plus grande, les recommandations portant sur un vaste éventail de réformes structurelles peuvent brouiller l'attention et risquent en fin de compte d'échouer à mettre en place des mesures efficaces à court terme. Une meilleure hiérarchisation des RPP en fonction de leur importance macro-critique pourrait encourager la conformité avec la PDM et pourrait également contribuer à inciter les pays à prendre en charge plus résolument les réformes structurelles.

**L'utilisation complète et efficace de l'ensemble des instruments disponibles dans le cadre de la PDM, y compris la procédure concernant les déséquilibres excessifs (PDE) en tant que volet correctif, pourrait contribuer à conforter les**

<sup>32</sup> Pour plus de détails, cf. « [Audit de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques \(PDM\)](#) », Rapport spécial n° 3, Cour des comptes européenne, 2018, et Efstatihou (K.) et Wolff (G.B.), « [Is the European Semester effective and useful?](#) », Policy Contribution, n° 9, Bruegel, juin 2018.

**récentes améliorations conjoncturelles au moyen de mesures structurelles renforçant la résilience économique et le potentiel de croissance à moyen terme**<sup>33</sup>. La PDE, qui doit encore être activée à ce jour, vise par nature à assurer une incitation plus forte pour la mise en œuvre des politiques macro-critiques dans les pays les plus vulnérables. Comme il s'est avéré difficile de renforcer le rythme des réformes structurelles dans le cadre du volet préventif de la PDM, il semble y avoir de solides arguments en faveur de l'application de la PDE à tous les pays présentant des déséquilibres macroéconomiques excessifs. L'application de la PDE garantirait la crédibilité et l'efficacité finale de la PDM. Par ailleurs, s'ils sont conçus et mis en œuvre de façon appropriée, d'autres instruments et d'autres mesures considérés en vue de créer les incitations adaptées à la mise en œuvre des réformes structurelles et à la prise en charge au niveau national pourraient contribuer à améliorer les perspectives actuellement médiocres de la mise en œuvre des RPP dans l'UE.

**Les RPP doivent servir de référence principale pour des politiques économiques saines au niveau des pays, assurant ainsi la cohérence au fil du temps.** La Commission européenne a progressivement exclu des RPP certains domaines d'action qui sont couverts par d'autres mécanismes de surveillance. Il s'agit des aspects économiques du secteur de l'énergie, transférés dans les dispositifs de gouvernance de l'Union de l'énergie, et des mécanismes de surveillance et d'exécution liés au Marché unique. Dans la mesure où elles ont de l'importance pour les performances économiques d'ensemble des États membres, la poursuite de la surveillance de ces domaines d'action demeure essentielle, notamment pour garantir que les politiques économiques mises en œuvre par les différents États membres sont évaluées d'une façon encore plus exhaustive et cohérente au fil du temps et selon les domaines d'action.

---

<sup>33</sup> Pour plus de détails, cf. « [Audit de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques \(PDM\)](#) », Rapport spécial n° 3, Cour des comptes européenne, 2018.

# Articles

## 1 L'évolution, au cours de la crise, des pratiques de la BCE en matière d'obligation de rendre compte

Nicolò Fraccaroli, Alessandro Giovannini et Jean-François Jamet

*Le présent article examine l'évolution, au cours de la crise financière, des pratiques de la BCE en matière d'obligation de rendre compte. Après une description des défis résultant de la crise et des évolutions découlant de l'attribution de nouvelles tâches de surveillance prudentielle à la BCE, il fournit des informations sur le processus de renforcement de la responsabilité de la BCE dans le contexte de ses relations avec le Parlement européen, conformément au rôle clé de cette institution tel que prévu par les Traités. La BCE et le Parlement européen, en s'appuyant sur le cadre de responsabilité défini dans le droit primaire, ont augmenté la fréquence de leurs interactions, apporté des innovations s'agissant de la forme et affiné le contenu de leur dialogue, ce qui permet une surveillance accrue des politiques de la BCE. Ces évolutions ont fourni à la BCE davantage d'occasions d'expliquer ses décisions et de démontrer qu'elle agit conformément à son mandat démocratique, ce qui est un pilier fondamental de sa légitimité.*

### 1 Introduction

**La crise financière qui est apparue en 2007-2008 a soulevé un certain nombre de défis pour les banques centrales dans l'ensemble des économies avancées.** Afin d'accomplir leurs missions pendant la crise, les banques centrales ont adopté des mesures de politique monétaire prises aussi bien dans leur panoplie conventionnelle qu'en dehors de celle-ci. Dans certains cas, elles ont également pris en charge de nouvelles responsabilités. En conséquence, elles ont fait l'objet d'une attention et d'une surveillance étroites, conformément à la nécessité pour des autorités indépendantes de rendre compte aux organes élus démocratiquement. Cependant, la variété et le caractère novateur des mesures des banques centrales ont mis à l'épreuve les cadres de responsabilité existants, en rendant plus complexes le suivi et la surveillance de la politique monétaire.

**La BCE n'a pas fait exception, et l'évolution de son rôle au cours de la crise s'est accompagnée d'une évolution correspondante de ses pratiques en matière d'obligation de rendre compte.** Comme les autres banques centrales, la BCE a adopté un certain nombre de mesures afin de préserver la stabilité des prix,

qui ont soutenu la reprise économique dans la zone euro<sup>34</sup>. La BCE a toutefois dû intervenir dans l'environnement institutionnel unique de la zone euro où, pendant la crise, l'intégrité de l'union bancaire a été remise en cause et où la fragmentation financière a entravé la transmission de la politique monétaire. C'est dans ce contexte qu'en juillet 2012, le président de la BCE, Mario Draghi, a déclaré « *Dans le cadre de notre mandat, la BCE est prête à faire tout ce qui est nécessaire pour préserver l'euro* »<sup>35</sup>. La BCE a également pris en charge de nouvelles tâches en tant que superviseur microprudentiel et macroprudentiel, et a été sollicitée pour apporter son expertise en matière de programmes d'assistance financière aux côtés du Fonds monétaire international et de la Commission européenne. Malgré la création de dispositions spécifiques en matière d'obligation de rendre compte pour ses nouvelles tâches de superviseur bancaire, le cadre inchangé du Traité régissant l'obligation de rendre compte a donné à certains l'impression, au cours de quelques trimestres, que l'obligation de rendre compte de la BCE ne s'était pas adaptée au nouvel environnement<sup>36</sup>. Le présent article soutient que cette importance accordée au cadre de responsabilité méconnaît l'évolution des *pratiques* de la BCE en la matière pendant la crise.

**Le renforcement de l'obligation de rendre compte de la BCE a été particulièrement manifeste dans le contexte de ses relations avec le Parlement européen, conformément au rôle clé confié à cette institution par les Traités.**

La BCE fait l'objet d'une surveillance de la part du grand public européen et, ainsi que le soulignait un article du *Bulletin mensuel* de la BCE en 2002<sup>37</sup>, les Traités confient au Parlement européen – en tant que représentant des citoyens européens – un rôle central dans l'obligation faite à la BCE de rendre compte. S'appuyant sur les dispositions définies dans le droit primaire, des pratiques détaillées relatives à cette obligation avaient déjà été élaborées avant la crise. Il n'est donc pas surprenant que le Parlement européen ait été le lieu de débat principal et naturel *via* lequel l'exigence de renforcement de l'obligation de rendre compte de la BCE s'est exprimée pendant la crise. Même si d'autres institutions, acteurs et moyens de communication de l'UE jouent également un rôle important, cet article met l'accent sur les relations actives de la BCE avec le Parlement européen.

**Les pratiques de la BCE en matière d'obligation de rendre compte ont évolué pour répondre à l'exigence nouvelle en ce domaine.** Après une explication du

<sup>34</sup> Pour une vue d'ensemble des instruments de politique monétaire et du cadre opérationnel de l'Eurosystème depuis la crise, cf. Alvarez (I.) et al. « *The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2012* », *Occasional Paper Series*, n° 188, BCE, mai 2017 ; et Groupe de travail sur l'utilisation des instruments de politique monétaire, « *The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and its monetary policy implementation framework Q2 2016 – Q4 2017* », *Occasional Paper Series*, n° 209, BCE, avril 2018.

<sup>35</sup> Cf. Draghi (M.), « *Verbatim of the remarks made by Mario Draghi* », Discours prononcé lors de la Global Investment Conference, Londres, 26 juillet 2012.

<sup>36</sup> Il convient de noter, toutefois, que les mécanismes d'obligation de rendre compte entourant l'architecture de l'Union économique et monétaire (UEM) ont déjà donné lieu à une analyse critique dans la communauté universitaire avant la crise. Cf., par exemple, Amtenbrink (F.), « *On the Legitimacy and Democratic Accountability of the European Central Bank: Legal Arrangements and Practical Experience* », dans Arnulf (A.) et Wincott (D.) (eds.), *Accountability and Legitimacy in the European Union*, Oxford University Press, 2002, p. 147-163.

<sup>37</sup> Cf. l'article intitulé « *La responsabilité de la BCE* » du *Bulletin mensuel* de la BCE, novembre 2002.

concept et du cadre défini dans les Traités afin de rendre la BCE responsable devant les citoyens (section 2), cet article analyse l'accroissement des difficultés et le renforcement de la sensibilisation du public en raison de la crise (section 3). Bien que l'article mette l'accent sur l'obligation de rendre compte relative aux missions de banque centrale, l'encadré 1 de la section 3 analyse le cadre spécifique de cette obligation concernant la mission de supervision bancaire. La section 4 fournit de nouveaux éléments quantitatifs et qualitatifs relatifs à la manière dont les interactions de la BCE avec le Parlement européen se sont intensifiées et ont évolué durant la crise en termes de fréquence, de forme et de contenu. Cette analyse est conjuguée à des indications supplémentaires relatives à l'évolution et à l'intensité des auditions devant la Commission des affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement européen par une analyse textuelle dans l'encadré 2. La section 5 résume les principaux thèmes de l'article et conclut par des perspectives sur l'avenir des pratiques de la BCE en matière d'obligation de rendre compte.

## 2 L'obligation de rendre compte de la BCE et sa pertinence

**L'obligation de rendre compte de la banque centrale doit être interprétée comme l'obligation juridique et politique pour une banque centrale indépendante d'expliquer et de justifier ses décisions auprès des citoyens et de leurs représentants élus.** Dans le cas de la BCE, l'obligation de rendre compte est interprétée comme une obligation envers les représentants des citoyens européens, et elle est une pierre angulaire essentielle de la légitimité de la BCE et de ses politiques<sup>38</sup>.

**Le droit primaire de l'UE définit explicitement les obligations de rendre compte de la BCE.** L'article 284, paragraphe 3, du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) et l'article 15, paragraphe 2, des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne prévoient que la BCE rend compte au premier chef au Parlement européen, qui représente les citoyens de l'UE<sup>39</sup>.

**Les organes de décision de la BCE sont tenus collectivement responsables au niveau de l'UE des décisions qu'ils prennent afin de réaliser le mandat de la BCE.** En particulier, il incombe au président de la BCE et aux autres membres du Directoire d'expliquer et de justifier leurs décisions collectives au niveau de l'UE. Cela reflète la disposition centrale des Traités, selon laquelle le mandat de politique monétaire de la BCE concerne l'ensemble de la zone euro et que les gouverneurs des banques centrales nationales (BCN) ne représentent pas leurs pays respectifs

---

<sup>38</sup> Ibid.

<sup>39</sup> L'article 284, paragraphe 3, du TFUE est rédigé comme suit : « *La Banque centrale européenne adresse un Rapport annuel sur les activités du SEBC et sur la politique monétaire de l'année précédente et de l'année en cours au Parlement européen, au Conseil et à la Commission, ainsi qu'au Conseil européen. Le président de la Banque centrale européenne présente ce Rapport au Conseil et au Parlement européen, qui peut tenir un débat général sur cette base.*

*Le président de la Banque centrale européenne et les autres membres du Directoire peuvent, à la demande du Parlement européen ou de leur propre initiative, être entendus par les commissions compétentes du Parlement européen. »*

mais les intérêts de la zone euro lorsqu'ils participent aux réunions du Conseil des gouverneurs<sup>40</sup>. Ainsi, selon les Traités, l'obligation de rendre compte de la BCE est acquittée au niveau de l'UE. Autrement dit, une politique monétaire unique impose une obligation de rendre compte unique<sup>41</sup>.

**L'obligation de rendre compte est un aspect fondamental de la délégation à des organismes indépendants dans les sociétés démocratiques.** La justification de cette obligation peut être analysée dans le cadre d'une relation mandant-mandataire ; des pouvoirs étant délégués à un mandataire (la BCE) pour être exercés indépendamment de son mandant (le Parlement européen et, *in fine*, les citoyens de l'UE), des dispositions doivent être prises pour s'assurer que le mandataire respecte son mandat<sup>42</sup>. Un degré d'indépendance élevé est accordé à la BCE afin qu'elle soit protégée contre toute tentation des gouvernements d'essayer d'influer sur la politique monétaire<sup>43</sup>. L'indépendance protège également le mandant contre le risque que le mandataire soit détourné de son mandat en raison de motivations court-termistes. Toutefois, l'indépendance ne signifie pas que les banques centrales peuvent agir dans la plus totale liberté. Dans les sociétés démocratiques modernes, les institutions indépendantes doivent rendre compte de leurs actes<sup>44</sup>. En fait, pour que la délégation de pouvoirs à un mandataire indépendant non élu soit démocratiquement légitime, il est essentiel que le mandataire soit tenu de rendre compte à des organismes directement élus. La littérature souligne que, pour que l'obligation de rendre compte dans une relation mandant-mandataire soit effective, un contrat clair et détaillé du mandat confié au mandataire est nécessaire pour permettre une surveillance appropriée du

<sup>40</sup> Cf. Mersch (Y.), « *Aligning accountability with sovereignty in the European Union: the ECB's experience* », discours prononcé lors de la conférence juridique de la BCE, Francfort-sur-le-Main, 4 septembre 2017. Les BCN sont toutefois bien placées pour expliquer les décisions de politique monétaire au niveau national par le biais d'échanges et d'une communication avec les publics nationaux, en particulier si l'on tient compte du cadre multinational de la zone euro. En outre, ces dernières années, les gouverneurs de certaines BCN ont participé à des échanges de vues devant la commission ECON, où ils ont été invités à discuter de la situation économique et de questions de gouvernance de l'UEM.

Cf. également Praet (P.), « *Communicating the complexity of unconventional monetary policy in EMU* », discours prononcé lors de la conférence 2007 de la BCE sur la communication de banque centrale, Francfort-sur-le-Main, 15 novembre 2017.

<sup>41</sup> Cf. Mersch (Y.), *op. cit.*

<sup>42</sup> Pour une analyse comparative de la définition des dispositions relatives à l'obligation de rendre compte dans des échantillons comptant 38, 46 et 36 banques centrales en 1990, 1998 et 2006, respectivement, cf. le rapport établi par le Groupe sur la gouvernance des banques centrales de la Banque des règlements internationaux, « *Obligation de rendre compte, transparence et surveillance* », dans *Les enjeux de la gouvernance des banques centrales*, BRI, 18 mai 2009.

<sup>43</sup> Cf. Cœuré (B.), « *Independence and accountability in a changing world* », discours prononcé lors du Transparency International EU event « *Two sides of the same coin? Independence and accountability of the European Central Bank* », Bruxelles, 28 mars 2017.

<sup>44</sup> Cf. Praet (P.), « *Have unconventional policies overstretched central bank independence? Challenges for accountability and transparency in the wake of the crisis* », discours prononcé à l'occasion du « *Symposium on Building the Financial System of the 21st Century: An Agenda for Europe and the United States* », Francfort-sur-le-Main, 29 mars 2017.

mandataire par le mandant<sup>45</sup>. Dans le cas de la BCE, ce contrat est représenté par le Traité, qui inscrit le mandat de stabilité des prix de la BCE dans le droit primaire.

**La légitimité de l'indépendance de la BCE repose par conséquent sur son obligation de rendre compte.** Celle-ci garantit que l'indépendance ne conduira pas à l'arbitraire et que le mandat sera rempli. De ce point de vue, des dispositions appropriées en matière d'obligation de rendre compte confortent les arguments en faveur de l'indépendance<sup>46</sup>. L'indépendance et l'obligation de rendre compte sont donc les deux faces indissociables d'une même médaille et se renforcent mutuellement<sup>47</sup>. Il n'est possible pour les banques centrales d'être « très puissantes et indépendantes bien que non élues » que s'il existe un cadre de gouvernance robuste et bien défini<sup>48</sup>.

**Même avant la crise, des pratiques s'étaient déjà développées en matière d'obligation de rendre compte qui ne reflétaient pas seulement les obligations du Traité, mais allaient au-delà.** Conformément aux exigences du Traité, la BCE remet chaque année au Parlement européen, au Conseil, à la Commission et au Conseil européen, un rapport annuel sur ses tâches, les activités du Système européen de banques centrales (SEBC) et la politique monétaire de l'Eurosystème. En outre, le vice-président de la BCE présente le rapport à la commission ECON du Parlement européen lors d'une séance spéciale. Le rapport est également présenté au président à l'occasion d'un débat en séance plénière sur la résolution du Parlement européen qui résume son avis relatif aux politiques et pratiques de la BCE<sup>49</sup>. Une pierre angulaire du cadre de responsabilité est constituée par le « dialogue monétaire », c'est-à-dire la participation du président de la BCE aux auditions publiques trimestrielles régulières devant la commission ECON, où il prononce une déclaration relative aux actions de la BCE et répond aux questions des membres du Parlement européen assistant à l'audition<sup>50</sup>. L'importance de cette pratique, prévue par l'article 126 du Règlement intérieur du Parlement européen<sup>51</sup>

<sup>45</sup> Cf., par exemple, Fratianni (M.), Von Hagen (J.) et Waller (C.), « *Central banking as a political principal-agent problem* », *Economic Inquiry*, vol. 35(2), 1997, p. 378-393 ; Dyson (K.), « *The age of the euro: a structural break? Europeanization, convergence and power in central banking* », dans Dyson (K.) et Marcussen (M.) (eds.), *Central Banks in the age of the euro*, Oxford University Press, 2009, p. 1-52 ; et Eggertson (M.G.B.) et Le Borgne (M.E.), « *A political agency theory of central bank independence* », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 42(4), 2010, p. 647-677.

<sup>46</sup> Cf. Mersch (Y.), *op. cit.*

<sup>47</sup> La nécessité d'interpréter l'obligation de rendre compte non seulement comme un « exercice de justification » mais aussi comme une activité essentielle pour l'accomplissement des missions de la BCE, pour sa crédibilité, et ainsi pour l'efficacité de la politique monétaire a également été soulignée par Otmar Issing au début des années 2000. Cf. Issing (O.), « *The Euro Area and the Single Monetary Policy* », OeNB Working Papers, n° 44, Oesterreichische Nationalbank, 2001.

<sup>48</sup> Cf. Draghi (M.), « *Central bank communication* », éditorial du Handelsblatt, 4 août 2014.

<sup>49</sup> Les rapports d'initiative sont prévus à l'[Article 52 du Règlement intérieur du Parlement Européen, 8<sup>e</sup> législature – janvier 2017](#).

<sup>50</sup> L'audition est diffusée en direct et le texte des observations liminaires ainsi que la retranscription des séances de questions et réponses sont publiés sur les sites internet de la BCE et du Parlement européen.

<sup>51</sup> Cf. l'[Article 126 du Règlement intérieur du Parlement Européen, 8<sup>e</sup> législature – janvier 2017](#).

et mise en œuvre depuis janvier 1999<sup>52</sup>, a été soulignée par le président de la BCE Mario Draghi lors d'une audition devant la commission ECON en septembre 2016<sup>53</sup>. Une étude publiée en 2004 conclut que la fréquence des auditions de la BCE devant le Parlement européen est supérieure à la moyenne des auditions des autres banques centrales devant leurs parlements respectifs<sup>54</sup>. En outre, les membres du Directoire de la BCE ont participé en de nombreuses occasions à des auditions devant la commission ECON pour expliquer le raisonnement et les décisions de la BCE à propos de questions spécifiques, comme prévu également par l'article 126, paragraphe 4, du Règlement intérieur du Parlement européen. De plus, tous les membres du Parlement européen (pas seulement les membres de l'ECON) sont habilités à poser des questions écrites à la BCE, afin de clarifier les motivations et le raisonnement de la banque centrale sur lesquels s'appuie une décision particulière. Les réponses à ces questions sont signées par le président de la BCE et publiées sur les sites internet de la BCE et du Parlement européen. Ces dispositions ont été adoptées au début des années 2000 dans un accord conclu entre la BCE et le Parlement européen et sont actuellement formalisées à l'article 131 du Règlement intérieur du Parlement Européen. Le tableau 1 résume les principaux moyens dont dispose la BCE pour rendre compte au Parlement européen.

**Tableau 1**

Principaux moyens de la BCE pour rendre compte auprès du Parlement européen

Moyen de rendre compte	Description
Rapport annuel	La BCE remet un rapport annuel sur ses tâches, les activités du SEBC et la politique monétaire de l'Eurosystème au Parlement européen, au Conseil et à la Commission. Le rapport est présenté chaque année au Parlement européen par le vice-président de la BCE lors d'une séance spéciale de la commission ECON et par le président à l'occasion d'un débat en séance plénière.
Auditions et échanges de vues	Le président de la BCE participe à des auditions trimestrielles devant la commission ECON. Les autres membres du Directoire participent également aux auditions devant la commission ECON pour expliquer le raisonnement et les décisions de la BCE à propos de questions spécifiques.
Questions écrites	Les membres du Parlement européen peuvent soumettre des questions écrites à la BCE.

**La BCE a également développé d'autres moyens de communication au fil des ans pour rendre ses décisions plus transparentes pour le grand public afin que les citoyens de l'UE soient mieux à même de les comprendre et de les juger.** La communication et la transparence sont des aspects cruciaux de l'obligation

<sup>52</sup> La résolution du Parlement européen du 2 avril 1998 sur [la responsabilité démocratique dans la troisième phase de l'UEM](#) contenait déjà une demande d'instauration d'un dialogue entre le Parlement européen et la BCE sur les affaires monétaires et économiques, dont le cadre devait être confirmé par un accord mutuel. En particulier, outre la présentation du rapport annuel de la BCE prévu par le Traité, elle demandait d'organiser des réunions trimestrielles pour aborder les évolutions récentes en matière monétaire et économique avec le président et/ou d'autres membres du directoire.

<sup>53</sup> Cf. [la transcription de l'audition du président de la BCE devant la commission ECON le 26 septembre 2016](#).

<sup>54</sup> Cf. Eijffinger (S.C.W.) et Mujagic (E.), « *An Assessment of the Effectiveness of the Monetary Dialogue on the ECB's Accountability and Transparency: A Qualitative Approach* », *Intereconomics*, vol. 39, n° 4, 2004, p. 190-203.

de rendre compte de la BCE<sup>55</sup>. Par le biais de différents canaux, la BCE fournit au grand public et aux marchés toutes les informations pertinentes sur sa stratégie, ses évaluations et ses décisions de politique monétaire. En particulier, la BCE organise des conférences de presse immédiatement après les réunions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. En outre, en s'appuyant sur l'article 284, paragraphe 3, du TFUE et sur l'article 15, paragraphe 1, des Statuts du SEBC, la BCE publie huit fois par an son *Bulletin économique* qui couvre les principales évolutions économiques, financières et monétaires qui constituent la base des décisions du Conseil des gouverneurs, et publie chaque semaine la *Situation financière consolidée de l'Eurosystème*, qui donne des informations sur les opérations de politique monétaire, les opérations de change et les activités de placement. De plus, la BCE a récemment accru la transparence des réunions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, qui sont organisées toutes les six semaines, en publiant un compte rendu des discussions. Notamment, la BCE a été la première grande banque centrale à organiser des conférences de presse régulières après chaque réunion de politique monétaire<sup>56</sup>. En outre, les membres du directoire sont régulièrement en contact avec le public par le biais d'articles, d'interviews et de discours à l'occasion d'événements publics. Toutes ces mesures (résumées dans le tableau 2) contribuent à clarifier les décisions de politique monétaire de la BCE et le raisonnement qui les sous-tend, fournissant des outils de surveillance supplémentaires aux autres institutions de l'UE, notamment le Parlement européen, et aux citoyens de l'UE, au-delà des moyens traditionnels de rendre compte.

**Tableau 2**

Informations supplémentaires sur les moyens de rendre compte de la BCE

Moyen de rendre compte	Description
<b>Conférences de presse</b>	La BCE organise des conférences de presse après chaque réunion, c'est-à-dire toutes les six semaines.
<b>Bulletin économique</b>	Le <i>Bulletin économique</i> ( auparavant <i>Bulletin mensuel</i> ) présente les informations économiques et monétaires qui constituent la base des décisions du Conseil des gouverneurs. Il est publié huit fois par an, deux semaines après chaque réunion de politique monétaire.
<b>Situation financière hebdomadaire</b>	La situation financière consolidée de l'Eurosystème, qui est publiée chaque semaine, donne des informations sur les opérations de politique monétaire, les opérations de change et les activités de placement.
<b>Comptes rendus des réunions de politique monétaire</b>	Les comptes rendus des discussions du Conseil des gouverneurs sont publiés quatre semaines après chaque réunion de politique monétaire.
<b>Articles, interviews et discours</b>	Les membres du Directoire communiquent régulièrement avec le public sous la forme d'articles, d'interviews et de discours, qui sont publiés sur le site internet de la BCE.

<sup>55</sup> Les deux dimensions de la transparence sont pertinentes à cet égard. D'une part, la transparence est considérée être un outil destiné à améliorer l'efficacité de la politique de la BCE. Comme expliqué sur le [site internet de la BCE](#), la transparence aide le public à comprendre la politique monétaire de la BCE, et une meilleure compréhension par le public rend la politique plus crédible et plus efficace. D'autre part, la transparence est considérée être un outil de gouvernance essentiel pour assurer la confiance du public dans l'institution. Cf. Cœuré (B.), *op. cit.* La transparence de la BCE a récemment fait l'objet d'un débat dans la littérature en lien avec la responsabilité et l'indépendance de la BCE. Cf., par exemple, Curtin (D.), « *Accountable Independence' of the European Central Bank: Seeing the Logics of Transparency* », European Law Journal, vol. 23(1-2), août 2017, p. 28-44.

<sup>56</sup> Cf. Liikanen (E.), « [Introductory Remarks at the Panel Discussion 'Is More Always Better? Transparency, Accountability and the Clarity of Message'](#) », Conférence de la BCE sur la communication de banque centrale, Francfort-sur-le-Main, 14 novembre 2017.

### 3 Le défi posé par la crise à l'obligation de rendre compte de la BCE

**La crise a remis en question l'obligation de rendre compte de la BCE sur deux plans essentiellement.** Le premier concerne toutes les grandes banques centrales ; avec la crise, la surveillance de la politique monétaire est devenue plus compliquée en raison des circonstances économiques exceptionnelles et du recours aux mesures non conventionnelles. Le second concerne la BCE uniquement, dans la mesure où il résulte de l'évolution du cadre institutionnel de l'Union économique et monétaire (UEM) en réponse à la crise.

**La crise et l'adoption de mesures non conventionnelles ont remis en question l'obligation de rendre compte des banques centrales en rendant la surveillance de la politique monétaire plus compliquée.** L'adoption d'un éventail de mesures – conventionnelles et non conventionnelles – et les implications de la crise pour la transmission de la politique monétaire dans la zone euro signifient, par exemple, qu'en période de crise, il s'est révélé presque impossible de suivre l'orientation de la politique monétaire à l'aide d'outils simples<sup>57</sup>. D'une part, la prise de conscience du rôle essentiel de la politique monétaire durant la crise a conduit à accorder une attention accrue à l'élaboration et aux implications de cette politique, y compris les aspects opérationnels des achats d'actifs et leurs effets distributifs. D'autre part, le grand public a dû faire face à la complexité croissante non seulement de l'éventail d'instruments utilisés simultanément, mais aussi de chaque instrument mis en œuvre individuellement et de son effet sur l'économie<sup>58</sup>. À cet égard, il convient également de souligner que la BCE est la banque centrale de 19 pays différents et, en tant qu'institution de l'UE, elle doit se faire comprendre dans un nombre encore plus élevé de langues. Dans tous ces pays – comme l'a fait remarquer son président, Mario Draghi – les attentes des citoyens sont différentes, ce qui constitue un défi permanent<sup>59</sup>. La complexité croissante pose un défi majeur en termes de responsabilité, non seulement pour la BCE mais également pour les autres banques centrales des économies avancées, où certains ont ouvertement remis en question l'équilibre entre indépendance et obligation de rendre compte<sup>60</sup>.

**Le deuxième défi est propre au contexte institutionnel européen et concerne les nouvelles missions attribuées à la BCE.** Dans le cadre de la réforme de la gouvernance de l'UEM durant la crise, la BCE s'est vue confier un certain nombre de nouvelles fonctions qui vont au-delà de son rôle traditionnel de banque centrale. Par exemple, avec la création du mécanisme de surveillance unique (MSU) en 2014, la BCE est désormais chargée de la surveillance microprudentielle du système

<sup>57</sup> Cf. Praet (P.), « *Have unconventional policies overstretched central bank independence? Challenges for accountability and transparency in the wake of the crisis* », discours prononcé à l'occasion du « Symposium on Building the Financial System of the 21st Century: An Agenda for Europe and the United States », Francfort-sur-le-Main, 29 mars 2017.

<sup>58</sup> Cf. Cœuré (B.), « *Central banking in times of complexity* », remarques formulées lors d'une conférence à l'occasion du 350<sup>e</sup> anniversaire de la Sveriges Riksbank, Stockholm, 25 mai 2018.

<sup>59</sup> Cf. Draghi (M.), « *Central bank communication* », *op. cit.*

<sup>60</sup> Au sujet des défis posés par les politiques monétaires non conventionnelles à l'indépendance des banques centrales, cf. Goodhart (C.) et Lastra (R.), « *Populism and Central Bank Independence* », *Open Economies Review*, vol. 29(1), 2017, p. 49-68.

bancaire de la zone euro. Avec l'entrée en vigueur du règlement MSU, la BCE s'est également vue attribuer des outils macroprudentiels afin de faire face à l'apparition d'éventuels risques systémiques au sein du système financier<sup>61</sup>. En outre, depuis 2010, la BCE a un rôle consultatif dans les programmes d'assistance financière de l'UE, intervenant en liaison avec la Commission européenne ; ce rôle a été codifié par la suite dans le paquet législatif « two-pack »<sup>62</sup>. Cette extension du rôle et des missions de la BCE a conduit les observateurs à s'interroger sur l'obligation de rendre compte de la BCE dans la mesure où elle était amenée, en tant qu'« organe principal », à suivre simultanément un éventail plus large d'instruments et d'objectifs<sup>63</sup>. Enfin, une caractéristique spécifique de l'UEM concerne l'interaction des politiques de la BCE avec d'autres politiques dans un contexte de gouvernance à plusieurs niveaux ; si les politiques de l'UE ont joué un plus grand rôle durant la crise (avec la création, par exemple, de l'union bancaire), dans certains cas elles continuent de faire doublon avec les politiques nationales, ce qui risque de créer de la confusion au sein du grand public au sujet des attributions de responsabilités et des obligations de rendre compte<sup>64</sup>.

**En raison de ces défis, la politique monétaire de la BCE a fait l'objet d'une attention accrue et d'une surveillance de la part du public.** La couverture médiatique des actions de la BCE est la preuve de cet intérêt public croissant. Du point de vue de l'obligation de rendre compte, on peut noter que la forte hausse du nombre d'articles de journaux consacrés à la BCE après le début de la crise de la dette souveraine en 2010 (cf. graphique 1) s'est accompagnée d'une augmentation comparable du nombre d'articles citant conjointement la BCE et le Parlement européen. Cela peut être le signe d'une couverture médiatique plus large des canaux servant à exercer l'obligation de rendre compte de la BCE devant le Parlement européen. Cette attention ne s'est pas limitée aux médias, elle s'est étendue au grand public, qui a pris davantage conscience de la BCE ; selon l'enquête Eurobaromètre, le pourcentage de citoyens européens ayant entendu parler de la BCE a augmenté de manière significative durant la crise (cf. graphique 2). Enfin, les intervenants de marché ont également accordé une plus grande attention aux canaux de responsabilité de la BCE. Si la conférence de presse qui a lieu régulièrement après la réunion du Conseil des gouverneurs demeure l'outil qu'ils privilégient pour comprendre la politique monétaire de la BCE, les auditions du président de la BCE devant le Parlement européen ont également attiré l'attention des intervenants de marché à certaines occasions, lorsqu'ils cherchaient d'éventuels signes d'un changement d'orientation future de la politique monétaire. L'analyse des variations de données à haute fréquence des prix d'actifs sur les marchés financiers semble indiquer que ces auditions n'ont généralement

<sup>61</sup> Dans le domaine de la stabilité financière, la BCE apporte également un soutien analytique au Conseil européen du risque systémique.

<sup>62</sup> Cf. Règlement (UE) n° 472/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 relatif au renforcement de la surveillance économique et budgétaire des États membres de la zone euro connaissant ou risquant de connaître de sérieuses difficultés du point de vue de leur stabilité financière, JO L 140, 27.05.2013.

<sup>63</sup> Cf. Pisani-Ferry (J.) et von Weizsäcker (J.), « *Can a less boring ECB remain accountable?* », Bruegel Policy Contribution, numéro 2009/11, septembre 2009.

<sup>64</sup> Cf. Mersch (Y.), *op. cit.*

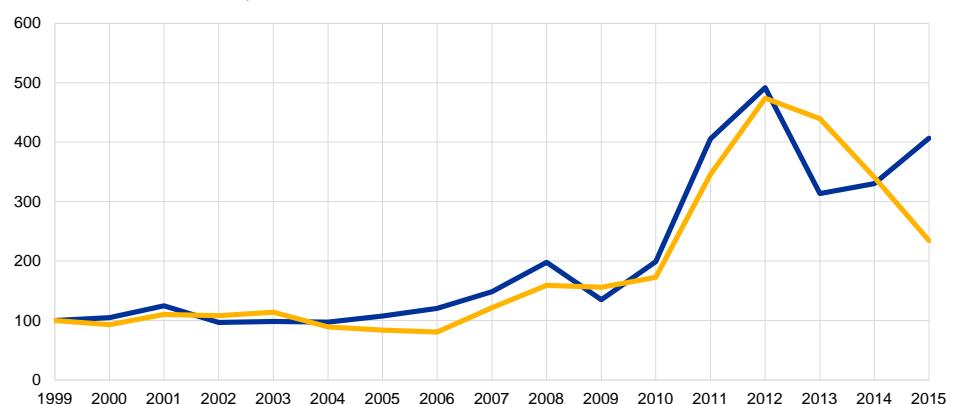
pas eu d'impact significatif sur les marchés ; à quelques occasions, cependant (par exemple, lors de l'audition régulière de novembre 2015), une réaction relativement mineure et essentiellement de courte durée a été observée sur les marchés. Toutefois, la BCE a considéré ces auditions principalement comme un moyen de justifier ses choix de politique monétaire auprès des membres du Parlement européen, plutôt que comme un autre outil de communication avec les marchés, comme le font également apparaître les données.

### Graphique 1

#### Attention médiatique accordée à la BCE et au Parlement européen

(nombre d'articles de journaux citant la BCE ou la BCE conjointement avec le Parlement européen ; indice : 1999 = 100)

— BCE  
— BCE et Parlement européen

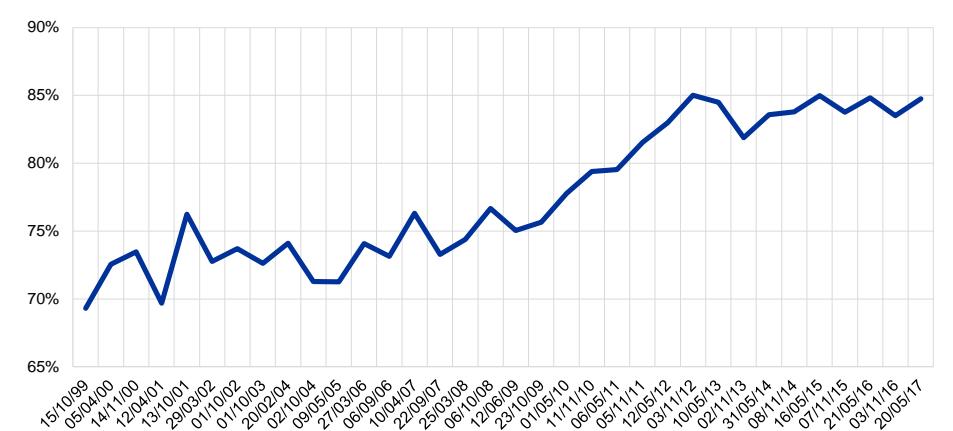


Sources : Dow Jones Factiva et calculs de la BCE.

### Graphique 2

#### Sensibilisation du public envers la BCE

(réponses positives à la question « Avez-vous entendu parler de la BCE ? » ; en pourcentages)



Sources : Eurobaromètre et calculs de la BCE.

**Il était important, du point de vue de la BCE, de veiller à ce que son obligation de rendre compte évolue de manière à répondre aux évolutions induites par la crise tout en respectant son indépendance.** Après la mise en place du MSU, des dispositions spécifiques ont été définies et mises en œuvre au titre de l'obligation de

rendre compte, afin de préserver la responsabilité de la BCE dans son rôle prudentiel. Ce régime, développé au sein du cadre de responsabilité existant, a été inscrit dans le règlement MSU<sup>65</sup>, décrit dans l'encadré 1. En ce qui concerne les missions existantes des banques centrales faisant l'objet d'une attention accrue, il n'a pas été nécessaire de modifier les dispositions du Traité ni le cadre global ; l'utilisation étendue de leur champ d'application permettait une évolution des pratiques de la BCE au titre de l'obligation de rendre compte<sup>66</sup>.

## Encadré 1

### Dispositions relatives à l'obligation de rendre compte dans le cadre de la nouvelle mission de surveillance prudentielle

Joachim Eule et Nicolò Fraccaroli

**La création du MSU en 2014 et les responsabilités qu'il confie à la BCE en matière de surveillance prudentielle ont abouti à une des modifications significatives du cadre de responsabilité suscitées par la crise.** Dans le cadre du règlement MSU, un régime spécifique a été défini en ce qui concerne l'obligation de rendre compte de la BCE pour cette nouvelle mission. Le respect dans la pratique des obligations de rendre compte au titre de la surveillance prudentielle a été exposé plus en détail dans un accord interinstitutionnel entre le Parlement européen et la BCE<sup>67</sup> ainsi que dans un protocole d'accord entre le Conseil de l'UE et la BCE<sup>68</sup>. Conformément à ces textes, les trois canaux « traditionnels » du cadre de responsabilité de la BCE ont été étendus à la Supervision bancaire de la BCE. Premièrement, le président du Conseil de surveillance prudentielle participe à des auditions régulières et à des échanges de vues au Parlement européen<sup>69</sup>. Deuxièmement, les membres du Parlement européen peuvent adresser des questions écrites au sujet de la surveillance au président du Conseil de surveillance prudentielle. Au cours de l'année 2017, la BCE a publié 39 réponses à des questions posées par les membres du Parlement européen au sujet de la surveillance prudentielle (cf. graphique A). Troisièmement, depuis 2014, la BCE publie un Rapport annuel sur ses activités prudentielles, présenté par le président du Conseil de surveillance prudentielle lors d'une audition publique au Parlement européen. Le rapport est également soumis au Conseil, à l'Eurogroupe, à la Commission européenne et aux parlements nationaux des États membres participants. C'est ainsi qu'entre février 2014 et mars 2018, Danièle Nouy, présidente du Conseil de surveillance prudentielle, a été auditionnée à 20 reprises par le Parlement européen dans le cadre d'auditions ordinaires et d'échanges de vues *ad hoc* avec les membres du Parlement européen, ainsi que pour présenter les rapports annuels. Outre les auditions et les échanges de vues prévus dans l'accord interinstitutionnel, le président et

<sup>65</sup> Règlement (UE) n° 1024/2013 du Conseil du 15 octobre 2013 confiant à la Banque centrale européenne des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit, JO L 287 du 29.10.2013.

<sup>66</sup> Cf. Giovannini (A.) et Jamet (J.), « *Matching accountability with independence: the ECB's experience* », dans Ziller (J.) (éd.), *The Communication of the European Central Bank: an Interdisciplinary Analysis*, Giappichelli, Turin, 2018 (à paraître).

<sup>67</sup> Accord interinstitutionnel entre le Parlement européen et la Banque centrale européenne sur les modalités pratiques de l'exercice de la responsabilité démocratique et du suivi de l'accomplissement, par la BCE, des missions qui lui ont été confiées dans le cadre du mécanisme de surveillance unique (2013/694/UE), JO L 320 du 30.11.2013.

<sup>68</sup> Protocole d'accord entre le Conseil de l'Union européenne et la Banque centrale européenne sur la coopération en matière de procédures liées au mécanisme de surveillance unique (MSU).

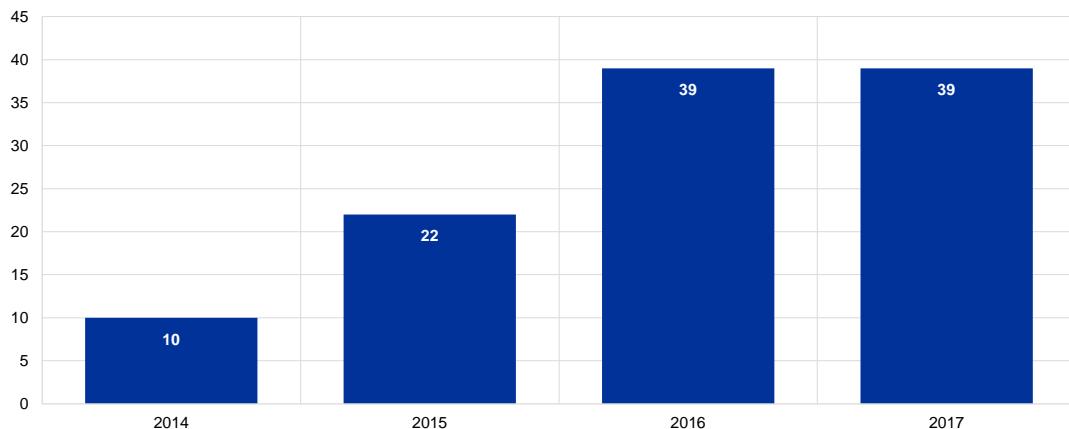
<sup>69</sup> Le président du Conseil de surveillance prudentielle participe également à des échanges de vues avec l'Eurogroupe. En outre, l'Eurogroupe peut adresser des questions écrites au président du Conseil de surveillance prudentielle.

le vice-président du Conseil de surveillance prudentielle ont également participé à des auditions avec les membres du Parlement européen au sujet de révisions de la législation bancaire de l'UE et du rapport de la Cour des comptes européenne sur la supervision bancaire de la BCE.

#### **Graphique A**

Réponses apportées aux questions des membres du Parlement européen sur des sujets de surveillance prudentielle

(nombre de réponses à des questions posées par des membres du Parlement européen sur des sujets de surveillance prudentielle, 2014-2017).



Sources : BCE et calculs de la BCE.

**De plus, le règlement MSU et l'accord interinstitutionnel prévoient des canaux spécifiques pour l'exercice de l'obligation de rendre compte de la BCE dans le cadre de sa fonction prudentielle.** Comme convenu dans l'accord interinstitutionnel, la BCE transmet au Parlement européen un compte rendu, complet et compréhensible, des réunions du Conseil de surveillance prudentielle, auquel les membres du Parlement européen ont accès dans une salle de lecture sécurisée. Le règlement MSU définit également le format des discussions confidentielles afin d'assurer l'entièvre confidentialité des échanges avec le Parlement européen lorsque c'est nécessaire. Ces canaux permettent une interaction complète entre la BCE et le Parlement européen sur les questions prudentielles et, donc, un degré élevé de responsabilité.

**Afin d'évaluer l'évolution des pratiques au titre de l'obligation de rendre compte, il est nécessaire d'aller au-delà des indices utilisés par les économistes pour mesurer le degré d'indépendance et de responsabilité de la banque centrale.** Les critères à partir desquels sont construits les indices de responsabilité faisant uniquement référence aux dispositions statutaires, ils ne sont pas en mesure de prendre en compte tous les aspects pertinents de la responsabilité démocratique des banques centrales. Les indices ont tendance à ne

pas évoluer de manière significative au fil du temps<sup>70</sup>, ce qui donne l'impression que les changements apportés au cadre ne répondent pas correctement à l'évolution des exigences en matière de responsabilité (cf. graphique 3). Toutefois, cette incohérence s'explique dans une large mesure par la nature *de jure* de ces indices ; ils sont estimés à partir de dispositions juridiques destinées à garantir le respect de son obligation de rendre compte par la banque centrale (pour les indices de responsabilité) et afin de la protéger des pressions politiques (pour les indices d'indépendance). Comme cela a été souligné dans la littérature, cependant, il est important d'examiner la responsabilité *de facto*, qui dépend non seulement des dispositions juridiques, mais également de l'intensité des interactions entre le parlement et la banque centrale<sup>71</sup>. Dans le cas de la BCE, les pratiques au titre de l'obligation de rendre compte ont évolué durant la crise afin de permettre une surveillance accrue (cf. section suivante).

---

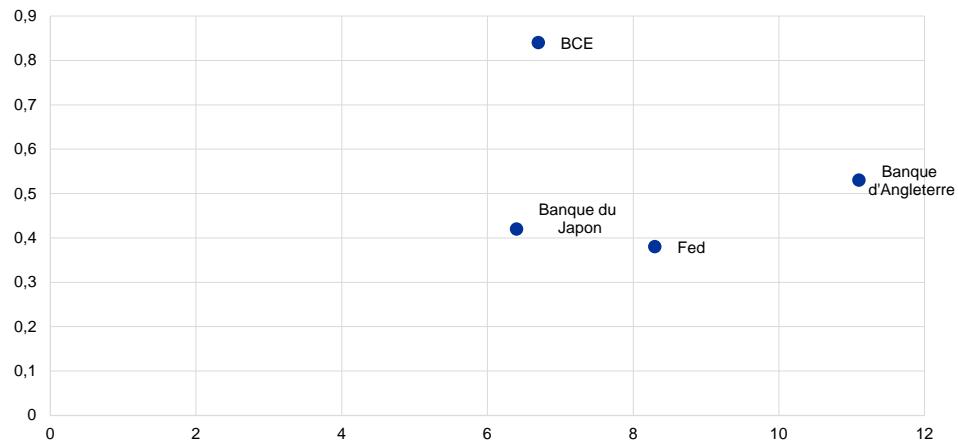
<sup>70</sup> Cf. Garriga (A.C.), « *Central Bank Independence in the World: A New Dataset* », *International Interactions*, vol. 42(5), 2016, p. 849-868, qui actualise l'indice d'indépendance pour la période 1970-2012 ; et Bodea (C.) et Hicks (R.), « *Price Stability and Central Bank Independence: Discipline, Credibility and Democratic Institutions* », *International Organization*, vol. 69(1), 2015, p. 35-61, qui fait de même pour la période 1973-2015. L'indice de responsabilité a également été calculé par De Grauwe (P.) et Gros (D.), « *Accountability and Transparency in Central Banking* », étude pour la Commission des Affaires économiques et monétaires du Parlement européen, 2009. En particulier, De Grauwe et Gros soulignent qu'en comparant leur mise à jour avec les estimations proposées dans la littérature, « il apparaît que les indices [de responsabilité] ne montrent aucun changement significatif de l'obligation de rendre compte » (p.20). Si l'on examine les résultats des cinq études différentes, on constate que la BCE a affiché des performances proches de celles du Système fédéral de réserve et de la Banque du Japon en termes d'obligation de rendre compte, mais inférieures à celles de la Banque d'Angleterre. En particulier, les faibles résultats de la BCE sont dus à des facteurs institutionnels, tels que l'impossibilité pour le Parlement européen de mettre son veto à la nomination des membres du Directoire de la BCE. En revanche, la BCE affiche le même score que les autres banques centrales en termes d'échanges parlementaires.

<sup>71</sup> Cf. De Grauwe (P.) et Gros (D.), *op. cit.*

### Graphique 3

#### Obligation de rendre compte et indépendance de la BCE, du Système fédéral de réserve, de la Banque d'Angleterre et de la Banque du Japon

(indices relatifs à l'obligation de rendre compte et à l'indépendance de la banque centrale ; axe des abscisses : obligation de rendre compte ; axe des ordonnées : indépendance)



Sources : De Grauwe et Gros (2009), Garriga (2016), Bodea et Hicks (2015), Dincer et Eichengreen (2014) et calculs de la BCE. Notes : Plus la valeur est élevée, plus le degré d'obligation de rendre compte et d'indépendance, respectivement, est élevé. L'indice utilisé pour calculer l'obligation de rendre compte correspond à la moyenne de cinq indices différents développés dans la littérature et actualisés en 2009 par De Grauwe et Gros. L'indice d'indépendance correspond à la moyenne des actualisations effectuées par Dincer et Eichengreen en 2014, Bodea et Hicks en 2015 et Garriga en 2016, qui n'ont constaté aucune variation de l'indice pour les quatre banques centrales depuis les années 1990. Ces trois travaux ont actualisé les indices relatifs à l'indépendance à l'aide de la méthodologie développée par Cukierman, Webb et Neyapti en 1992. Cf. Dincer (N.) et Eichengreen (B.), « *Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures* », *International Journal of Central Banking*, vol. 10, n° 1, 2014, p. 189-259 ; et Cukierman (A.), Webb (S.B.) et Neyapti (B.), « *Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes* », *The World Bank Economic Review*, vol. 6, n° 3, 1992, p. 353-398.

## 4 L'évolution des pratiques de la BCE en matière d'obligation de rendre compte

**En s'appuyant sur les dispositions du Traité, la BCE a réagi aux défis posés par la crise en renforçant ses pratiques au titre de l'obligation de rendre compte, aussi bien du point de vue de la fréquence, du format et du contenu qu'en termes d'interactions avec les autres parties prenantes.** Le cadre juridique était suffisamment flexible pour répondre au besoin accru de la BCE d'expliquer et de justifier ses politiques devant le Parlement européen. Cela n'a pas résulté uniquement d'exigences extérieures, dans la mesure où il était dans le propre intérêt de la BCE de fournir au public et aux marchés une analyse complète de la situation économique et des décisions de politique monétaire, afin d'accroître la prévisibilité et la crédibilité de sa politique monétaire<sup>72</sup>.

### 4.1 Fréquence et format

**La fréquence des échanges entre la BCE et le Parlement européen s'est fortement accrue durant la crise, des auditions *ad hoc* venant compléter les auditions régulières devant le Parlement européen.** Les auditions trimestrielles

<sup>72</sup> Cf. Mersch (Y.), *op. cit.*

devant la Commission ECON demeurent la pierre angulaire de la relation entre la BCE et le Parlement européen. Néanmoins, dans la mesure où des règles parlementaires régissent le nombre et le calendrier des questions orales posées par les membres du Parlement européen au président de la BCE, d'autres instruments ont été utilisés afin d'accroître la fréquence des interactions entre la BCE et le Parlement européen. En s'appuyant sur l'article 284, paragraphe 3, du TFUE, les représentants de la BCE ont été invités à de nombreux échanges supplémentaires durant la crise (18 échanges entre 2008 et 2017), dont une audition extraordinaire du président de la BCE devant la Commission ECON au sujet de la crise en août 2011, ainsi qu'un échange de vues à huis clos avec le président de la BCE au sujet du rapport intitulé « Vers une véritable Union économique et monétaire » en 2012. En outre, trois auditions supplémentaires ont eu lieu devant la Commission ECON avec des représentants de la BCE, sur des sujets liés aux programmes d'assistance financière de l'UE<sup>73</sup>, un échange de vues sur la crise en général<sup>74</sup>, deux sur la gouvernance économique, quatre sur les systèmes de paiement et de règlement-livraison, et une sur des questions statistiques<sup>75</sup>. En outre, les membres du Directoire ont participé à une série de réunions organisées par le Parlement européen, avec des membres des parlements nationaux également (comme la semaine parlementaire européenne<sup>76</sup>) et à des échanges de vues avec les parlements nationaux<sup>77</sup>.

**De plus, le nombre de questions écrites adressées à la BCE par des membres du Parlement européen a fortement augmenté au cours des deux dernières législatures.** Le graphique 4 montre que la crise a été un facteur déterminant de cette tendance haussière, qui a abouti à une forte augmentation des questions écrites entre les 6<sup>e</sup> et 7<sup>e</sup> législatures, et à une hausse particulièrement prononcée durant la 8<sup>e</sup> législature. Au cours de la 7<sup>e</sup> législature, les membres du Parlement

---

<sup>73</sup> Dans le cadre de l'enquête sur le rôle et les activités de la Troïka (BCE, Commission et FMI) dans les pays sous programme de la zone euro, la BCE a également fourni des [réponses écrites](#) au questionnaire soumis par le Parlement européen, qui sont disponibles sur le site internet de la BCE.

<sup>74</sup> En 2009, José Manuel González-Páramo a participé à une audition organisée par le Comité spécial sur la crise financière, économique et sociale mis en place par le Parlement européen (cf. [Rapport annuel 2009 de la BCE](#), p.186).

<sup>75</sup> Bien que ne rentrant pas dans le cadre de l'obligation de rendre compte de la BCE, il y a également eu plusieurs échanges de vues au niveau du personnel sur des sujets d'actualité. Cf., par exemple, [Rapport annuel 2012 de la BCE](#), p. 162, et [Rapport annuel 2013 de la BCE](#), p. 178. L'échange de vues sur des questions statistiques, évoqué dans le corps du texte, est lié à AnaCredit, un projet statistique visant à mettre en place un ensemble de données, harmonisé dans l'ensemble des pays membres, contenant des informations détaillées sur les différents prêts bancaires dans la zone euro. Le projet a attiré l'attention de plusieurs membres du Parlement européen, qui ont également adressé des questions écrites à la BCE sur le sujet. La [réunion avec Sabine Lautenschläger, membre du Directoire](#) a été l'occasion, notamment, d'expliquer en détail la procédure suivie par la BCE pour préparer le règlement AnaCredit, définir les coûts liés à ce projet et veiller à l'implication des parties prenantes.

<sup>76</sup> Depuis février 2012, au début de chaque année, le Parlement européen organise un événement interparlementaire sur le semestre européen pour la coordination des politiques économiques, appelé semaine parlementaire européenne, qui réunit des parlementaires de tous pays de l'UE afin de débattre de questions économiques, budgétaires et sociales. Cette semaine parlementaire européenne a pour objet de fournir un cadre pour les débats et l'échange d'informations entre les parlements nationaux et le Parlement européen afin de garantir la responsabilité démocratique dans le domaine de la gouvernance économique.

<sup>77</sup> Si l'interaction de la BCE avec les parlements nationaux ne fait pas partie de ses activités au titre de l'obligation de rendre compte, il convient de noter que depuis 2012, le président de la BCE est intervenu devant six parlements nationaux : en Allemagne (en 2012 et en 2016), en Espagne et en France (2013), en Finlande (2014), en Italie (2015) et aux Pays-Bas (2017). En outre, d'autres membres du Directoire ont également participé à des réunions dans des parlements nationaux.

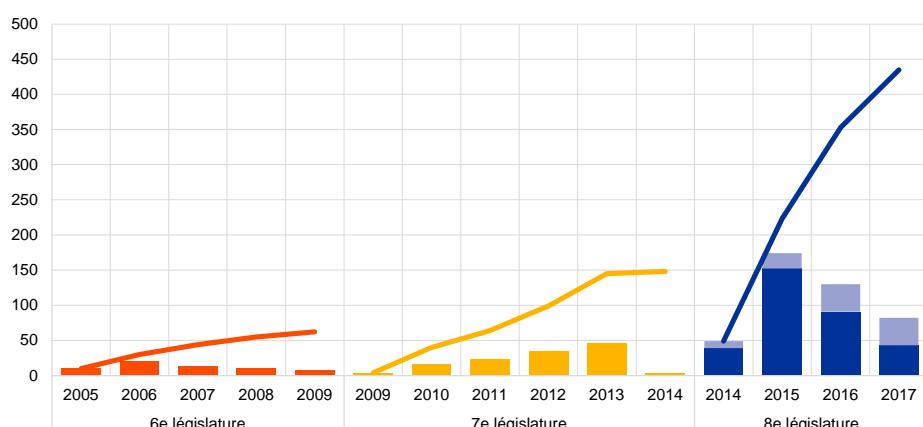
européen ont envoyé plus de deux fois plus de questions que leurs pairs durant la 6<sup>e</sup> législature (128 questions écrites contre 62). Si, en 2008, seulement 11 questions écrites ont été envoyées à la BCE, en 2013 elles ont été au nombre de 46.

La législature actuelle (2014-2019) est, cependant, la plus active jusqu'à présent, le nombre de lettres atteignant un pic à 152 en 2015, et 325 lettres ont déjà été envoyées à la BCE – plus que le total des 6<sup>e</sup> et 7<sup>e</sup> législatures. Enfin, il convient de souligner que depuis le début de la 8<sup>e</sup> législature, un grand nombre de questions écrites ont été envoyées par des groupes politiques plus petits, ce qui compense en partie le nombre limité de questions orales qu'ils peuvent poser durant les auditions régulières <sup>78</sup>. Cela tend à indiquer que l'envoi de questions écrites joue un rôle complémentaire par rapport aux auditions régulières, renforçant ainsi les canaux par lesquels la BCE s'acquitte de son obligation de rendre compte.

#### Graphique 4

#### Nombre de réponses aux questions écrites des membres du Parlement européen

(nombre par an et total cumulé, par législature)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Note : Les zones ombrées correspondent aux questions écrites sur des sujets de surveillance prudentielle.

#### La résolution du Parlement européen sur le Rapport annuel de la BCE sert également de plus en plus de canal de transmission de remarques à la BCE.

Si le rapport d'initiative du Parlement européen sur les activités de la BCE existe en tant qu'outil parlementaire depuis 1999, l'augmentation du nombre d'amendements proposés par les membres du Parlement européen suggère qu'il a gagné en importance de leur point de vue. En 2017, le nombre d'amendements prévus dans le rapport d'initiative sur le Rapport annuel 2016 de la BCE s'est élevé à 568, contre 269 l'année précédente. L'écart est encore plus important lorsqu'on compare le nombre d'amendements antérieurs à la crise de la dette souveraine en 2010 avec celui constaté durant et après la crise. La somme de l'ensemble des amendements présentés dans les rapports d'initiative entre 2005 et 2009 est plus faible que la somme des amendements prévus dans les rapports pour les seules années 2010

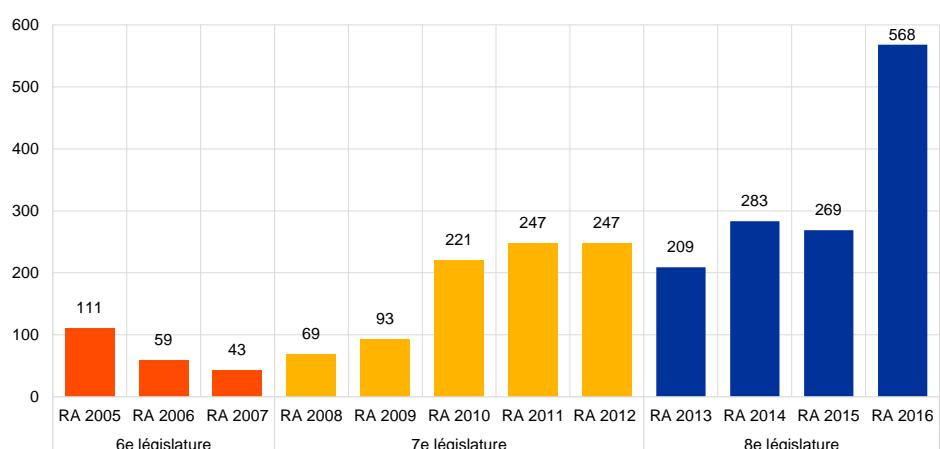
<sup>78</sup> Conformément aux règles internes du Parlement européen, les créneaux pour les questions/réponses durant les auditions sont alloués en fonction de la taille du groupe politique ; ainsi, les plus petits groupes et les membres non-inscrits du Parlement européen ont moins d'occasions de poser des questions orales au président de la BCE.

et 2011 (375 contre 468). Bien que ces données résultent probablement d'une plus grande polarisation des groupes politiques<sup>79</sup>, elles confirment également la pertinence croissante du *Rapport annuel* de la BCE pour les membres du Parlement européen en tant que moyen utile de rendre compte.

### Graphique 5

#### Participation des membres du Parlement européen aux rapports d'initiative sur le Rapport annuel de la BCE avant, durant et après la crise

(nombre d'amendements prévus par les membres du Parlement européen à la Commission ECON, par législature)



Sources : Calculs de la BCE à partir des informations du Parlement européen.

#### En 2016, la BCE a commencé à publier les commentaires formulés au sujet de la résolution du Parlement européen sur le Rapport annuel de la BCE<sup>80</sup>.

Chaque année, le Parlement européen tient une séance plénière au cours de laquelle il débat et vote au sujet de la résolution sur le Rapport annuel de la BCE de l'année précédente. En réponse à une demande explicite du Parlement européen<sup>81</sup>, la BCE a commencé à rendre publics les commentaires formulés à propos de ces résolutions. Cette pratique fournit – au-delà des exigences du Traité – un moyen supplémentaire à la BCE de rendre compte auprès du Parlement européen. En effet, les commentaires formulés permettent aux membres du Parlement européen d'obtenir des informations supplémentaires concernant l'orientation de la BCE sur un certain nombre de questions de politique monétaire, améliorant ainsi encore la qualité de l'échange entre les deux institutions. Par exemple, dans les commentaires sur la contribution apportée par le Parlement européen dans le cadre de sa résolution sur le Rapport annuel 2015 de la BCE<sup>82</sup>, la BCE a annoncé avoir remédié aux craintes exprimées par le Parlement européen au sujet de la transparence de

<sup>79</sup> Cf. Whitaker (R.), Hix (S.) et Dreyer (P.), « *MEPs' attitudes in the 2014-19 European Parliament: Key Findings from the European Parliament Research Group's Survey* », Données d'enquêtes auprès des membres du Parlement européen, 22 février 2017.

<sup>80</sup> Cf. « *Feedback on the input provided by the European Parliament as part of its resolution on the ECB Annual Report 2014* », 7 avril 2016.

<sup>81</sup> Dans sa *Résolution sur le Rapport annuel 2014 de la BCE*, présentée le 25 février 2016, le Parlement européen a demandé « d'inclure, dans le rapport annuel de la BCE, un retour d'information sur les contributions fournies dans le rapport annuel du Parlement ».

<sup>82</sup> Cf. « *Commentaires sur la contribution apportée par le Parlement européen dans le cadre de sa résolution sur le Rapport annuel 2015 de la BCE* », 10 avril 2017.

l'évolution des règlements BCE relatifs aux statistiques européennes. Elle a déclaré que le Conseil des gouverneurs avait approuvé de nouveaux principes qui tiennent compte des pratiques du Parlement européen, du Conseil et de la Commission en matière de transparence. Ainsi, le Parlement européen est désormais informé des consultations publiques sur les règlements de la BCE relatifs aux statistiques européennes, et invité à y participer<sup>83</sup>.

#### 4.2 Contenu

**L'intensification des interactions entre la BCE et le Parlement européen s'est accompagnée d'une modification du contenu des échanges.** En examinant l'évolution des sujets au fil du temps, il peut être observé que les députés européens ont fait porter leurs questions sur des sujets d'actualité au moment des auditions régulières. Le dialogue monétaire régulier a ainsi constitué un forum où la BCE peut rendre compte de son action et qui s'avère primordial pour expliquer sa position sur les questions liées à la stratégie de politique monétaire. La possibilité de discuter de sujets d'actualité est certainement un facteur important s'agissant de l'évaluation de l'efficacité d'un outil permettant de s'acquitter de cette obligation de rendre compte. Allant dans ce sens, les résultats d'une enquête récente<sup>84</sup> ont montré que 50 % des députés européens ont toujours estimé utiles les échanges avec le président de la BCE, et aucun ne les a trouvés inutiles.

#### Encadré 2

##### L'évolution des sujets et du ton des auditions de la BCE devant le Parlement

---

Nicolò Fraccaroli

**Les techniques d'analyse textuelle donnent des indications supplémentaires sur l'évolution du contenu et du ton des auditions devant la Commission économique et monétaire au fil du temps.** Sur la base des transcriptions des auditions devant la Commission économique et monétaire (ECON), il est possible d'identifier les mots les plus fréquemment utilisés durant les échanges entre 1999 et 2018 et leur évolution<sup>85</sup>. Le « nuage de mots » des auditions offre une synthèse visuelle des mots les plus fréquents dans les échanges (cf. graphique A), montrant que *euro*, *monetary policy (politique monétaire)*, *inflation* et *growth (croissance)* ont été les principaux termes qui sont apparus durant les débats. Dans le même temps, les points d'attention ont évolué avec la crise. Comme on pouvait s'y attendre, la crise elle-même est devenue un sujet important du dialogue monétaire, notamment à l'apogée de la crise dans la zone euro (cf. graphique B).

---

<sup>83</sup> Cf. « *Transparency in developing new ECB regulations on European statistics* », disponible sur le site internet de la BCE.

<sup>84</sup> Cf. Collignon (S.) et Diessner (S.), « *The ECB's Monetary Dialogue with the European Parliament: Efficiency and Accountability during the Euro Crisis?* », *Journal of Common Market Studies*, vol. 54, n° 6, 2016, p. 1296-1312.

<sup>85</sup> Les données utilisées pour cette analyse consistent en des transcriptions des auditions publiées par le Parlement européen. Un petit nombre de ces transcriptions (10 sur 75) ont été exclues de l'analyse, car elles n'étaient pas disponibles dans leur intégralité en anglais.

## Graphique A

Quels étaient les mots les plus fréquemment utilisés lors des auditions ?

Nuage de mots des auditions devant la Commission ECON (1999-2018)



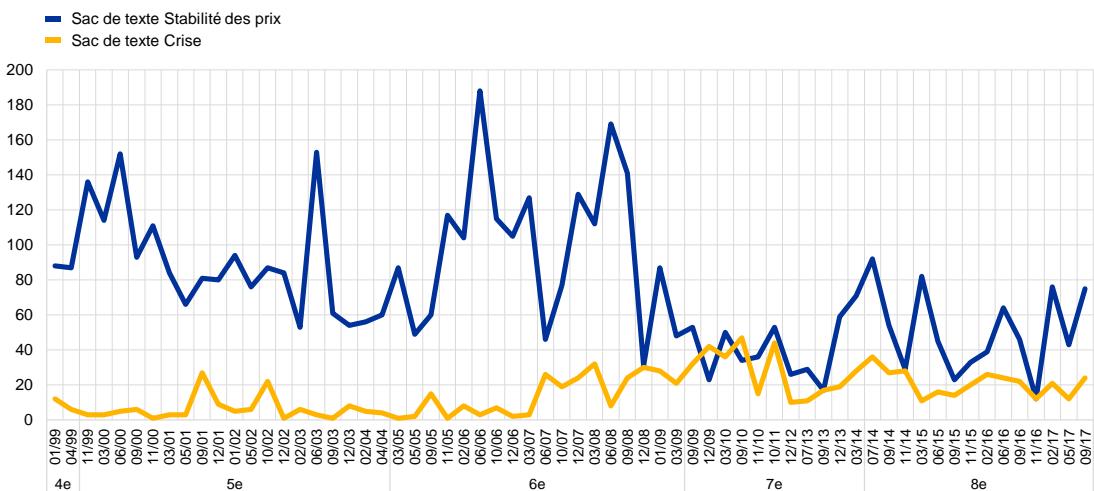
Sources : Calculs de la BCE à partir des informations du Parlement européen.

Notes : Le nuage de mots fait apparaître les 200 mots les plus fréquemment utilisés (plus la taille du mot est importante, plus sa fréquence d'occurrence est élevée), le seuil minimum étant fixé à au moins 50 occurrences dans le texte. Le texte a d'abord été nettoyé des mots utilisés couramment, de la ponctuation et des nombres. « Euro » a été le mot le plus utilisé avec 4 024 co-occurrences, tandis que « BCE » a été utilisé 3 267 fois. Le mot « *growth* (croissance) » est apparu 2 404 fois, tandis que « *stability* (stabilité) » et « *inflation* » ont affiché des fréquences similaires (2 217 et 2 076, respectivement).

## Graphique B

## Quand la crise s'est-elle invitée dans le dialogue BCE-Parlement européen et comment a-t-elle affecté les discussions sur la stabilité des prix ?

(occurrence des termes liés à la stabilité des prix et à la crise de 1999 à 2018, par an et par législature)



Sources : Calculs de la BCE à partir des informations du Parlement européen.

Notes : Les termes liés à la stabilité des prix correspondent au texte des auditions sont : *price(s)* (prix), *inflate* (majorer), *inflation*, *inflationary* (inflationniste), *IPCH*, *IPC*, *deflation* (déflation), *deflator* (déflateur), *deflationary* (déflationniste), *deflate* (faire baisser), *hyperinflation*, *hyperinflationary* (en situation d'hyperinflation). Les termes associés à la crise sont : *crisis* (crise), *crises*, *recession(s)* (récession[s]), *recessionary* (en situation de récession), *bust(s)* (recul(s) de l'activité), *stagnate* (stagner), *stagnation(s)*, *stagnating* (en stagnation), *bubble(s)*, *bubble(s)*, *crash(es)*, *slump(s)* (récession[s]), *downturn(s)* (récession[s]), *default(s)* (défaillir), *defaulting* (faisant défaillir), *turmoil(s)* (turbulences[s]).

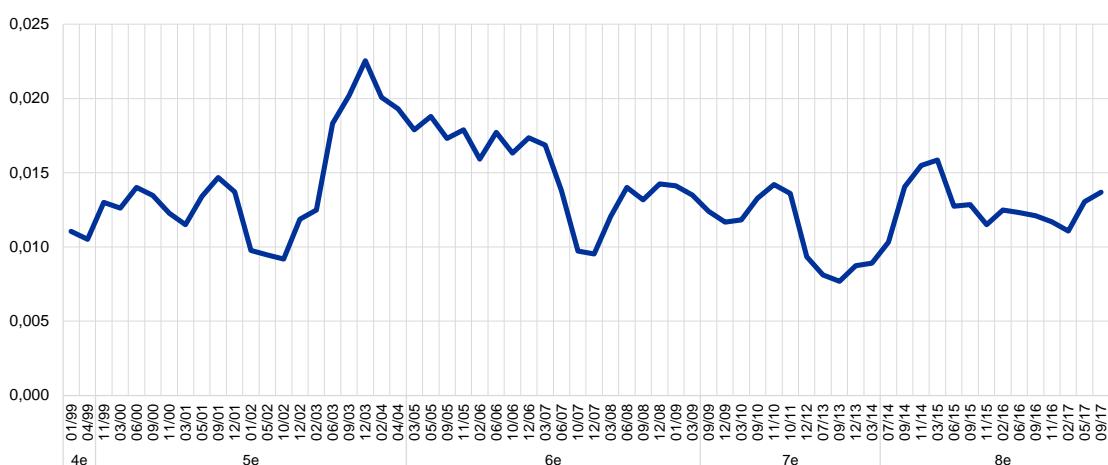
Un autre aspect connexe intéressant concerne le ton du dialogue monétaire, qui semble avoir évolué ces dernières années. Certains commentateurs ont fait valoir que la montée du

populisme dans le sillage de la crise a mis en péril l'indépendance des banques centrales<sup>86</sup>. Toutefois, ces opinions ont souvent reposé sur des données non confirmées, en raison de l'échec des mesures couramment utilisées dans la littérature à rendre compte de tels changements, comme cela a été expliqué dans la section précédente. L'analyse textuelle permet de combler cette lacune et d'apporter une démonstration empirique. En s'inspirant de la littérature relative à l'analyse de sentiments appliquée aux textes<sup>87</sup>, il est possible de calculer le degré de sentiments positifs et négatifs dans le dialogue monétaire, pour fournir une approximation du ton négatif adopté lors des auditions par la BCE et les députés européens, et ainsi mesurer comment le ton des débats parlementaires a évolué au fil du temps (cf. graphique C).

### Graphique C

Ratio de sentiment des auditions devant la Commission ECON, 1999-2018

(ratio de sentiment relatif aux transcriptions des auditions devant la Commission ECON, par an et par législature)



Sources : Parlement européen et calculs de la BCE.

Notes : La liste des termes positifs et négatifs est extraite d'un « sac de texte » (*text bag*) préconstruit utilisé dans la littérature développé par Bing Liu et al. pour le logiciel tidytext sous R (tidytext R package). Le sac de texte inclut 2 006 termes positifs et 4 782 termes négatifs. Le sentiment est calculé à l'aide d'une technique de dictionnaire courante, qui consiste à faire correspondre chaque terme des transcriptions à ceux figurant dans deux listes de mots positifs et négatifs afin d'obtenir un ratio de sentiment, calculé ainsi :

$$SentimentRatio_t = \frac{(|Positive_t| - |Negative_t|)}{(N_t)}$$

où  $t$  est une transcription du dialogue monétaire,  $N_t$  est le nombre de termes contenus dans la transcription  $t$ , et  $Positive_t$  et  $Negative_t$  sont, respectivement, le nombre de termes positifs et négatifs faisant l'objet d'une correspondance dans chaque transcription. 10 transcriptions de dialogue monétaire sur 75 sont manquantes dans l'analyse, car elles n'ont pas été traduites en anglais dans leur intégralité.

**Malgré la crise, le ton général des débats est resté positif.** Après avoir atteint un point culminant en février 2004, le sentiment est retombé à son plus bas niveau en décembre 2007, au début de la récession. Toutefois, il convient de noter que ce niveau négatif n'a pas divergé nettement du point bas atteint en octobre 2002. En outre, le sentiment avait déjà commencé à s'inscrire en baisse, bien que plus modérément, en 2005, deux ans avant que la crise se produise. Toutefois, le ton du dialogue s'est rapidement amélioré au-delà de 2008 et, bien que caractérisé par des hauts et des bas, il est resté plutôt stable durant la période de crise, enregistrant des valeurs positives record. Cela semble indiquer que les auditions devant la Commission économique et monétaire entre le

<sup>86</sup> Pour une revue du débat, cf. Merler (S.) « *Central banks in the age of populism* », Bruegel blog, mars 2018.

<sup>87</sup> Cf. Nyman (R.), Kapadia (S.), Tuckett (D.), Gregory (D.), Ormerod (P.) et Smith (R.), « *News and narratives in financial systems: exploiting big data for systemic risk assessment* », Staff Working Paper, n° 704, Bank of England, janvier 2018. Cf. également Liu (B.), *Sentiment Analysis and Opinion Mining*, Morgan & Claypool Publishers, 2012.

président de la BCE et les députés européens représentent une plate-forme utile pour un dialogue constructif, même en période de crise. Cette analyse a, toutefois, quelques limites méthodologiques. Par exemple, les ratios de sentiment faibles pendant la crise peuvent résulter des perspectives économiques défavorables discutées lors des auditions et commentées par les députés européens. Néanmoins, la stabilité du sentiment pendant toute la durée de la crise laisse penser que la relation entre les deux institutions ne s'est pas effondrée, et que le cadre de responsabilité qui la soutient s'est avéré solide face au défi posé par un ralentissement économique.

---

**Le Parlement européen a amélioré son recours au conseil d'experts dans la préparation des auditions avec le Président.** Le manque d'expertise des députés européens sur les questions techniques en matière économique et financière a été identifié comme un facteur probable de fragilisation des efforts de surveillance accrue du Parlement européen<sup>88</sup>. Depuis 1999, avant chaque réunion au titre du dialogue monétaire, la Commission économique et monétaire commande des notes d'information à un panel d'experts, qui apportent un éclairage technique aux députés européens sur les sujets d'actualité. Certains ont avancé que les députés européens sont parvenus à influer davantage sur la politique monétaire lorsqu'ils avaient le même point de vue que les experts<sup>89</sup>. Si certains critiques ont noté dans le passé que les demandes de conseils d'experts émanant du Parlement européen ne s'attachaient pas suffisamment aux aspects techniques liés à la politique monétaire<sup>90</sup>, le graphique 6 montre que lors de la dernière législature le Parlement européen a réduit le nombre des sujets abordés et s'est concentré davantage sur les aspects de politique monétaire<sup>91</sup>. Cela indique que les députés européens se reposent de plus en plus sur les apports des experts dans ce domaine, comme le montre également une enquête récente auprès des députés européens<sup>92</sup>.

---

<sup>88</sup> Cf. Wyplosz (C.), « *The Panel of Monetary Experts and the Policy Dialogue* », *Briefing Notes to the Committee for Economic and Monetary Affairs of the European Parliament*, octobre 2005.

<sup>89</sup> Cf. Sibert (A.), « *The European Parliament's Monetary Dialogue with the ECB and its Panel of Experts* », Parlement européen, 2005.

<sup>90</sup> Cf. Wyplosz (C.), « *The Monetary Dialogue* » et Sibert (A.), « *Monetary Dialogue 2009-2014: Looking Backward, Looking Forward* », dans *Monetary Dialogue 2009-2014: Looking Backward, Looking Forward – Compilation of Notes*, Parlement européen, mars 2014.

<sup>91</sup> L'allègement du sujet « stabilité financière et supervision » s'explique également en partie par la mise en place d'auditions spécifiques sur les questions liées à la supervision bancaire européenne – cf. encadré 1.

<sup>92</sup> Selon une étude récente, 74 % de l'échantillon des députés européens ont trouvé utiles les notes rédigées par le panel d'experts. L'enquête a été publiée dans Collignon (S.) et Diessner (S.), *op. cit.*

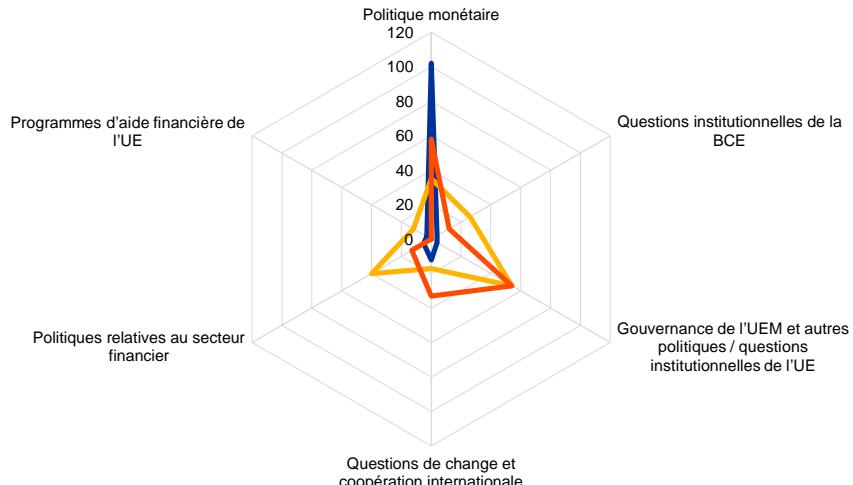
## Graphique 6

Sur quels sujets les députés européens ont-ils eu recours aux conseils d'experts avant et après la crise ?

(sujets des notes d'information des experts monétaires, par législature [T3 2004 à T1 2018])

- 8<sup>e</sup> législature
- 7<sup>e</sup> législature
- 6<sup>e</sup> législature

### a) Nombre de notes d'information sur chaque sujet



- Politique monétaire
- Questions institutionnelles de la BCE
- Gouvernance de l'UEM et autres politiques / questions institutionnelles de l'UE
- Questions de change et coopération internationale
- Politiques relatives au secteur financier
- Programmes d'aide financière de l'UE

### b) Part (pourcentage)



Sources : Parlement européen et calculs de la BCE.

Notes : Les années correspondant à chaque législature sont : 6<sup>e</sup> législature, de 2004 à 2009 ; 7<sup>e</sup> législature, de 2009 à 2014 ; et 8<sup>e</sup> législature, de 2014 à aujourd'hui. En raison des arrondis, la somme des pourcentages peut être légèrement différente de 100.

**S'agissant des auditions trimestrielles devant la Commission économique et monétaire, la politique monétaire a été le principal domaine politique mis à l'ordre du jour par les députés européens au cours du 8<sup>e</sup> mandat (cf. graphique 7).** Ce qui tranche avec les premières législatures pendant lesquelles les observateurs ont remarqué que les questions des députés européens étaient souvent sans rapport avec la politique monétaire<sup>93</sup>. Toutefois, les missions de la

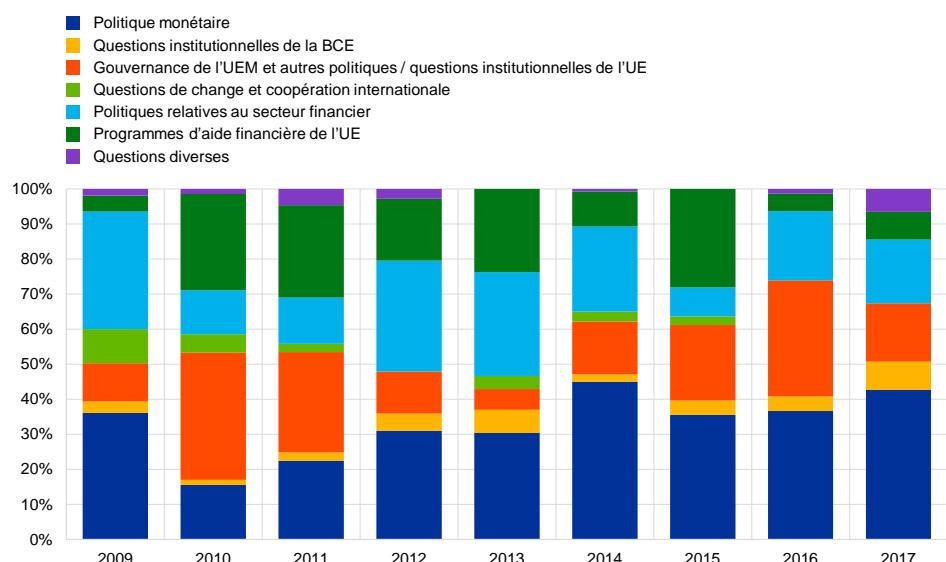
<sup>93</sup> Cf. Wyplosz (C.), « *The Panel of Monetary Experts and the Policy Dialogue* », *op. cit.*

BCE s'étant développées pendant toute la durée de la crise, les discussions ont également couvert un éventail de sujets plus large. Ainsi, les questions relatives aux programmes d'aide financière de l'UE ont occupé une place plus importante que celles relatives à la politique monétaire en 2010-2011, vers la période où les premiers programmes ont été déclenchés<sup>94</sup>. Leur fréquence a diminué en 2012-2014, l'attention s'étant déplacée vers les politiques relatives au secteur financier, à la faveur notamment de la réforme imminente de l'architecture financière européenne et de la création de l'Union bancaire. En 2015 le débat est revenu aux programmes d'aide financière de l'UE, principalement sous l'effet des événements en Grèce et a porté sur des questions plus larges concernant le futur de l'UEM, notamment après la publication du rapport des cinq présidents<sup>95</sup>. En outre, s'agissant des dernières années, le fait que les députés européens aient tendance à se focaliser sur de nouveaux sujets et questions d'actualité est mis en évidence, entre autres, par le nombre de questions liées au Brexit (17 % des questions en 2016-2017) et aux fintechs et aux questions de cybersécurité (4 % en 2017)<sup>96</sup>.

### Graphique 7

Lors des auditions devant la Commission ECON le président de la BCE a été interrogé à propos de son opinion sur un large éventail de sujets

(questions posées par les députés européens durant les auditions trimestrielles devant la Commission ECON, par sujet, en pourcentage)



Sources : Parlement européen et calculs de la BCE.

<sup>94</sup> À cet égard, la réponse de l'ancien président de la BCE Jean-Claude Trichet lors d'une audition devant la Commission économique et monétaire le 30 juin 2011 est assez édifiante : « *Je me serais attendu à de nombreuses questions sur notre politique monétaire, sur le niveau de l'inflation, sur le niveau de l'inflation dans deux ans, sur la validité de nos projections et sur la pertinence du niveau actuel des taux d'intérêt, eu égard à d'autres décisions prises ailleurs dans le monde. Mais je vois que vous avez une telle confiance dans mon institution que ces questions ne sont pas un problème ni même un sujet ! On m'a posé de nombreuses questions sur des sujets pour lesquels nous ne sommes pas responsables. Nous sommes responsables pour la zone euro dans son ensemble et pour la stabilité des prix* ». Cf. la transcription sur le site internet du Parlement européen.

<sup>95</sup> Cf. Juncker (J.-C.), Tusk (D.), Dijsselbloem (J.), Draghi (M.) et Schulz (M.), « [Compléter l'Union économique et monétaire européenne](#) », Commission européenne, 22 juin 2015.

<sup>96</sup> Les deux sujets figurent dans la catégorie « Questions diverses ».

**La répartition des sujets des questions écrites adressées par les députés européens à la BCE laisse penser que cet outil joue un rôle complémentaire dans le cadre de l'obligation de rendre compte.** La politique monétaire a aussi été le sujet le plus fréquent dans les questions écrites au cours des deux dernières législatures (cf. graphique 8). Les questions portant sur les politiques relatives au secteur financier se sont réduites de 19 % lors de la 7<sup>e</sup> législature à 5 % lors de la 8<sup>e</sup> législature (en partie parce que, depuis 2014, il est devenu possible d'adresser des questions écrites à la présidente du conseil de surveillance prudentielle), tandis que les questions relatives aux programmes d'aide financière de l'UE ont augmenté. Il convient de noter que, à la différence de ce qui a été observé lors des auditions régulières, la part la plus importante des questions écrites en 2014 et 2015 a concerné les événements en Grèce. Les questions écrites ont donné à des groupes politiques plus petits (avec un temps de parole limité lors des auditions) et à des groupes nationaux la possibilité de poser des questions sur ce sujet et ont offert à la BCE l'opportunité de présenter son point de vue sur plusieurs aspects du programme d'ajustement grec<sup>97</sup>. La proportion élevée de questions écrites relatives à des sujets institutionnels dénote également le rôle complémentaire qu'ils jouent, ce qui montre que les députés européens ont recours à cet outil pour poser des questions plus détaillées sur des sujets non traités habituellement lors des auditions en raison, notamment, de contraintes de temps. Cela a offert à la BCE l'opportunité d'expliquer plus précisément le fonctionnement de son processus de prise de décision<sup>98</sup> et de fournir davantage d'informations sur ses activités<sup>99</sup>.

---

<sup>97</sup> Par exemple, entre mars 2015 et octobre 2015, le président de la BCE a répondu à 15 questions écrites sur le programme d'ajustement grec, expliquant, entre autres, le fonctionnement précis et le fondement des règles d'éligibilité appliquées aux obligations grecques admises en garantie des opérations de politique monétaire de l'Eurosystème.

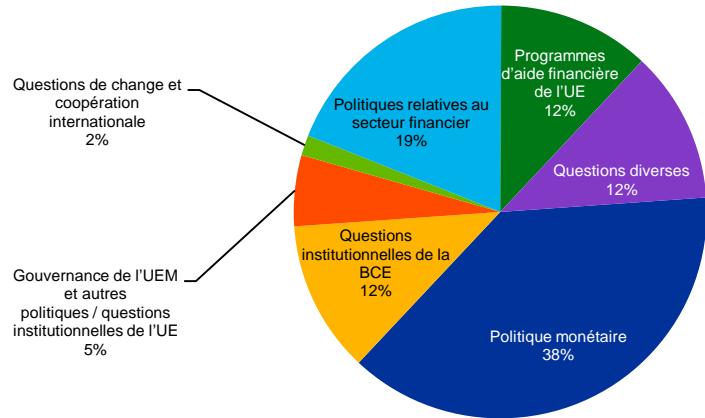
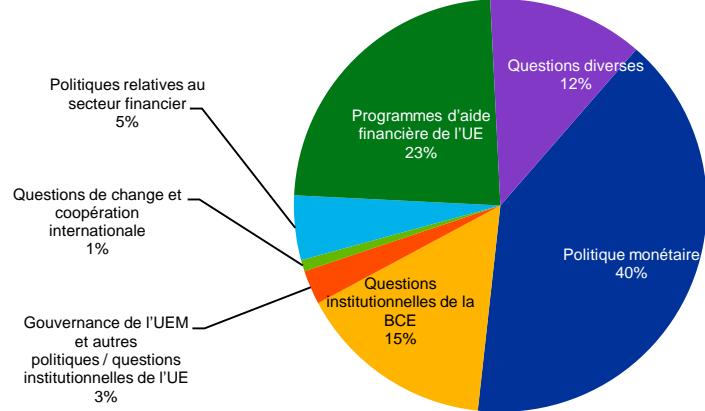
<sup>98</sup> Par exemple, dans une réponse à une question écrite de plusieurs députés européens, le président de la BCE a fourni une description complète de la méthodologie de calcul du revenu total de seigneurage perçu par la BCE et a apporté toutes les informations de référence demandées (comme les données annuelles relatives à la rétention/distribution de ce revenu, les pondérations de la distribution entre BCN, etc.).

<sup>99</sup> Ainsi, dans une réponse à une question écrite d'un député européen, le président de la BCE a fourni une liste exhaustive des instances et institutions internationales dans lesquelles les membres du Directoire de la BCE et du conseil de surveillance prudentielle représentent l'institution.

**Graphique 8**

Sujets des questions écrites des députés européens à la BCE de 2009 à aujourd'hui

(en pourcentage)

a) 7<sup>e</sup> législature (2009-2014)b) 8<sup>e</sup> législature (2014-aujourd'hui)

Sources : Parlement européen et calculs de la BCE.

Notes : Les questions écrites adressées à la présidente du Conseil de surveillance prudentielle ne figurent pas ici. En raison des arrondis, la somme des pourcentages peut être légèrement différente de 100.

### 4.3 Interaction avec les autres acteurs

**L'intérêt croissant porté à l'obligation de rendre compte de la BCE a affecté principalement l'interaction de la BCE avec le Parlement européen, mais d'autres institutions et acteurs de l'UE ont également joué un rôle important en constituant des mécanismes régulateurs.** L'obligation de rendre compte de la BCE se matérialise dans un réseau d'interactions avec d'autres institutions, qui s'intensifient en période de crise<sup>100</sup>. Ainsi, la Cour de Justice de l'Union européenne s'est impliquée plus fortement dans le contrôle juridictionnel des actions de la BCE

<sup>100</sup> Cf. Giovannini (A.) et Jamet (J.), *op. cit.*

ces dernières années<sup>101</sup>. Les décisions de la Cour ont des implications considérables, les particuliers pouvant contester la conduite de la BCE en réclamant la réparation de leur préjudice et en requérant de la Cour qu'elle annule les décisions de la BCE sur le fondement de l'illégalité<sup>102</sup>. Le médiateur européen est une autre institution qui joue un rôle, car il peut être impliqué dans des questions liées à la transparence et à la bonne gouvernance. L'efficience opérationnelle de la gestion de la BCE est examinée par la Cour des comptes européenne conformément à l'article 27 des statuts du SEBC. Parmi les autres institutions concernées figurent l'Office européen de lutte antifraude, qui a le pouvoir de mener des enquêtes administratives à la BCE dans le but de lutter contre la fraude, la corruption et toute autre activité illégale, et le contrôleur européen de la protection des données, qui réalise un suivi et s'assure du respect de la législation sur la protection des données dans les opérations informatiques de la BCE. En outre, d'autres organisations de la société civile ont contribué au débat sur la responsabilité. Par exemple, le débat suscité par la publication du rapport de Transparency International sur la responsabilité et la transparence à la BCE a été accueilli favorablement par la BCE<sup>103</sup>, puisqu'il a offert la possibilité d'un dialogue ouvert et équilibré avec des organisations non gouvernementales (ONG).

**Aucune de ces institutions et organismes n'agit de façon isolée et leurs actions ont une incidence sur l'obligation de rendre compte de la BCE devant le Parlement européen.** Par exemple, il a été fait référence aux arrêts de la Cour aussi bien par la BCE que par les députés européens lors de leurs échanges réguliers. De même, les rapports de la Cour des comptes européenne, du médiateur européen, des ONG et des universitaires ont fait l'objet de discussions avec les députés européens, dans la cadre des auditions régulières comme des questions écrites<sup>104</sup>.

## 5 Conclusions

**Le présent article a fourni des données quantitatives et qualitatives concernant l'évolution des pratiques de la BCE en matière d'obligation de rendre compte en réponse à la demande de surveillance accrue que la crise a**

<sup>101</sup> Cf., par exemple, l'arrêt de la Cour relatif au programme des opérations monétaires sur titres (OMT) de la BCE dans *Peter Gauweiler et al. contre Deutscher Bundestag*, C-62/14, ECLI:EU:C:2015:400, points 49-51.

<sup>102</sup> Cf. Mersch (Y.), *op. cit.*

<sup>103</sup> Cf. « *Two sides of the same coin? Independence and accountability of the European Central Bank* », Transparency International EU, mars 2017 ; et « *La BCE salue le dialogue sur la transparence avec les ONG* », communiqué de presse, BCE, 28 mars 2017. La BCE a facilité l'exécution du projet de Transparency International EU en invitant les chercheurs à une série de réunions avec des cadres supérieurs.

<sup>104</sup> Cf., par exemple, *la lettre adressée à Mme Kostadinka Kuneva (député européen)* par le président de la BCE, qui revient sur le rapport spécial de la Cour des comptes européenne à propos de « L'intervention de la Commission dans la crise financière grecque ». Les études réalisées par les ONG ont également fait l'objet de discussions dans les réponses aux questions écrites des députés européens. Cf., par exemple, *la lettre adressée à différents députés européens concernant les interactions de la BCE avec les organismes extérieurs* par le président de la BCE, qui répond aux questions liées au rapport de l'ONG Corporate Europe Observatory intitulé « *Open door for forces of finance at the ECB* » (porte ouverte aux forces de la finance à la BCE).

**fait émerger.** Si les dispositions du Traité relatives à l'obligation de rendre compte de la BCE sont restées inchangées, un nouveau cadre a été créé afin de tenir compte des nouvelles missions prudentielles qui lui ont été confiées. En outre, dans le cadre existant, la BCE et le Parlement européen ont accru la fréquence de leurs interactions, innové quant à la forme et affiné le contenu de leurs échanges en réponse à la demande de surveillance accrue de l'action de la BCE. D'une part, cela s'est traduit par un recours renforcé du Parlement européen aux instruments à sa disposition pour interroger la BCE sur son action. D'autre part, la BCE a également un intérêt à renforcer les pratiques relevant de son obligation de rendre compte au Parlement européen au titre d'un effort d'explication de ses politiques dans un environnement plus complexe.

**Les efforts conjoints des deux institutions ont permis d'assurer que cette obligation soit largement respectée pendant toute la durée de la crise.** Le cadre préexistant a permis d'exercer une surveillance accrue et a ainsi fait la preuve de sa robustesse. La BCE a été en mesure d'expliquer et de démontrer qu'elle agit dans le cadre de son mandat démocratique, qui est un pilier fondamental de sa légitimité.

**Malgré l'évolution des pratiques de la BCE en matière d'obligation de rendre compte, la demande du public en faveur d'un renforcement de la surveillance de l'action de la banque centrale reste importante.** La prise de conscience croissante de la BCE par le public ne s'est pas démentie, tandis que la confiance dans la BCE s'est progressivement redressée depuis 2014, comme l'indiquait l'Eurobaromètre<sup>105</sup>. Si l'amélioration de la compréhension par le grand public des interactions financières et économiques aide les citoyens à mieux comprendre les politiques de la BCE<sup>106</sup>, l'obligation de rendre compte reste incontournable pour la BCE en tant que canal lui permettant d'expliquer ses actions aux citoyens et ainsi de contribuer à la confiance du public, qui elle-même est un fondement essentiel de l'indépendance de la banque centrale.

---

<sup>105</sup> La dernière enquête Eurobaromètre (novembre 2017) a montré que 39 % des participants de la zone euro faisaient généralement confiance à la BCE, soit le niveau le plus élevé depuis l'automne 2011, et 47 % ne lui faisaient généralement pas confiance, les autres ne se prononçant pas.

<sup>106</sup> Cf. Cœuré (B.), « *Independence and accountability in a changing world* », *op. cit.*

## 2

# Mesurer la fragmentation sur le marché interbancaire de la zone euro pour les opérations en blanc au jour le jour : une approche par la transmission de la politique monétaire

Jens Eisenschmidt, Danielle Kedan et Robin Tietz

Le marché monétaire au jour le jour joue un rôle important dans la mise en œuvre et la transmission de la politique monétaire dans la zone euro. La fragmentation sur le marché monétaire est un signe de dysfonctionnement du mécanisme de transmission qui mérite le suivi attentif d'un ensemble d'indicateurs appropriés. Le présent article examine les concepts et la mesure de la fragmentation, et propose une nouvelle mesure de la fragmentation du point de vue de la transmission de la politique monétaire.

## 1 Introduction

**Le marché monétaire au jour le jour est le point de départ du mécanisme de transmission de la politique monétaire.** La trajectoire attendue des taux au jour le jour s'appuie sur les anticipations relatives à la trajectoire des taux d'intérêt directeurs de la BCE. Les taux au jour le jour servent à leur tour d'ancrage à la courbe des rendements tout entière, dans la mesure où les taux à long terme qui importent le plus pour l'activité économique sont fonction des anticipations relatives aux taux au jour le jour futurs, auxquelles s'ajoutent les primes de risque. Par conséquent, le bon fonctionnement, sans fragmentation, du marché monétaire au jour le jour est important pour la transmission de la politique monétaire.

**Le compartiment interbancaire des opérations en blanc au jour le jour est particulièrement pertinent, la formation des prix sur ce marché présentant incontestablement le lien le plus étroit avec la politique monétaire.** Le compartiment des opérations en blanc demeure très important pour la mise en œuvre et la transmission de la politique monétaire, en dépit de la modification majeure intervenue sur le marché monétaire de la zone euro qui consiste désormais à privilégier les opérations garanties<sup>107</sup>. Les prix sur ce compartiment reflètent la dynamique de l'offre et de la demande de réserves de banque centrale. Ainsi, la formation des prix dépend essentiellement des conditions de la liquidité, mais aussi de facteurs qui sont sous contrôle direct de la banque centrale : (a) les taux directeurs et (b) la quantité de réserves fournies par la banque centrale. En revanche, la demande de réserves de banque centrale n'est pas nécessairement le principal facteur de la formation des prix sur le compartiment des opérations garanties. Pour la majorité des opérations de pension, c'est l'offre et la demande de garanties qui détermine les prix. Malgré l'incidence que la politique monétaire peut

<sup>107</sup> Pour une discussion plus approfondie sur la baisse d'activité sur le marché monétaire des opérations en blanc, cf. « *Euro money market study 2014* », BCE, avril 2014 et « *Financial integration in Europe* », BCE, mai 2018, p. 135.

avoir sur le marché des garanties<sup>108</sup>, les facteurs exogènes tels que la réglementation<sup>109</sup> sont également importants.

**La fragmentation est un signe de perturbation dans la transmission initiale de la politique monétaire, qui peut réduire son efficacité dans le pilotage des conditions générales du crédit pour les ménages et les entreprises.** Les premiers signes de tensions sur les marchés durant la crise financière sont apparus sur le compartiment interbancaire des opérations en blanc. La BCE – ainsi que d'autres banques centrales – ont donc suivi attentivement les évolutions sur les marchés du financement interbancaire au cours de la crise, comme en témoignent les publications officielles, les discours et les comptes rendus de réunions de politique monétaire<sup>110</sup>. Afin de remédier aux difficultés sur le marché interbancaire, la BCE a introduit diverses mesures, telles que les procédures d'appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale, les opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires et les swaps de devises avec plusieurs autres banques centrales.

**Avec la crise financière, davantage de travaux de recherche ont été consacrés aux marchés interbancaires afin de mieux comprendre leur structure et leur fonctionnement, ainsi que les sources et le degré de tensions et de fragmentation sur ces marchés.** Par exemple, Heider *et al.* développent un modèle pour les opérations de prêt et d'emprunt interbancaire avec risque de contrepartie, et ils analysent comment les informations privées des banques relatives aux risques affectent la négociation et la valorisation de la liquidité sur ce compartiment<sup>111</sup>. Eisenschmidt et Tapking montrent que lorsque les banques redoutent une détérioration de l'accès au marché dans le futur, elles peuvent être amenées soit à relever leurs taux débiteurs à court terme, soit à cesser complètement leur activité de prêt interbancaire<sup>112</sup>. Cocco *et al.* et Bräuning et Fecht montrent que les relations dans le cadre de leur activité de prêt sont un important déterminant de l'accès au financement et du taux d'intérêt auquel les banques peuvent emprunter sur le marché interbancaire<sup>113</sup>. Frutos *et al.* examinent les tensions sur le marché interbancaire européen à l'aide de données provenant des systèmes de paiement ; ils constatent qu'un risque de contrepartie accru attaché aux

<sup>108</sup> Cela peut se produire tant indirectement (par exemple, *via* le dispositif de garanties de la banque centrale) que directement (par exemple, *via* les programmes d'achats d'actifs de la banque centrale).

<sup>109</sup> Pour une discussion plus approfondie sur les effets potentiels de la réglementation sur le marché monétaire des opérations garanties, cf. Grill (M.), Jakovicka (J.), Lambert (C.), Nicoloso (P.), Steininger (L.) et Wedow (M.), « *Recent developments in euro repo markets, regulatory reforms and their impact on repo market functioning* », *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2017, p. 158-171.

<sup>110</sup> Cf., par exemple, « *The implications of the money market tensions for the pass-through of MFI interest rates* », *Bulletin mensuel*, encadré 5, BCE, décembre 2008, p. 47-62 ; « *Restarting a Market: The Case of the Interbank Market* », discours de Lorenzo Bini Smaghi, 1<sup>er</sup> décembre 2008 ; Jackson (C.) et Sim (M.), « *Recent Developments in the Sterling Overnight Money Market* », *Quarterly Bulletin*, Bank of England, T3 2013, p. 223-232 ; « *Stress in Bank Funding Markets and Implications for Monetary Policy* », *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, chapitre 2, FMI, octobre 2008.

<sup>111</sup> Heider (F.), Hoerova (M.) et Holthausen (C.), « *Liquidity hoarding and interbank market rates: The role of counterparty risk* », *Journal of Financial Economics*, vol. 118, n° 2, 2015, p. 336-354.

<sup>112</sup> Eisenschmidt (J.) et Tapking (J.), « *Liquidity risk premia in unsecured interbank money markets* », *Working Paper Series*, n° 1025, BCE, mars 2009.

<sup>113</sup> Cocco (J.F.), Gomes (F.J.) et Martins (N.C.), « *Lending relationships in the interbank market* », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 18, n° 1, 2009, p. 24-48 et Bräuning (F.) et Fecht (F.), « *Relationship Lending in the Interbank Market and the Price of Liquidity* », *Review of Finance*, vol. 21, n° 1, 2017, p. 33-75.

emprunteurs des pays de la périphérie de la zone euro a entraîné une baisse de l'activité de prêt dans les pays du cœur de la zone<sup>114</sup>. Garcia-de-Andoain *et al.* et Mayordomo *et al.* développent des indicateurs de la fragmentation sur le marché interbancaire à partir des écarts de taux d'intérêt<sup>115</sup>.

**Le présent article complète la littérature sur la question de la mesure de la fragmentation en adoptant la perspective de la transmission de la politique monétaire.** La section 2 étudie les concepts de la fragmentation et décrit certaines des mesures existantes. La section 3 explique comment on peut construire un indicateur de la fragmentation à partir des opérations en blanc au jour le jour sur le marché monétaire. La section 4 examine les propriétés du nouvel indicateur par rapport aux indicateurs existants.

## 2 Définir et mesurer la fragmentation

**Du point de vue de la transmission de la politique monétaire, la fragmentation peut être considérée comme l'absence de négociabilité totale des réserves de banque centrale entre les pays, qui ne peut s'expliquer par des facteurs techniques ou fondamentaux.** Dans le cadre d'une union monétaire, le bon fonctionnement d'un marché monétaire ne présentant pas de fragmentation implique que les réserves circulent librement entre les banques. En conséquence, les taux d'intérêt devraient répondre à la loi du prix unique, ce qui signifie qu'ils devraient être homogènes d'une banque à l'autre, après prise en compte des facteurs techniques (par exemple l'accès des banques centrales aux facilités permanentes)<sup>116</sup> et des facteurs fondamentaux (par exemple, le risque de crédit de la contrepartie) qui justifieraient des écarts de taux. Hormis des facteurs spécifiques susceptibles d'affecter la négociation transfrontière, il ne devrait pas y avoir d'obstacles

<sup>114</sup> Frutos (J.C.), Garcia-de-Andoain (C.), Heider (F.) et Papsdorf (P.), « *Stressed interbank markets: evidence from the European financial and sovereign debt crisis* », *Working Paper Series*, n° 1925, BCE, juin 2016.

<sup>115</sup> Garcia-de-Andoain (C.), Hoffman (P.) et Manganelli (S.), « *Fragmentation in the euro overnight unsecured money market* », *Economic Letters*, vol. 125, n° 2, 2014, p. 298-302 et Mayordomo (S.), Abascal (M.), Alonso (T.) et Rodriguez-Moreno (M.), « *Fragmentation in the European interbank market: Measures, determinants, and policy solutions* », *Journal of Financial Stability*, vol. 16, 2015, p. 1-12.

<sup>116</sup> L'accès des contreparties au bilan de l'Eurosystème est un facteur technique susceptible d'affecter la formation des prix sur le marché monétaire. Seules les banques situées dans la zone euro sont éligibles aux opérations de refinancement de l'Eurosystème et ont accès aux facilités permanentes. En conséquence, les taux d'intérêt directeurs de la BCE ne sont pas des coûts d'opportunité pertinents pour tous les intervenants sur le marché interbancaire. Les banques qui n'ont pas accès aux facilités permanentes doivent déposer leurs réserves en euros auprès d'une autre banque qui y a accès. L'asymétrie qui en résulte en termes de pouvoir de négociation peut exercer une pression à la baisse sur les taux interbancaires lorsque l'excédent de liquidité est élevé. Dans l'environnement actuel, les taux appliqués par les banques situées en dehors de la zone euro aux prêts consentis aux banques de la zone euro (ou aux dépôts qu'elles y effectuent) sont inférieurs au taux de la facilité de dépôt. Par conséquent, les taux du marché peuvent afficher un écart plus important avec les taux directeurs lorsque les banques situées hors zone euro représentent une part plus importante de l'activité sur le marché interbancaire. Toutefois, ces écarts résultent du problème technique de l'accès de la contrepartie au bilan de l'Eurosystème et ne signalent pas nécessairement une perturbation du mécanisme de transmission de la politique monétaire.

systématiques aux opérations de prêt et d'emprunt transfrontières sur un marché non fragmenté<sup>117</sup>.

**Conceptuellement, la fragmentation dans la zone euro est souvent analysée au travers de l'intégration financière, tandis que la disponibilité des données a abouti à l'utilisation d'indicateurs qui s'écartent de ce concept servant à évaluer l'état de la fragmentation.** Du point de vue de l'intégration financière, la perturbation de l'activité transfrontière sur le marché – en termes soit d'écart de taux d'intérêt entre pays soit d'absence de financement transfrontière – peut être le signe d'une fragmentation. Mesurer la fragmentation en termes de taux corrigés du risque et d'activité transfrontière nécessite des données sur les transactions qui ne sont pas disponibles publiquement. En pratique, donc, la fragmentation a souvent été évaluée à l'aide d'indicateurs rapidement disponibles de l'activité sur le marché monétaire (par exemple, les écarts de taux d'intérêt sur le marché monétaire, qui ne sont pas nécessairement représentatifs de la fragmentation transfrontière). Les indicateurs de la dispersion des taux d'intérêt (qui est liée à la loi du prix unique)<sup>118</sup>, la dynamique de réseau<sup>119</sup> et le recours au bilan de l'Eurosystème<sup>120</sup> sont d'autres mesures utilisées pour évaluer la fragmentation.

**Les différentes mesures reflètent différents aspects de la fragmentation et peuvent être affectées par les politiques monétaires non conventionnelles.**

Avant la crise financière, l'écart entre les taux Euribor et OIS à trois mois était faible (cf. graphique 1)<sup>121</sup>. Avec l'accentuation des tensions sur le marché monétaire en 2007, 2008 et 2011, cet écart, qui est une mesure couramment utilisée, s'est fortement creusé, avant de se resserrer de nouveau sous l'effet des mesures non conventionnelles de politique monétaire introduites au cours des dix dernières années. Ce chiffre a été très stable depuis 2013, demeurant cependant inférieur actuellement à son niveau d'avant la crise<sup>122</sup>. Comme de nombreux autres indicateurs, l'écart de taux Euribor-OIS est affecté par les interventions de la banque

<sup>117</sup> Dans le système bancaire allemand, par exemple, il existe des relations institutionnelles entre banques d'épargne et Landesbanken en matière de prêt, ce qui peut réduire le besoin de participer au marché interbancaire. Cf. Bräuning (F.) et Fecht (F.), « *Relationship Lending in the Interbank Market and the Price of Liquidity* », *Review of Finance*, vol. 21, n° 1, 2017, p. 33-75.

<sup>118</sup> Cf., par exemple, les rapports annuels de la BCE intitulés « *Financial integration in Europe* » et Frutos (J.C.), Garcia-de-Andoain (C.), Heider (F.) et Papsdorf (P.), « *Stressed interbank markets: evidence from the European financial and sovereign debt crisis* », *Working Paper Series*, n° 1925, BCE, juin 2016.

<sup>119</sup> Cf., par exemple, Rünstler (G.), « *Network Dependence in the Euro Area Money Market* », *Working Paper Series*, n° 1887, BCE, 2016.

<sup>120</sup> Cf., par exemple, les rapports annuels de la BCE intitulés « *Financial integration in Europe* » ; Holló (D.), Kremer (M.) et Lo Duca (M.), « *CISS – A composite indicator of systemic stress in the financial system* », *Working Paper Series*, n° 1426, BCE, 2012 ; Frutos (J.C.), Garcia-de-Andoain (C.), Heider (F.) et Papsdorf (P.), « *Stressed interbank markets: evidence from the European financial and sovereign debt crisis* », *Working Paper Series*, n° 1925, BCE, juin 2016.

<sup>121</sup> L'écart entre le taux interbancaire offert en euros (Euribor) et le taux des swaps au jour le jour (OIS) de même échéance est un exemple de mesure largement utilisée pour évaluer la fragmentation sur le marché interbancaire des opérations en blanc. L'Euribor est un taux coté pour les dépôts à terme interbancaires en blanc, qui contient une prime de terme, une prime de liquidité et une prime de risque de crédit. Les taux OIS sont une approximation des taux sans risque, reflétant la trajectoire attendue des taux de la politique monétaire. Par conséquent, l'écart entre ces taux mesure diverses primes de risque et il est considéré comme un indicateur de risque dans le secteur bancaire.

<sup>122</sup> L'écart de taux Euribor-OIS reflète le risque de crédit perçu attaché aux banques de premier rang. Ainsi, il risque de ne signaler des tensions sur le marché monétaire que lorsque celles-ci sont suffisamment sévères pour affecter les banques de premier rang également.

centrale, d'où la difficulté d'établir une distinction entre le degré sous-jacent de fragmentation et l'effet modérateur des politiques des banques centrales. De même, les volumes de négociation transfrontière – autre mesure courante de la fragmentation – sont affectés par l'excédent de liquidité, qui peut modifier de manière significative la dynamique de l'offre et de la demande de réserves de banque centrale sur le marché, entraînant ainsi une distorsion de leur effet de signal. Entre 2014 et 2016, par exemple, la hausse de l'excédent de liquidité s'est accompagnée d'une diminution de la part des négociations transfrontières sur le marché interbancaire des opérations en blanc (cf. graphique 2) <sup>123</sup>. Considérée isolément, cette évolution pourrait être (mal)interprétée comme une augmentation de la fragmentation, ce qui est en contradiction avec le signal émanant de l'écart de taux Euribor-OIS.

### Graphique 1

#### Écart de taux Euribor-OIS trois mois et excédent de liquidité



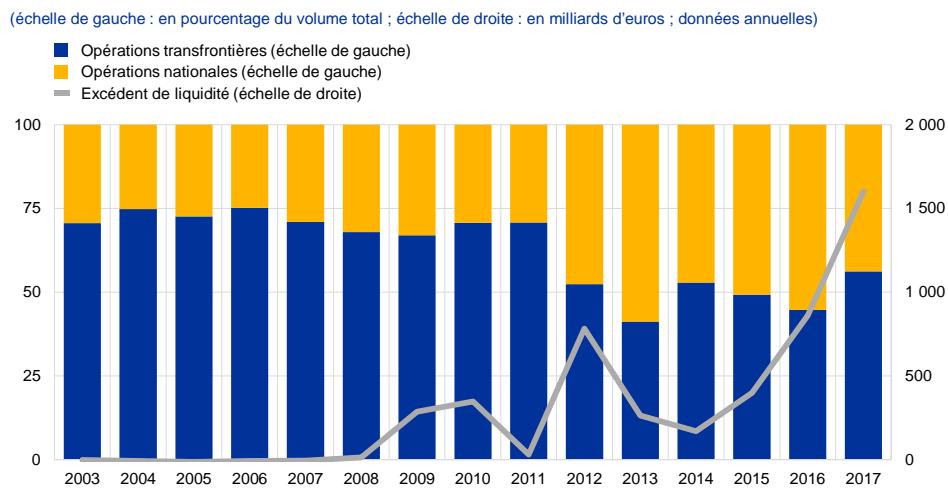
Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 31 décembre 2017.

<sup>123</sup> L'accroissement du niveau d'excédent de liquidité réduit le besoin de financement des banques et atténue, d'une manière générale, les volumes de négociation. Les volumes de négociation transfrontière, en particulier, sont susceptibles de diminuer, ces opérations impliquant des coûts de suivi plus élevés. Dans le même temps, cependant, compte tenu des montants substantiels d'excédent de liquidité distribués aux entités n'ayant pas accès à la facilité de dépôt de la BCE, la part des volumes transfrontières peut augmenter (comme en 2017, par exemple) sous l'effet des dépôts de réserves en euros effectués par ces entités auprès de banques situées dans la zone euro.

## Graphique 2

### Distribution géographique des opérations sur le marché monétaire



Sources : Rapport 2018 de la BCE « *Financial integration in Europe* », enquête de la BCE sur le marché monétaire, dispositif de déclaration des statistiques du marché monétaire de la BCE (MMSR) et calculs de la BCE.

Notes : Les données se rapportent au deuxième trimestre de chaque année. Les données pour 2016 (troisième trimestre) et 2017 sont tirées du dispositif de déclaration des statistiques du marché monétaire. Toutes les données sont celles des banques déclarantes appartenant à la fois au panel de l'enquête sur le marché monétaire et à la base de données MMSR. Ces données sont encore susceptibles de faire l'objet d'une révision. La série relative à l'excédent de liquidité indique les niveaux constatés à la fin du deuxième trimestre de chaque année.

**Les indicateurs de la fragmentation existants pourraient être améliorés par la prise en compte à la fois d'un ensemble plus large d'opérations et du degré de soutien de la politique monétaire qui prévaut.** S'appuyer sur des indicateurs relatifs à l'ensemble des opérations sur le marché monétaire plutôt qu'à un sous-ensemble de transactions ou de cotations (Euribor, par exemple) permet d'obtenir des informations sur des poches de tensions plus petites, qui n'auraient pas été visibles autrement. De plus, compte tenu de l'endogénéité entre fragmentation et soutien de la politique monétaire, les indicateurs qui visent à prendre en compte l'impact de la politique monétaire peuvent apporter un éclairage sur la fragmentation sous-jacente. La prochaine section propose un nouvel indicateur de la fragmentation sur le marché interbancaire des opérations en blanc au jour le jour, qui prend en compte ces facteurs.

### 3 La fragmentation du point de vue de la transmission de la politique monétaire : un nouvel indicateur fondé sur les opérations interbancaires en blanc au jour le jour

Cette section présente en détail la construction d'un nouvel indicateur relatif à la fragmentation sur le marché monétaire. Elle débute par une vue d'ensemble des fondements théoriques de l'indicateur, notamment la question de savoir comment sont déterminés les taux à court terme sur les opérations en blanc dans un système de corridor dans différentes conditions de la liquidité. Elle explique ensuite les étapes nécessaires à la construction de l'indicateur.

### 3.1 La formation des taux dans un système de corridor et l'impact de l'excédent de liquidité sur les taux et les volumes de marché

**La formation des taux sur le marché monétaire interbancaire des opérations en blanc au jour le jour est fonction des taux directeurs de la BCE et de la quantité de réserves fournies par la banque centrale.** Lorsque les conditions de la liquidité sont équilibrées, c'est-à-dire lorsque l'apport de liquidité de banque centrale est calibré de manière à répondre aux besoins de liquidité du secteur bancaire induits par les exigences au titre des réserves obligatoires et par les facteurs autonomes, les taux au jour le jour du marché monétaire interbancaire des opérations de prêt en blanc sont ancrés au taux des opérations principales de refinancement. Les taux appliqués aux facilités permanentes – la facilité de prêt marginal et la facilité de dépôt – constituent un corridor autour du taux de l'opération principale de refinancement et servent de plafond et de plancher aux taux des opérations interbancaires en blanc au jour le jour (en prenant comme hypothèse que les deux contreparties à la transaction ont accès à ces facilités).

#### **La position des taux à l'intérieur du corridor, ainsi que les volumes d'opérations, dépendent du niveau des réserves au sein du système bancaire.**

Lorsque les conditions de la liquidité sont neutres, la banque centrale fournit le montant de réserves tout juste nécessaire pour répondre aux besoins du secteur bancaire, à un taux lié au taux des opérations principales de refinancement<sup>124</sup>. Par conséquent, la valeur marginale des réserves en fin de journée est égale au taux des opérations principales de refinancement (en supposant qu'il n'y a pas de fragmentation sur le marché). En général, la valeur marginale de fin de journée est une moyenne pondérée des taux appliqués à la facilité de prêt marginal et à la facilité de dépôt, dans laquelle les pondérations sont fonction de la probabilité de recourir à l'une ou l'autre facilité (cf. graphique 3). Dans le cadre des procédures d'appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale et du programme d'achats d'actifs (APP), le niveau des réserves fournies par l'Eurosystème a largement dépassé le besoin de liquidité du système bancaire au cours des dernières années. Cela s'est traduit par des niveaux élevés de l'excédent de liquidité, ce qui a réduit les volumes de négociation et fait du taux de la facilité de dépôt l'ancrage effectif des taux de marché (la probabilité d'un recours à la facilité de dépôt en fin de journée étant effectivement passée à un)<sup>125</sup>.

---

<sup>124</sup> Dans le cadre des procédures d'appels d'offres à taux variable, le taux de l'opération principale de refinancement est le taux de soumission minimal pour pouvoir participer aux opérations d'apport de liquidité de l'Eurosystème. Dans le cadre des procédures d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, le taux de l'opération principale de refinancement est le taux effectif auquel les banques participent à ces opérations.

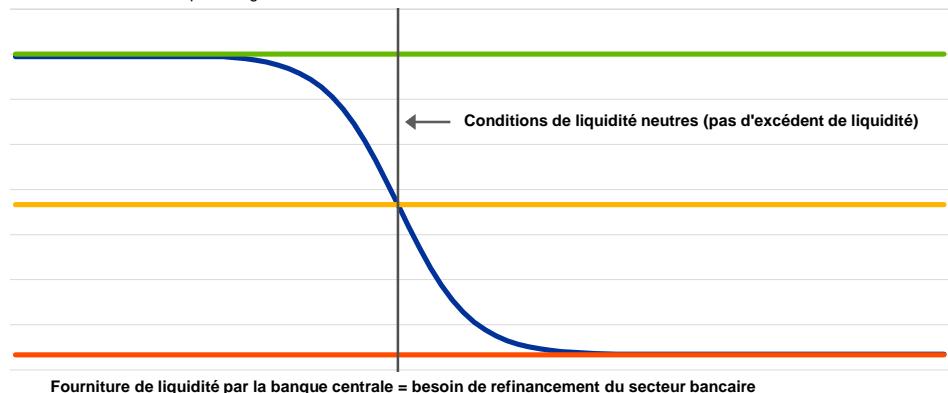
<sup>125</sup> Le corridor des facilités permanentes peut réduire les volumes d'opérations en comprimant l'éventail des taux susceptibles d'être observés sur le marché. Si les primes de risque de crédit augmentent fortement et poussent les taux du marché à l'extérieur du corridor, les banques auront recours aux facilités permanentes au détriment des opérations sur le marché interbancaire (en supposant qu'elles possèdent des garanties suffisantes et ne sont pas concernées par d'éventuels effets de stigmatisation liés à l'utilisation des facilités de banque centrale). Pour une discussion plus approfondie au sujet de la formation des taux dans un système de corridor, cf. Bindseil (U.), « *Monetary Policy Operations and the Financial System* », Oxford University Press, Oxford, 2014.

### Graphique 3

Relation stylisée entre les taux des opérations interbancaires en blanc au jour le jour et les taux directeurs de la BCE en l'absence de fragmentation

(axe des abscisses : apport de liquidité de banque centrale ; axe des ordonnées : taux des opérations interbancaires en blanc au jour le jour)

- Taux au jour le jour pour un excédent de liquidité donné
- Taux des opérations principales de refinancement
- Taux de la facilité de dépôt
- Taux de la facilité de prêt marginal



Notes : Il s'agit là d'un graphique stylisé illustrant un corridor de facilités permanentes symétriques. Les mêmes concepts larges s'appliquent à un corridor asymétrique. À gauche de la ligne grise, il y a pénurie de réserves dans le secteur bancaire ; à droite de la ligne grise, il y a excédent de liquidité (c'est-à-dire excédent de réserves).

**La distribution de réserves de banque centrale n'est pas en soi un indicateur de la fragmentation.** Comme évoqué dans Eisenschmidt *et al.*, la structure financière de la zone euro a abouti à l'accumulation d'un excédent de liquidité dans des endroits particuliers durant la période de l'APP<sup>126</sup>. Cette concentration d'excédent de liquidité n'est pas nécessairement le signe d'une fragmentation. En partant de l'hypothèse de neutralité au risque, l'arbitrage garantit l'équilibre entre banques, et donc entre pays, des taux sur le marché interbancaire des opérations en blanc au jour le jour au sein de la zone euro. En revanche, la mesure dans laquelle les opportunités d'arbitrage existent et ne sont pas exploitées fournit des informations au sujet de la fragmentation. Ce concept est l'élément de base pour la discussion de la section 3.2.

### 3.2 La construction du nouvel indicateur

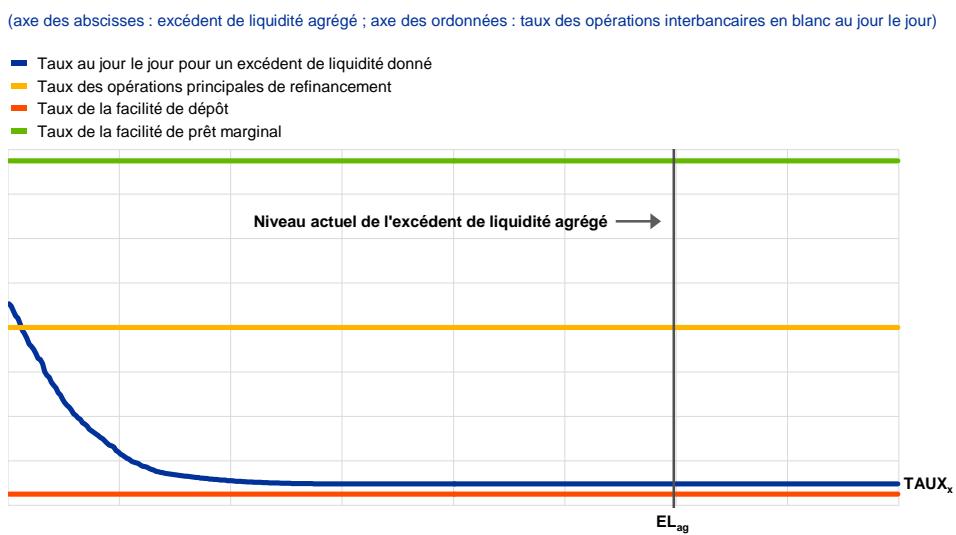
**La fongibilité totale transfrontière des réserves de banque centrale signifie que le taux auquel une banque emprunte des réserves sur le marché des opérations en blanc au jour le jour devrait être fonction du niveau agrégé, et**

<sup>126</sup> Cf. Eisenschmidt (J.), Kedan (D.), Schmitz (M.), Adalid (R.) et Papsdorf (P.), « *The Eurosystem's asset purchase programme and TARGET balances* », *Occasional Paper Series*, n° 196, BCE, 2017.

**non national, de l'excédent de liquidité**<sup>127</sup>. Dans le graphique 4, la ligne bleue présente une illustration stylisée de la relation entre le taux moyen pondéré au jour le jour sur le marché interbancaire des opérations en blanc ( $TAUX_x$ ) et le niveau agrégé d'excédent de liquidité dans la zone euro ( $EL_{ag}$ )<sup>128</sup>. Sachant que le niveau agrégé d'excédent de liquidité est représenté par la ligne grise, le taux des opérations interbancaires en blanc au jour le jour est égal à  $TAUX_x$ . Abstraction faite des facteurs techniques ou fondamentaux susceptibles d'avoir une incidence sur les taux, il suit la définition de la fragmentation fondée sur la transmission de la politique monétaire, présentée à la section 2, selon laquelle les taux devraient être égaux à  $TAUX_x$  d'une banque à l'autre, indépendamment des niveaux d'excédent de liquidité auxquels les banques sont exposées sur leur marché national. Les graphiques 5 et 6 montrent des exemples stylisés de marché fragmenté et non fragmenté dans les conditions d'excédent de liquidité agrégé données par  $EL_{ag}$  dans le graphique 4. Sur le marché fragmenté, on observe clairement une corrélation entre les taux et le niveau d'excédent de liquidité du pays : les taux à l'échelle du pays augmentent davantage au-dessus de  $TAUX_x$  au fur et à mesure que l'excédent de liquidité national diminue (partie jaune du graphique). Sur le marché non fragmenté, les taux sont égaux à  $TAUX_x$  quel que soit le niveau d'excédent de liquidité national.

#### Graphique 4

Relation stylisée entre l'excédent de liquidité agrégé et le taux des opérations interbancaires en blanc au jour le jour dans la zone euro



<sup>127</sup> L'implication de la fongibilité totale ne s'arrête pas aux frontières. En principe, la fongibilité totale (ou absence de fragmentation) implique que les taux interbancaires sont corrélés aux niveaux d'excédent de liquidité agrégé et non aux niveaux d'excédent de liquidité propres à des sous-ensembles plus petits de banques, comme celui des banques situées dans un même pays. La disponibilité des données et la nature de la fragmentation, qui influe souvent sur les opérations transfrontières, ont dirigé l'attention de cette analyse sur la dimension nationale de la fragmentation en comparant les taux induits par l'excédent de liquidité à l'échelle du pays avec les taux induits par l'excédent de liquidité agrégé.

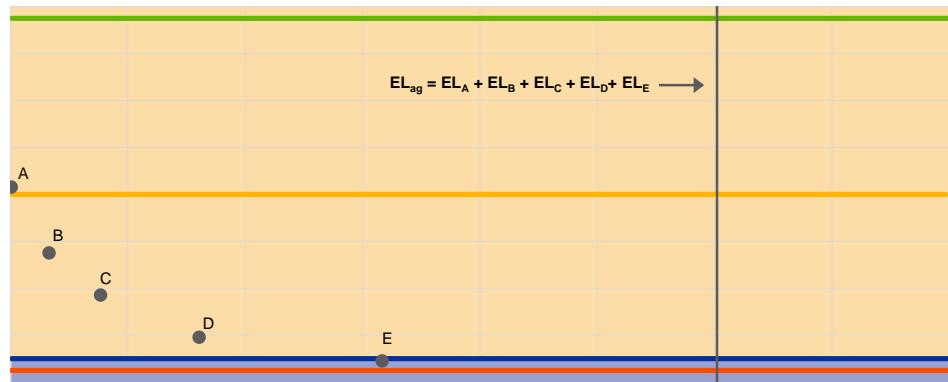
<sup>128</sup> Comme expliqué dans la section 3.1 et montré dans le graphique 3, la forme de la ligne bleue reflète la probabilité d'avoir à recourir à l'une des facilités permanentes, elle-même liée au montant d'excédent de liquidité dans le système.

## Graphique 5

### Exemple stylisé d'un marché fragmenté

(axe des abscisses : excédent de liquidité à l'échelle du pays ; axe des ordonnées : taux des opérations interbancaires en blanc au jour le jour à l'échelle du pays)

- TAUX<sub>x</sub>
- Taux des opérations principales de refinancement
- Taux de la facilité de dépôt
- Taux de la facilité de prêt marginal
- Difficultés d'accès
- Pas de difficultés
- Taux à l'échelle du pays et excédent de liquidité



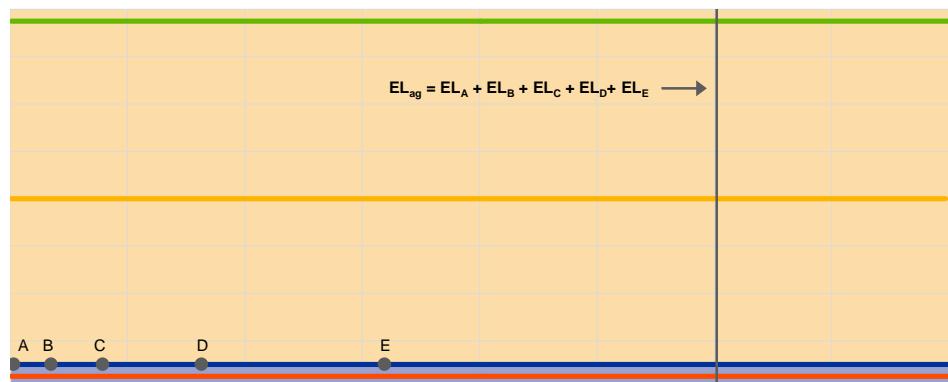
Notes : Il s'agit là d'un graphique stylisé illustrant un corridor de facilités permanentes symétriques. Les mêmes concepts larges s'appliquent à un corridor asymétrique.  $TAUX_x$  est le taux agrégé des opérations interbancaires en blanc au jour le jour pour le niveau d'excédent de liquidité agrégé correspondant à  $EL_{ag}$ , comme présenté dans le graphique 4.  $EL_{ag}$  est la somme de l'excédent de liquidité pour l'ensemble des pays.  $EL_A$ ,  $EL_B$ ,  $EL_C$ ,  $EL_D$  et  $EL_E$  correspondent aux niveaux d'excédent de liquidité dans les pays A, B, C, D et E.

## Graphique 6

### Exemple stylisé d'un marché non fragmenté

(axe des abscisses : excédent de liquidité à l'échelle du pays ; axe des ordonnées : taux des opérations interbancaires en blanc au jour le jour à l'échelle du pays)

- TAUX<sub>x</sub>
- Taux des opérations principales de refinancement
- Taux de la facilité de dépôt
- Taux de la facilité de prêt marginal
- Difficultés d'accès
- Pas de difficultés
- Taux à l'échelle du pays et excédent de liquidité



Notes : Cf. graphique 5.

**Pour transformer la définition de la fragmentation fondée sur la transmission de la politique monétaire en indicateur, il est nécessaire d'établir les écarts de taux d'intérêt agrégés par rapport au taux de la facilité de dépôt auquel on pourrait s'attendre sur un marché non fragmenté pour chaque niveau d'excédent de liquidité agrégé (c'est-à-dire des écarts de seuil).** Cet exercice devrait être réalisé à partir des opérations des entités ayant accès aux facilités permanentes de l'Eurosystème (c'est-à-dire les banques de la zone euro) et des taux corrigés du risque de crédit de la contrepartie, afin d'isoler les écarts de taux attribuables à la fragmentation de ceux qui résultent de facteurs techniques et fondamentaux. La relation entre excédent de liquidité et taux du marché monétaire est en soi fonction de l'état de la fragmentation<sup>129</sup>. Par conséquent, les seuils devraient idéalement être établis à partir de données antérieures à la crise, lorsque les marchés étaient perçus comme totalement non fragmentés. Cela n'est pas possible pour deux raisons : premièrement, les données à l'échelle des opérations au jour le jour sur le marché interbancaire ne sont pas disponibles pour la période antérieure à la date de démarrage de TARGET2 en mai 2008 ; et, deuxièmement, les niveaux d'excédent de liquidité étaient au plus bas avant la crise<sup>130</sup>.

**On utilise les données historiques corrigées du risque relatives aux opérations en blanc au jour le jour des banques de la zone euro sur le marché interbancaire durant des périodes de tensions relativement faibles sur le marché depuis 2008 afin de calculer les écarts de seuil qui serviront de référence pour déterminer le niveau actuel de fragmentation.** Premièrement, les taux sur le marché interbancaire des opérations d'emprunt en blanc au jour le jour, tirés des données du système de paiement TARGET2<sup>131</sup>, sont corrigés du risque de crédit de la contrepartie<sup>132</sup>. Deuxièmement, la période d'échantillonnage est choisie en trouvant un compromis entre la nécessité, d'une part, de disposer d'une période affichant une variation suffisante du niveau d'excédent de liquidité et, d'autre part, de veiller à ce que la période soit représentative de conditions relativement favorables

---

<sup>129</sup> Cf. « Évolutions récentes de l'excédent de liquidité et des taux du marché monétaire », *Bulletin mensuel*, BCE, janvier 2014, p.71-86.

<sup>130</sup> L'excédent de réserves, qui correspond à la part des comptes courants des banques qui n'est pas nécessaire au respect des obligations de constitution de réserves, s'est établi en moyenne à 1,2 milliard d'euros entre 2004 et juillet 2007, tandis que le recours à la facilité de dépôt avoisinait en moyenne 190 millions d'euros au cours de la même période.

<sup>131</sup> Ces taux sont identifiés à partir des données relatives aux opérations dans TARGET2 en utilisant la méthode décrite par « *Financial integration in Europe* » et Frutos (J.C.), Garcia-de-Andoain (C.), Heider (F.) et Papsdorf (P.), « *Stressed interbank markets: evidence from the European financial and sovereign debt crisis* », *Working Paper Series*, n° 1925, BCE, 2016.

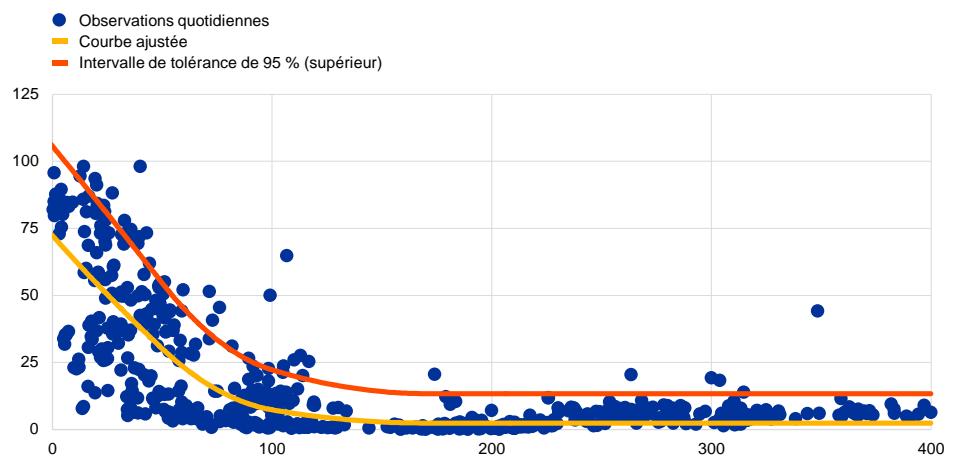
<sup>132</sup> Les taux corrigés du risque sont calculés par régression des taux d'emprunt moyens dans TARGET2, pondérés du volume, pour chaque pays, sur l'écart de rendement médian des CDS de l'ensemble des banques de ce même pays. Une régression MCO sur données fusionnées (« *pooled data* ») est utilisée pour estimer les taux corrigés du risque dans les pays vulnérables et dans les autres pays. Les régressions sont réalisées à partir de données quotidiennes pour la période allant de juin 2008 à septembre 2017. Le taux corrigé du risque correspond à la différence entre le taux effectif au jour  $t$  et l'estimation du coefficient multipliée par l'écart de rendement médian des CDS à l'échelle des banques du pays au jour  $t$ .

sur le marché monétaire<sup>133</sup>. Troisièmement, une spline de régression est ajustée à la relation entre écarts de taux agrégés corrigés du risque par rapport au taux de la facilité de dépôt et excédent de liquidité agrégé au cours de ces périodes. Enfin, les écarts de seuil sont obtenus en utilisant un intervalle de tolérance de 95 % correspondant à la spline de régression estimée (cf. graphique 7).

### Graphique 7

Écarts entre les taux d'emprunt moyens corrigés du risque pondérés du volume dans la zone euro et le taux de la facilité de dépôt et excédent de liquidité agrégé durant les périodes de tensions relativement faibles sur les marchés financiers depuis 2008

(axe des abscisses : excédent de liquidité agrégé en milliards d'euros ; axe des ordonnées : écart entre le taux d'emprunt moyen corrigé du risque pondéré du volume dans la zone euro et le taux de dépôt en points de base)



Sources : TARGET2, BCE et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique de dispersion représente l'écart entre les taux moyens corrigés du risque pondérés du volume sur les opérations d'emprunt en blanc au jour le jour dans la zone euro et le taux de la facilité de dépôt. Les taux corrigés du risque sont calculés par régression des taux d'emprunt moyens dans TARGET2, pondérés du volume, pour chaque pays sur l'écart de rendement médian des CDS de l'ensemble des banques de ce même pays. Une régression MCO sur données fusionnées (« *pooled data* ») est utilisée pour estimer les taux corrigés du risque dans les pays vulnérables et dans les autres pays. Les régressions sont réalisées à partir de données quotidiennes pour la période allant de juin 2008 à septembre 2017. Le taux corrigé du risque correspond à la différence entre le taux effectif au jour  $t$  et l'estimation du coefficient multipliée par l'écart de rendement moyen des CDS à l'échelle des banques du pays au jour  $t$ . Le diagramme de dispersion présente les taux quotidiens durant les périodes suivantes : 1<sup>er</sup> juin-27 août 2008 ; 1<sup>er</sup> juillet 2009-30 juin 2011 ; 1<sup>er</sup> janvier-30 août 2013. La courbe ajustée est calculée à partir d'une régression par B-spline.

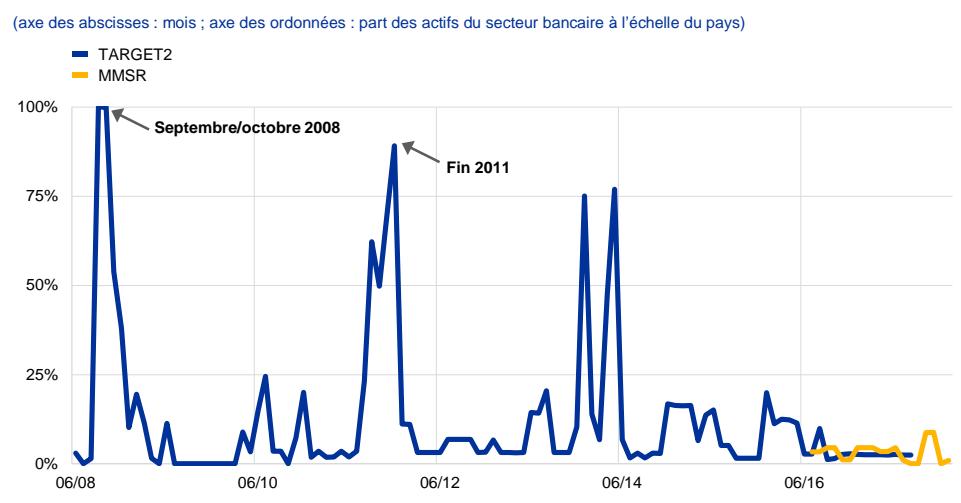
**Un indicateur de la fragmentation est construit par comparaison des taux observés à l'échelle du pays avec les taux de seuil estimés.** Les moyennes mensuelles à l'échelle du pays des taux pondérés du volume et corrigés du risque de contrepartie sur le marché interbancaire des opérations en blanc au jour le jour sont comparées avec les niveaux de seuil estimés. À compter de juillet 2016, les données collectées dans le cadre du dispositif de déclaration des statistiques du marché monétaire (MMSR) peuvent être utilisées pour compléter les taux calculés à partir des données du système de paiement TARGET2. Si, dans un pays, le taux moyen corrigé du risque pondéré du volume dépasse le seuil correspondant au

<sup>133</sup> Divers indicateurs sont utilisés pour identifier des périodes de durée variable, entre juin 2008 et août 2013, durant lesquelles les conditions sur le marché monétaire ont été relativement calmes. Afin d'évaluer l'état de la fragmentation sur le marché depuis l'annonce en juin 2014 du train de mesures de politique monétaire, la date limite pour l'identification de conditions relativement favorables sur le marché monétaire a été fixée à août 2013. Les périodes de tensions relativement faibles dans l'ensemble sont les suivantes : 1<sup>er</sup> juin-27 août 2008, 1<sup>er</sup> juillet 2009-30 juin 2011 et 1<sup>er</sup> janvier-30 août 2013.

niveau agrégé d'excédent de liquidité pour un mois donné, l'accès au marché du secteur bancaire du pays est considéré comme difficile ce même mois. Les pays sont ensuite pondérés en fonction de la part qu'ils détiennent dans le total des actifs bancaires de l'échantillon de pays. Ainsi, les pays dont le secteur bancaire est plus développé ont une pondération plus élevée. L'indicateur de la fragmentation qui en résulte estime la part de secteurs bancaires de la zone euro ayant des difficultés d'accès au marché interbancaire des opérations en blanc au jour le jour à l'échelle du pays (cf. graphique 8).

### Graphique 8

Part de secteurs bancaires de la zone euro ayant un accès difficile au marché interbancaire des opérations en blanc au jour le jour à l'échelle du pays



Sources : TARGET2, MMSR, BCE et calculs de la BCE.  
 Notes : L'accès difficile est déterminé en comparant les écarts de taux corrigés du risque par rapport au taux de la facilité de dépôt à l'échelle du pays avec le niveau d'écart de seuil induit par la relation historique entre l'excédent de liquidité agrégé et les taux corrigés du risque durant les périodes de faibles tensions. L'échantillon de banques est corrigé de sorte que les deux séries couvrent le même éventail de pays. Les dernières observations se rapportent à août 2017 pour TARGET2 et à décembre 2017 pour les données tirées du dispositif de déclaration des statistiques du marché monétaire.

## 4 Développement et propriétés du nouvel indicateur

**Par rapport aux périodes de tensions relativement faibles sur les marchés financiers, entre mi-2008 et mi-2013, la fragmentation considérée au travers de la négociabilité des réserves a probablement été faible également fin 2017, selon les estimations.** La fragmentation a enregistré un pic fin 2008 après la faillite de Lehman Brothers, lorsque les banques de tous les pays de la zone euro ont eu, selon les estimations, des difficultés d'accès au marché (cf. graphique 8). Vers mi-2009, cependant, les banques de tous ces pays avaient de nouveau pleinement accès au financement de marché sur la base des taux d'intérêt observés sur les marchés monétaires nationaux à ce moment-là. La fragmentation a augmenté de nouveau au printemps 2010 avec le début de la crise de la dette souveraine, avant de s'accentuer fortement jusqu'à fin 2011 avec l'intensification de la crise. Avec l'augmentation de l'excédent de liquidité agrégé à la suite de l'adjudication des opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans (LTRO) en décembre 2011 et en février 2012, les taux des opérations interbancaires en blanc

au jour le jour ont diminué dans l'ensemble des pays. Toutefois, la mesure de la fragmentation a augmenté jusqu'à mi-2014 sous l'effet d'une réduction de l'excédent de liquidité et d'une incertitude croissante concernant son évolution à compter de fin 2013, en raison des remboursements anticipés des LTRO d'une durée de trois ans, ainsi que d'une réappréciation sur le marché monétaire dans le cadre de l'évaluation complète. Elle est également demeurée assez élevée au cours des mois qui ont suivi le passage en territoire négatif du taux de la facilité de dépôt, les banques étant initialement réticentes à effectuer des opérations à des taux négatifs, faisant ainsi monter les taux du marché monétaire ; la transmission intégrale des taux directeurs négatifs s'est matérialisée début 2015 seulement. L'atténuation de la fragmentation a fait suite à la cessation en juin 2014 des opérations de stérilisation de la liquidité liées au programme pour les marchés de titres et à l'annonce du train de mesures visant à accroître la taille du bilan de l'Eurosystème. On a continué d'observer une fragmentation, quoique relativement faible, en 2017.

**Le nouvel indicateur de la fragmentation complète les mesures existantes car il permet une meilleure prise en compte du degré de soutien de la politique monétaire et offre, d'une manière générale, une vision plus nuancée de la fragmentation.** La relation observée entre les taux des opérations en blanc au jour le jour et l'excédent de liquidité durant les périodes de faibles tensions sur le marché monétaire sert de référence à l'indicateur. Cet exercice permet de prendre en compte l'endogénéité entre le degré de fragmentation et l'orientation accommodante de la politique monétaire, une plus grande fragmentation ayant généralement coïncidé avec un excédent de liquidité plus élevé, mais également avec une modification de la relation entre les taux au jour le jour et l'excédent de liquidité. En outre, l'indicateur est établi à partir de l'ensemble des opérations sur le marché monétaire au cours d'une période donnée et non à partir de cotations de marché ou d'un sous-ensemble de négociations. Il est également construit à partir des données relatives aux taux et aux volumes, reflétant ainsi les dimensions prix et quantité de la fragmentation.

**Comme pour tout autre indicateur, cependant, la nouvelle mesure de la fragmentation a ses limites et doit être examinée en même temps qu'un ensemble de mesures de la fragmentation.** Dans l'idéal, l'indicateur prendrait en compte la largeur du corridor de taux d'intérêt : toutes choses égales par ailleurs, l'écart des taux par rapport au taux de la facilité de dépôt devrait être moins élevé pour un niveau de fragmentation donné lorsque le corridor est plus étroit. Toutefois, la largeur du corridor correspondant aux différents niveaux d'excédent de liquidité ne présente pas de variation suffisante au fil du temps pour permettre une estimation fiable des coefficients d'ajustement. Dans tous les cas, avec des niveaux élevés d'excédent de liquidité, l'analyse indique que l'élasticité des taux de marché aux variations de la largeur du corridor est minimale. Par conséquent, l'interprétation de l'indicateur nécessite de prendre en compte la largeur du corridor uniquement lorsque le niveau agrégé de l'excédent de liquidité est beaucoup plus faible que fin 2017.

**Une autre restriction concernant l'indicateur est qu'il se fonde sur un panel de banques qui évolue au fil du temps, et ne peut tenir compte des opérations qui**

**n'ont pas eu lieu en raison de la fragmentation.** L'évolution du panel implique qu'un accroissement observé de la fragmentation mesurée pourrait être causé (a) par une détérioration des conditions de négociation pour les mêmes banques ou (b) par une modification de la composition du panel. De plus, la modification de la composition du panel pourrait être due à la participation de nouvelles banques ou au départ de banques existantes, voire aux deux. La composition potentiellement changeante du panel fait apparaître le risque d'un biais d'échantillonnage car l'indicateur ne prend pas en compte les opérations sur le marché monétaire que l'on n'observe pas. Dans des cas extrêmes, l'indicateur sous-estimera de manière significative le vrai degré de fragmentation lorsque le panel est exclusivement composé de banques ayant facilement accès au marché car les banques en difficulté, pour lesquelles on peut supposer que l'accès est difficile, ne sont plus actives sur ce marché. Lorsque les banques retrouvent l'accès au marché, probablement à des taux plus élevés, l'indicateur surestimera la fragmentation. Si, de façon intentionnelle ou non, certaines mesures de politique monétaire agissent au travers de la désintermédiation, ce problème pourrait devenir plus important. Pour remédier à cela, il est nécessaire de modéliser l'intervention des banques sur le marché. Cela faciliterait l'ajustement de l'indicateur fondé uniquement sur les taux observés<sup>134</sup>.

**Le nouvel indicateur envoie un message globalement comparable à l'écart de taux Euribor-OIS mais il est plus précis lorsqu'il s'agit de retracer les périodes d'ajustement du marché, comme celle précédant l'évaluation complète des banques de la zone euro (cf. graphique 9).** L'indicateur obtient des résultats satisfaisants pour retracer les périodes de tensions élevées durant l'épisode de Lehman Brothers et la crise de la dette souveraine dans la zone euro. De façon remarquable, contrairement à l'écart de taux Euribor-OIS, il place le degré des tensions fin 2011 au même niveau que celui observé après la faillite de Lehman Brothers. Cette différence peut s'expliquer par le fait que le degré existant de soutien de la politique monétaire affecte incontestablement davantage l'écart de taux Euribor-OIS que le nouvel indicateur. L'épisode qui entoure l'évaluation complète (de fin 2013 à fin 2014) est considéré comme une période de fragmentation sur le marché monétaire, ce qui est une conclusion plausible bien que la raison sous-jacente de cette fragmentation soit largement indépendante des tensions sur les marchés financiers. Enfin, l'indicateur signale un faible degré de fragmentation en 2017, tout comme l'écart de taux Euribor-OIS.

---

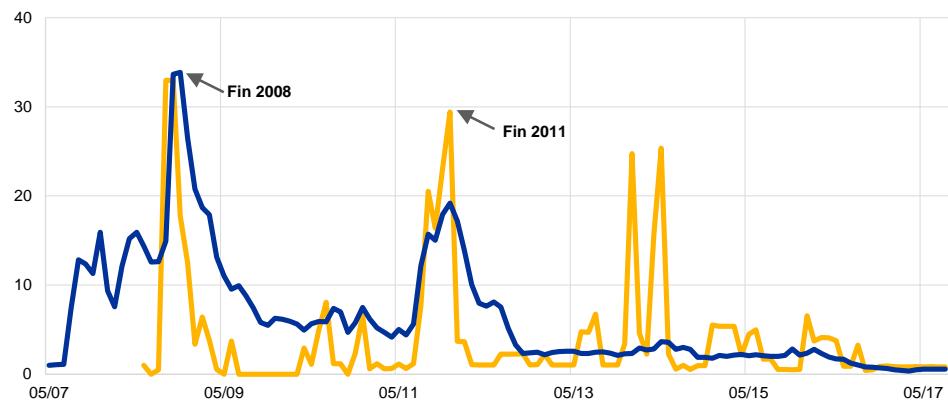
<sup>134</sup> L'analyse des volumes interbancaires serait une façon simple de vérifier les forces motrices d'un « regain » de fragmentation dû à la présence sur le marché, à des taux plus élevés, de banques qui avaient été précédemment exclues en raison de leur profil de risque. Si l'indicateur augmente pour cette raison, le volume global devrait augmenter et l'intermédiation de la banque centrale diminuer.

### Graphique 9

Indicateur de fragmentation établi à partir des données de TARGET2 et écart de taux Euribor-OIS trois mois

(le début de chaque série est indexé sur la valeur de 1,0)

- Écart de taux EURIBOR-OIS
- Indicateur de la fragmentation (TARGET2)



Sources : Bloomberg, TARGET2, BCE et calculs de la BCE.

Notes : L'écart de taux Euribor-OIS débute en mai 2007, tandis que l'indicateur de la fragmentation (établi à partir des données de TARGET2) débute en juin 2008. Les dernières observations se rapportent à août 2017.

### 3

## La consommation privée et ses déterminants dans la phase d'expansion économique en cours

**Maarten Dossche, Magnus Forsells, Luca Rossi et Grigor Stoevsky**

Cet article décrit le rôle fondamental joué par la consommation privée dans la croissance récente de la production (2013-2018) et pose la question de savoir combien de temps la croissance de la consommation actuellement observée peut se poursuivre et si elle est auto-entretenue. À cette fin, le présent article tente d'identifier l'importance relative de différents facteurs soutenant la consommation, tels que le redressement du marché du travail, l'orientation accommodante de la politique monétaire, la baisse des prix du pétrole observée en 2014-2015, la hausse des prix des actifs, l'assouplissement des conditions du crédit et le désendettement. Le recul de la consommation enregistré de 2008 à 2013 ayant été très hétérogène d'un pays à l'autre, cet article apporte aussi un éclairage sur la mesure dans laquelle l'expansion actuelle a effectivement conduit à une nette augmentation de la consommation au cours de la dernière décennie. Cette question est pertinente du fait que la consommation privée constitue également un indicateur essentiel du bien-être des ménages.

Si la croissance de la consommation est faible comparée aux précédentes phases d'expansion, depuis 2013 elle dépasse toutefois les prévisions initiales. Elle s'explique principalement par le redressement du marché du travail, même si le chômage demeure plus élevé qu'avant 2008 dans certains pays et pour certaines catégories de travailleurs. À plus long terme, avec la poursuite de l'amélioration sur les marchés du travail, la consommation privée devrait continuer de se renforcer dans tous les pays et pour toutes les catégories de travailleurs. Par son effet sur le marché du travail, l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE contribue non seulement à l'expansion de la consommation privée, mais également à la baisse des inégalités. Dans le même temps, peu d'éléments indiquent que les taux d'intérêt bas ont conduit à des hausses généralisées de l'endettement des ménages, ce qui va dans le sens de la soutenabilité de l'expansion économique globale.

### 1 Introduction

#### **La consommation privée de la zone euro a joué un rôle important dans la phase d'expansion économique en cours et ce, depuis son début, en 2013.**

Dans certains pays de la zone euro, la hausse initiale de la consommation privée a même été plus forte que celle de l'investissement, alors qu'il s'agit habituellement de la composante de la demande qui affiche la croissance la plus rapide en phase d'expansion économique. Après cinq ans d'expansion, la question est maintenant de savoir pendant combien de temps le rythme actuel de croissance de la consommation peut se poursuivre. Pour évaluer la situation économique actuelle de la zone euro, il est donc essentiel de mettre au jour les déterminants du récent mouvement d'expansion de la consommation privée.

**L'approche analytique développée dans cet article a été influencée par les leçons tirées de la crise financière.** Il est depuis longtemps admis que par certains aspects, les données sont en contradiction avec l'hypothèse standard du revenu permanent ou théorie du cycle de vie, qui suggère que la consommation privée ne devrait pas réagir aux variations de revenu transitoires<sup>135</sup>. Cela a conduit à plusieurs extensions de la théorie de la consommation (incluant l'incertitude du revenu et les contraintes de liquidité) qui soulignent l'importance des caractéristiques individuelles des ménages<sup>136</sup>. L'importance de ces éléments a été encore démontrée par les évolutions économiques durant et après la Grande récession. Cet article présente donc des données relatives aux déterminants de la consommation privée dans une perspective tant agrégée que non agrégée, notamment l'interaction avec les inégalités de revenu et de richesse. De plus, l'environnement macroéconomique spécifique à chaque pays, en particulier les conditions sur le marché du travail et le marché de l'immobilier résidentiel, a fortement affecté la dynamique de la consommation privée dans les différents pays de la zone euro. La dimension pays est donc explorée de façon plus approfondie le cas échéant.

**Le présent article est structuré comme suit.** La section 2 évalue la vigueur de la croissance de la consommation dans la phase d'expansion actuelle, à la fois dans une perspective historique, dans les différents pays et selon les catégories de consommation. La section 3 examine les déterminants du revenu réel des ménages. La section 4 analyse les évolutions de la richesse et de l'endettement des ménages. La section 5 apporte des éléments de conclusion et évalue les perspectives de croissance de la consommation. L'encadré 1 fournit de plus amples détails sur l'importance des effets de revenu et de richesse pour la consommation privée de la zone euro. L'encadré 2 analyse l'interaction entre la politique monétaire, les inégalités entre les ménages et la consommation privée.

## 2 La consommation dans la phase d'expansion économique en cours

### 2.1 Une phase d'expansion économique tirée par la consommation ?

**Depuis le début de la phase d'expansion économique en cours, en 2013, la croissance est principalement tirée par la consommation privée.** Dans la mesure où la consommation privée est la principale composante de la dépense, cela peut être considéré comme normal ; en 2017, elle a représenté environ 55 % du

<sup>135</sup> Cf. Friedman (M.), « *A Theory of the Consumption Function* », Oxford Publishing Company, 1957 ; et Hall (R.), « *Stochastic Implications of the Life Cycle-Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence* », *Journal of Political Economy*, vol. 86, 1978, p. 971-987.

<sup>136</sup> Cf. par exemple Deaton (A.), « *Saving and liquidity constraints* », *Econometrica*, vol. 59, 1991, p. 1221-1248 ; Stein (J.), « *Prices and trading volume in the housing market: a model with down-payment effects* », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, 1995, p. 379-406 ; et Ahn (S.), Kaplan (G.), Moll (B.), Winberry (T.) et Wolf (C.), « *When Inequality Matters for Macro and Macro Matters for Inequality* », *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 32, 2017.

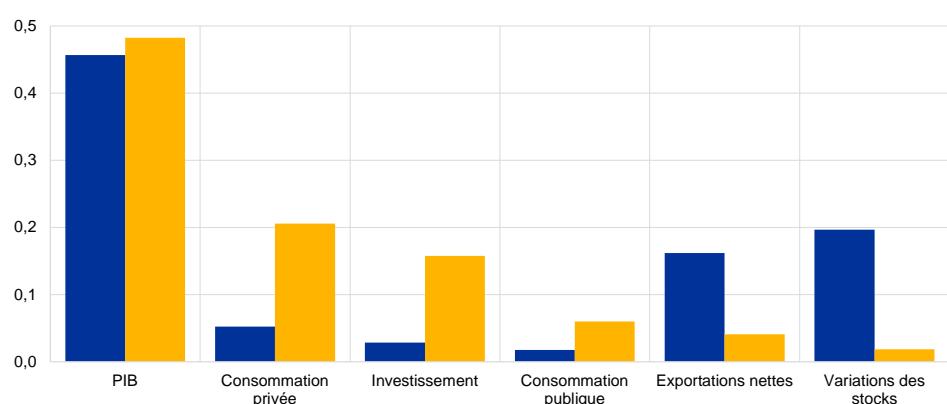
produit intérieur brut (PIB). Cependant, cette situation contraste nettement avec la reprise de 2009-2011, où, en moyenne, seulement 10 % de la croissance cumulée du PIB s'expliquait par la consommation (cf. graphique 1)<sup>137</sup>. Cette observation ne concerne pas uniquement la zone euro. Durant la récente phase d'expansion économique, de nombreux pays industrialisés ont enregistré une forte dynamique de la consommation, avec une croissance souvent supérieure à celle de l'investissement<sup>138</sup>.

### Graphique 1

#### Contributions moyennes à la croissance du PIB

(points de pourcentage trimestriels)

■ T3 2009-T3 2011  
■ T2 2013-T1 2018



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

**La croissance de la consommation privée a systématiquement dépassé les anticipations initiales des prévisionnistes professionnels.** Le graphique 2 montre comment, pour chaque année depuis le début de la phase d'expansion économique en cours, la croissance annuelle effective de la consommation a dépassé les prévisions initiales. Cela est particulièrement évident pour la période 2014-2015, pour laquelle elles avaient considérablement sous-estimé la dynamique finale de cette composante de la dépense. Cette période a coïncidé avec un recul inattendu des prix du pétrole, qui a fortement dopé le pouvoir d'achat des ménages de la zone euro. Depuis lors, la croissance de la consommation a oscillé autour de 1,7 % par an.

<sup>137</sup> Cf. également l'encadré intitulé « Les facteurs soutenant la reprise actuelle », *Rapport annuel*, BCE, 2016.

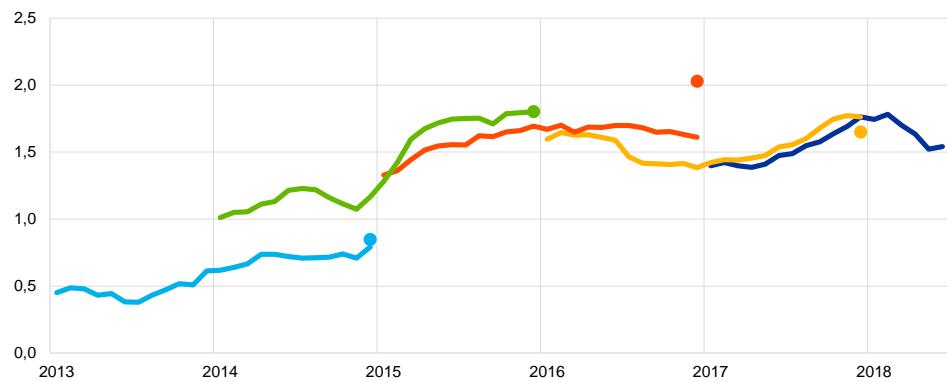
<sup>138</sup> Cf. Kharroubi (E.) et Kohlscheen (E.), « Consumption-led expansions », *BIS Quarterly Review*, Banque des règlements internationaux, mars 2017.

## Graphique 2

### Prévisions mensuelles de la consommation privée de la zone euro par année

(variations annuelles en pourcentage)

- 2018
- 2017
- 2016
- 2015
- 2014



Sources : Consensus Economics, Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les points se rapportent à la dernière publication par Eurostat des données relatives à la croissance annuelle effective de la consommation.

**D'un point de vue historique, l'expansion de la consommation privée est néanmoins restée faible.** De fait, la phase d'expansion de la consommation privée actuellement observée compte parmi les plus faibles depuis les années 1970 (cf. graphique 3) <sup>139</sup>. Toutefois, la récente croissance du PIB a également été l'une des plus faibles jamais enregistrées. Une fois encore, cette observation ne concerne pas uniquement la zone euro. La plupart des pays industrialisés ont enregistré une croissance du PIB inférieure à celle des précédentes phases d'expansion <sup>140</sup>. Cela soulève la question du nombre de facteurs spécifiques au secteur des ménages (par exemple, les évolutions du revenu et de la richesse ou les contraintes pesant sur l'emprunt) ayant ralenti l'expansion de la consommation privée. Autrement dit, les dépenses de consommation qui *dépendent* du revenu et de la richesse des ménages ont-elles été exceptionnellement faibles durant les cinq dernières années ?

<sup>139</sup> Cf. également Vermeulen (P.), « *The recovery of investment in the euro area in the aftermath of the Great Recession: how does it compare historically?* », *Research Bulletin*, n° 28, BCE, 2016.

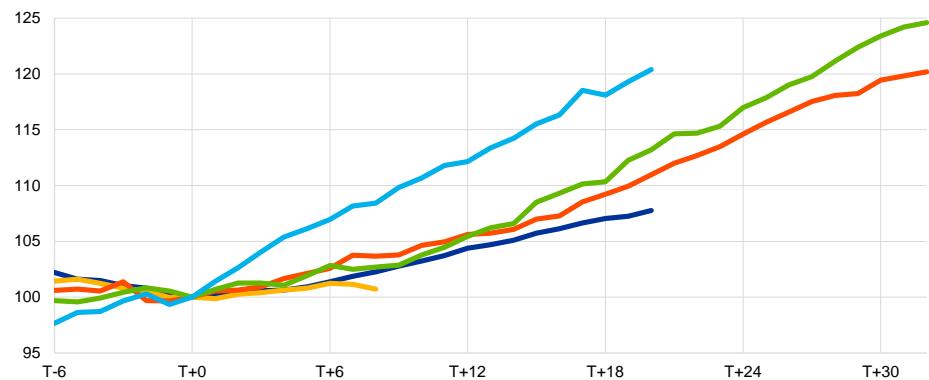
<sup>140</sup> Cf. par exemple Fernald (J.), Hall (R.), Stock (J.) et Watson (M.), « *The disappointing recovery of output after 2009* », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2017, p. 1-54.

### Graphique 3

#### Phases historiques d'expansion de la consommation privée de la zone euro

(variations trimestrielles cumulées, T+0 = 100)

- Phase d'expansion actuelle (T1 2013)
- T2 2009
- T3 1993
- T3 1982
- T1 1975



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : T+0 représente le point bas du cycle d'activité de la zone euro tel qu'identifié par le Comité de datation du cycle conjoncturel de la zone euro (*Euro Area Business Cycle Dating Committee*).

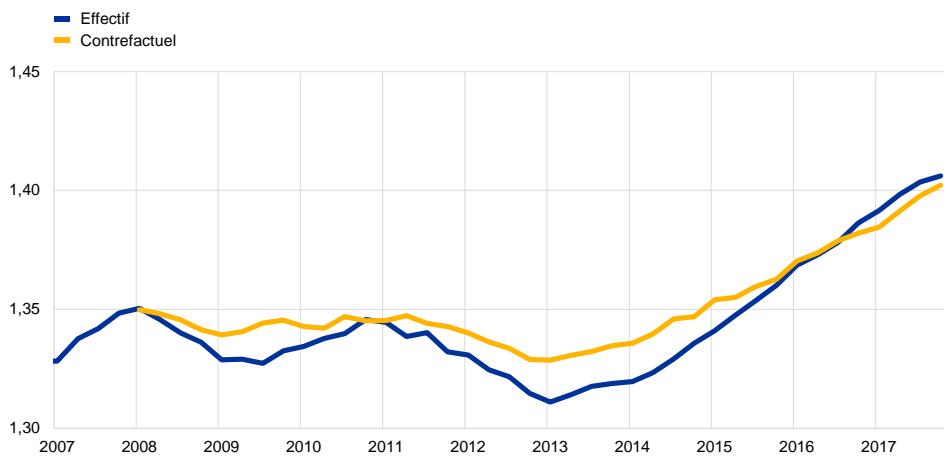
**Depuis 2013, la consommation privée suit de près les évolutions du revenu et de la richesse des ménages.** Le graphique 4 présente une trajectoire de consommation contrefactuelle, comparable à celle développée par Pistaferri, fondée sur une relation estimée entre la consommation privée d'avant la crise et les évolutions du revenu et de la richesse des ménages<sup>141</sup>. Ces deux déterminants classiques de la consommation privée expliquent la plus grande partie de la croissance de la consommation depuis 2013. C'est uniquement durant la Grande récession et la crise de la dette souveraine que la consommation privée a été inférieure à ce que suggère cette relation simple. La consommation privée s'est fortement redressée depuis 2013 ; depuis mi-2016, elle est même plus élevée que ne le suggère la relation avec le revenu et la richesse estimée avant la crise. Cette situation est également cohérente avec la baisse graduelle du ratio d'épargne des ménages sur la même période (cf. section 4.2).

<sup>141</sup> Cf. Pistaferri, « *Why has consumption remained moderate after the Great Recession?* », étude présentée à la 60<sup>ème</sup> Conférence économique de la Réserve fédérale de Boston « *The Elusive 'Great' Recovery: Causes and Implications for Future Business Cycle Dynamics* », 14 octobre 2016.

#### Graphique 4

#### Dynamique de la consommation dépendant du revenu et de la richesse des ménages

(en milliers de milliards d'euros, à prix constants de 2010)



Sources : BCE, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La relation historique entre la consommation privée et le revenu et la richesse des ménages est estimée à partir de données trimestrielles de 1999 à 2007. La trajectoire de consommation contrefactuelle à partir de 2008 est construite à partir de cette relation estimée et du revenu et de la richesse des ménages effectifs.

## 2.2 Consommation selon les pays

### Depuis 2013, la croissance de la consommation concerne l'ensemble des pays, mais les pertes liées à la crise financière n'ont pas été effacées partout.

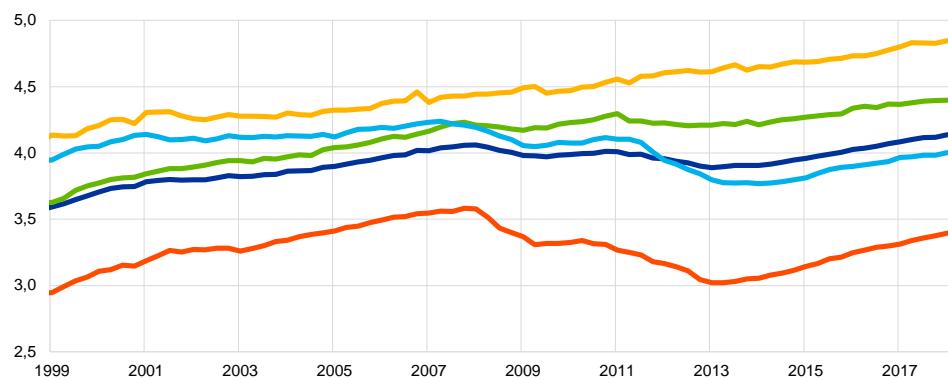
Tandis que certains grands pays de la zone euro ont enregistré de forts reculs de la consommation en raison de la Grande récession et de la crise de la dette souveraine (l'Italie et l'Espagne, par exemple), d'autres pays (comme l'Allemagne et la France) ont été beaucoup moins affectés (cf. graphique 5). Dix ans après le début de la Grande récession, la consommation privée en Allemagne et en France s'établit environ 10 % au-dessus de son niveau d'avant la crise. En revanche, elle ne s'est pas encore complètement redressée en Italie et en Espagne. Depuis 2013, cependant, l'ensemble des pays ont suivi une trajectoire clairement expansionniste. L'Espagne, qui a subi la plus forte récession, a affiché l'expansion la plus prononcée depuis 2013.

### Graphique 5

#### Consommation dans les quatre principaux pays de la zone euro

(trimestriel, milliers d'euros par habitant, à prix constants de 2010)

- Zone euro
- Allemagne
- Espagne
- France
- Italie



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

### 2.3 La consommation par catégories de produits

**Les dépenses de consommation des ménages en biens durables sont la composante de la consommation privée la plus sensible au cycle d'activité.** La durée de vie attendue des biens durables est généralement supérieure à trois ans, tandis que celle des biens semi-durables et non durables est beaucoup plus courte. Les ménages ne retirent pas d'utilité directe des dépenses en biens durables sur le moment, mais plutôt du flux de services que ces biens offrent au cours de leur durée de vie. Les ménages peuvent réduire ces achats lorsque leur revenu est bas, avec une baisse relativement faible de leur utilité, les reportant jusqu'à ce que leur revenu se redresse. En conséquence, la consommation de biens durables est plus variable sur le cycle d'activité<sup>142</sup>.

**La consommation de biens durables a retrouvé des niveaux « normaux ».** La demande latente a été un facteur de soutien important de la consommation récente de biens durables. La forte baisse de la consommation de biens durables durant la crise a entraîné une diminution du stock réel de ces biens et une augmentation proportionnelle de l'âge moyen de ce stock<sup>143</sup>. Dans les pays les plus touchés par la crise financière, l'âge moyen du stock de biens durables a davantage augmenté, créant une demande latente qui s'est libérée dès lors que les conditions économiques se sont améliorées<sup>144</sup>. Au fur et à mesure de la reprise économique,

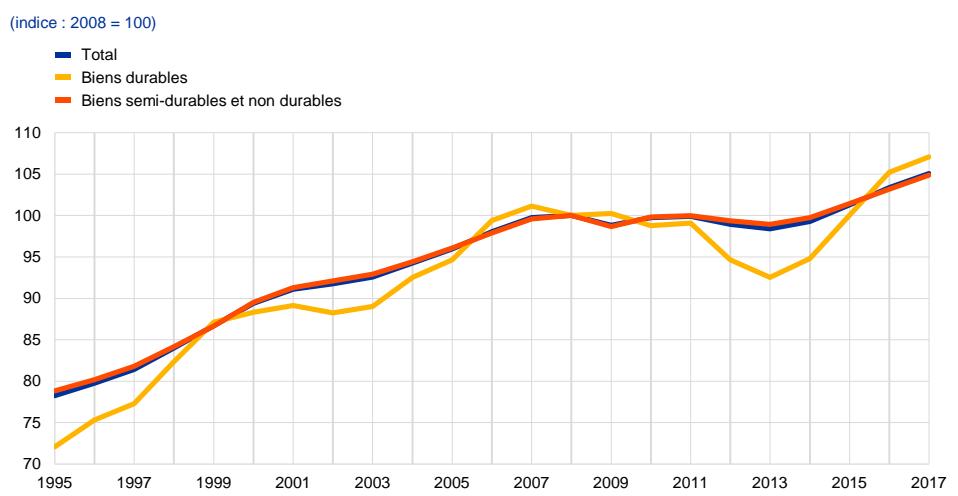
<sup>142</sup> Cf. « La consommation de biens durables durant l'expansion économique en cours », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2018.

<sup>143</sup> En 2009, la consommation de biens durables a bénéficié du soutien temporaire des dispositifs de prime à la casse dans plusieurs pays, qui ont dopé les ventes de voitures. Cf. « Évolutions récentes de la consommation de biens durables dans la zone euro », *Bulletin mensuel*, BCE, mai 2014.

<sup>144</sup> Cf. « Reabsorption of the pent-up demand for consumer durables », *Economic Bulletin*, n° 4, Banco de España, 2017.

les ménages ont pu accroître leurs dépenses en biens durables et compenser les baisses antérieures ayant affecté leur stock de ce type de biens. Toutefois, l'incidence positive de la demande latente de biens durables décline depuis 2015. Après une longue phase de ratrapage pour la consommation privée, cette évolution peut être vue comme une normalisation (cf. graphique 6).

**Graphique 6**  
Consommation de biens durables et de biens non durables



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les données pour 2017 ont été calculées à partir des données relatives au revenu disponible réel et à la consommation disponibles ainsi qu'à l'élasticité au revenu historique des biens durables.

**La consommation de biens de première nécessité, qui satisfont les besoins humains de base, suggère que les dépenses de consommation peuvent encore se redresser.** La consommation privée peut également être scindée entre biens de première nécessité (produits alimentaires, soins de santé et logement, par exemple) et biens non prioritaires (appareils électriques, vacances et restaurant), chaque catégorie représentant environ 50 % du total de la consommation privée de la zone euro. Lorsque les ménages absorbent un choc de revenu négatif, ils ajustent principalement leur consommation de biens non prioritaires. En conséquence, l'élasticité au revenu des biens non prioritaires est supérieure à celle des biens de première nécessité. Toutefois, à long terme, les deux composantes de la consommation devraient progresser au même rythme<sup>145</sup>. Le graphique 7 suggère donc que, dans la mesure où le revenu des ménages continue d'augmenter, la consommation de biens non prioritaires devrait continuer à soutenir la consommation totale. Autrement dit, la ventilation entre biens de première nécessité et biens non prioritaires suggère que le redressement conjoncturel de la consommation dans la zone euro devrait durer un certain temps<sup>146</sup>.

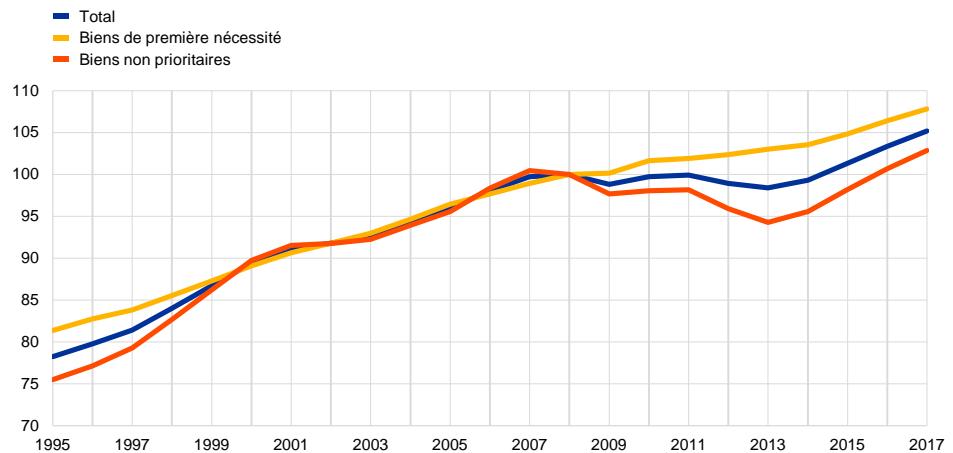
<sup>145</sup> Cela est confirmé par les données pour la France et la Finlande dans les années 1980 et 1990 - pour lesquelles des séries de données plus longues sont disponibles - qui montrent que, à mesure que l'économie se redresse, les trajectoires de ces composantes convergent à nouveau.

<sup>146</sup> Cf. également McCarthy (J.), « *Discretionary services spending has finally made it back (to 2007)* », *Liberty Street Economics*, 16 octobre 2017.

### Graphique 7

#### Consommation de biens de première nécessité et de biens non prioritaires

(indice : 2008 = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

### Encadré 1

#### Effet de revenu et effet de richesse sur la consommation privée de la zone euro

Gabe de Bondt, Arne Gieseck et Zivile Zekaite

Cet encadré présente les estimations empiriques des effets de revenu et de richesse sur la consommation privée de la zone euro depuis 1999. Il suit une approche de modélisation dite à plusieurs modèles prédictifs qui prend en considération un grand nombre de spécifications plutôt que la « meilleure » uniquement. La modélisation à plusieurs modèles prédictifs tient compte de l'incertitude liée aux spécifications de modèle et aux paramètres instables<sup>147</sup>. Elle est particulièrement utile pour les applications empiriques utilisant un échantillon réduit de « vraies » données de la zone euro débutant en 1999, pour lequel l'incertitude liée au modèle et aux paramètres devraient avoir de l'importance. La modélisation à plusieurs modèles prédictifs conserve les spécifications qui expliquent (en échantillon) et prévoient (hors échantillon) de manière fiable la croissance trimestrielle de la consommation privée et reposent sur une base théorique solide<sup>148</sup>. Elle utilise des déterminants standard tirés de la littérature sur la consommation, établissant une distinction entre les moteurs à long terme et les moteurs à court terme de la consommation. À long terme, le revenu disponible et la richesse déterminent la consommation privée, en faisant l'hypothèse d'une élasticité unitaire du revenu total et de la richesse combinés. Cette hypothèse implique que les dépenses de consommation évoluent proportionnellement au revenu et à la richesse à long terme. À court terme, outre le revenu et la

<sup>147</sup> Cf. Granger (C.W.) et Jeon (Y.), « Thick modelling », *Economic Modelling*, 21, 2004, p. 323-343.

<sup>148</sup> Techniquement, un processus en cinq étapes sélectionne les spécifications de modèle à correction d'erreurs avec : 1) des coefficients statistiquement significatifs, à l'exception de la constante ; 2) un  $R^2$  ajusté d'au moins 0,60 ; 3) une absence d'autocorrélation résiduelle ; 4) un gain de précision de la prévision hors échantillon d'au moins 15 % par rapport à un modèle de référence recouvrant seulement le revenu disponible, la richesse financière et la richesse non financière ; et 5) un signe des coefficients économiquement significatif. Pour une description détaillée, cf. de Bondt (G.J.), Gieseck (A.) et Zekaite (Z.), « *Income and wealth effects: a thick modelling approach for euro area private consumption* », étude présentée à la conférence EcoMod2018, Venise, 4-6 juillet 2018.

richesse, un vaste éventail d'autres déterminants potentiels est pris en compte, tels que les taux d'intérêt, l'endettement, l'incertitude et la démographie.

**À long terme, le revenu a été le principal moteur de la consommation privée dans la zone euro depuis 1999.** Les estimations des élasticités à long terme du revenu du travail sont plus élevées que celle des revenus hors travail (autrement dit, revenus de la propriété et transferts) : généralement, elles sont environ deux fois plus élevées. Les différences sont plus réduites en termes de proportion de revenu supplémentaire qu'un individu utilise pour consommer, désigné sous le nom de propension marginale à consommer (PMC). La PMC est légèrement plus élevée pour le revenu du travail que pour le revenu hors travail (cf. tableau A). S'agissant des composantes de la richesse, l'élasticité moyenne à long terme du patrimoine financier se révèle quatre à cinq fois plus importante que celle du patrimoine non financier. La PMC moyenne s'établit à environ 1 centime pour la richesse financière et 0,1 centime pour la richesse non financière. Les effets de richesse estimés sont comparables à ceux ressortant de la littérature pour la zone euro <sup>149</sup>.

**À court terme, le revenu du travail joue un rôle plus important que les autres types de revenu dans la croissance de la consommation.** Les fourchettes d'estimation de l'élasticité sont plus basses à court terme qu'à long terme et varient entre 0,1 et 0,3 pour les revenus du travail et hors travail. La fourchette est similaire pour la seconde définition du revenu du travail, tandis que les revenus de la propriété et les transferts jouent un rôle moins important dans la croissance de la consommation à court terme. S'agissant des effets de richesse à court terme, la fourchette estimée de l'élasticité du patrimoine financier est plus réduite que celle du patrimoine non financier. Cette situation contraste avec les estimations à long terme, qui font état d'une incidence plus importante pour le patrimoine financier que pour le patrimoine non financier. Ces résultats s'expliquent par le fait que les prix des actifs financiers sont plus volatils à court terme que les prix de l'immobilier résidentiel. Les ménages peuvent percevoir les fluctuations de leur patrimoine financier comme moins persistantes, de sorte qu'elles n'exercent pas nécessairement d'effet sur la dynamique à court terme de la consommation.

---

<sup>149</sup> Pour des éléments empiriques sur les effets de richesse de la zone euro, cf. Slacalek (J.), « *What drives personal consumption? The role of housing and financial wealth* », *B.E. Journal of Macroeconomics*, n° 9(1), 2009, p. 1-35 ; et Sousa (R.M.), « *Wealth effects on consumption: evidence from the euro area* », *Working Paper Series*, n° 1050, BCE, mai 2009.

## Tableau A

### Élasticité du revenu et de la richesse et propensions marginales à consommer

(estimations pour T3 2001-T3 2017, propension marginale à consommer (PMC) en centimes d'euros)

	Fourchette de l'élasticité à long terme	Fourchette de la PMC à long terme	Fourchette de l'élasticité à court terme	Fourchette de la PMC à court terme
<b>Décomposition du revenu (1)</b>				
Revenu du travail	0,50-0,60	72-88	0,07-0,31	11-46
Revenu hors travail	0,29-0,37	63-80	0,12-0,24	26-54
Patrimoine financier	0,07-0,13	0,70-1,43	0,02-0,07	0,21-0,71
Patrimoine non financier	0,01-0,03	0,05-0,15	0,03-0,12	0,14-0,55
<b>Décomposition du revenu (2)</b>				
Revenu du travail	0,44-0,50	73-82	0,10-0,28	17-46
Revenus de la propriété	0,15-0,19	63-77	0,04-0,09	16-35
Transferts	0,22-0,27	73-90	0,09-0,16	30-54
Patrimoine financier	0,07-0,11	0,73-1,12	0,02-0,04	0,25-0,45
Patrimoine non financier	0,01-0,03	0,07-0,15	0,03-0,11	0,14-0,52

Source : Calculs des auteurs – cf. [de Bondt, Gieseck et Zekaite](#).

Notes : Les fourchettes et les moyennes sont fondées sur une sélection d'équations obtenues à partir d'une approche à plusieurs modèles prédictifs en faisant l'hypothèse d'une élasticité du revenu et de la richesse unitaire à long terme : 43 pour la première décomposition du revenu et 13 pour la seconde. Le revenu du travail est défini de deux façons : (a) la rémunération totale des salariés moins la fiscalité directe ou la rémunération totale des salariés moins la fiscalité directe et les cotisations sociales nettes plus les prestations sociales nettes et les autres transferts courants ; (b) la rémunération totale des salariés plus le revenu mixte (c'est-à-dire le revenu des travailleurs indépendants) moins les cotisations sociales nettes et la part de la fiscalité directe liée au revenu du travail. Le revenu de la propriété est la somme de l'excédent brut d'exploitation hors revenu mixte, revenu d'intérêt net, autres revenus de la propriété nets et autres transferts courants nets. Le revenu hors travail et les transferts sont la part restante du revenu disponible.

## 3 Évolution du revenu des ménages

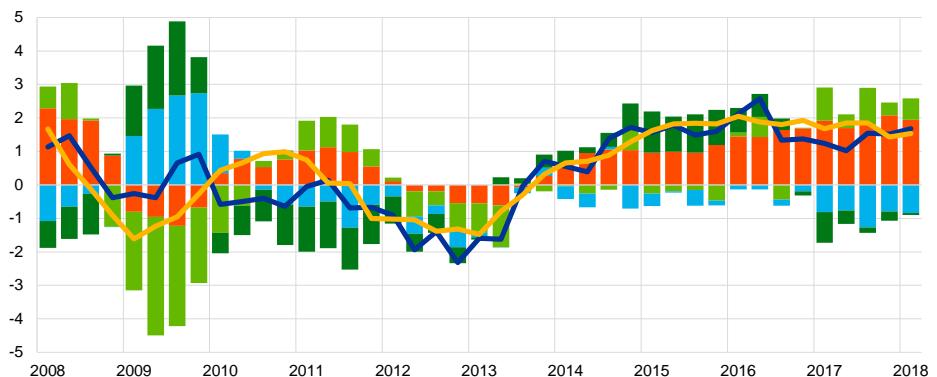
**La croissance de la consommation privée a suivi de près celle du revenu des ménages.** Cette section apporte un éclairage sur les déterminants du revenu des ménages et leurs implications pour la dépense totale en biens de consommation. Le graphique 8 montre que, durant les premières années d'expansion (2014-2015), le revenu disponible réel a fortement bénéficié de l'amélioration des termes de l'échange résultant de la baisse des prix du pétrole. Dans le même temps, la rémunération des salariés est progressivement devenue le principal déterminant du revenu disponible réel des ménages. Cela contraste nettement avec la contribution des revenus mixtes et de la propriété, ou encore le revenu que les ménages reçoivent de la détention d'actifs, qui est demeuré presque inchangé depuis 2010. Avec la progression de l'expansion économique, la contribution des impôts et des transferts est devenue légèrement plus négative en 2017. Lorsque la conjoncture est favorable, les stabilisateurs budgétaires automatiques tendent à exercer un effet modérateur sur la croissance du revenu disponible réel.

## Graphique 8

### Revenu disponible réel des ménages

(variations annuelles en pourcentage)

- Revenu disponible réel
- Consommation réelle
- Rémunération des salariés
- Excédent brut d'exploitation et revenus de la propriété
- Fiscalité directe, cotisations sociales et transferts
- Termes de l'échange



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Toutes les composantes des revenus sont corrigées du déflateur du PIB. Une approximation de la contribution des termes de l'échange est donnée par le différentiel entre déflateur du PIB et déflateur de la consommation. La consommation et le revenu disponible total sont corrigés du déflateur de la consommation.

### 3.1 Revenu du travail

**Malgré des hausses généralisées, le revenu du travail reste, dans certains pays, nettement inférieur à son niveau d'avant 2008.** Avec une hausse du nombre de personnes occupant un emploi d'environ 8 millions depuis 2013, le redressement en cours du marché du travail de la zone euro est remarquable<sup>150</sup>. Toutefois, ces chiffres agrégés masquent d'importantes différences. Par exemple, en Italie et en Espagne, la rémunération réelle des salariés demeure nettement inférieure à son niveau d'avant la crise (cf. graphique 9), en raison de la modération salariale induite par la crise et du chômage toujours élevé. De plus, une forte croissance de l'emploi reflète également une hausse du taux de participation au marché du travail des travailleurs les plus âgés et des femmes. Le taux de chômage n'ayant pas encore retrouvé son niveau d'avant la crise dans certains pays, le risque de chômage continue, dans une certaine mesure, de peser sur la croissance de la consommation. Malgré la forte croissance de la consommation enregistrée depuis 2013, cela constitue clairement une raison importante pour laquelle, dans ces pays, la consommation privée n'a pas encore retrouvé son niveau d'avant la crise (cf. graphique 5)<sup>151</sup>.

<sup>150</sup> Cf. « Offre de main-d'œuvre et croissance de l'emploi », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2018.

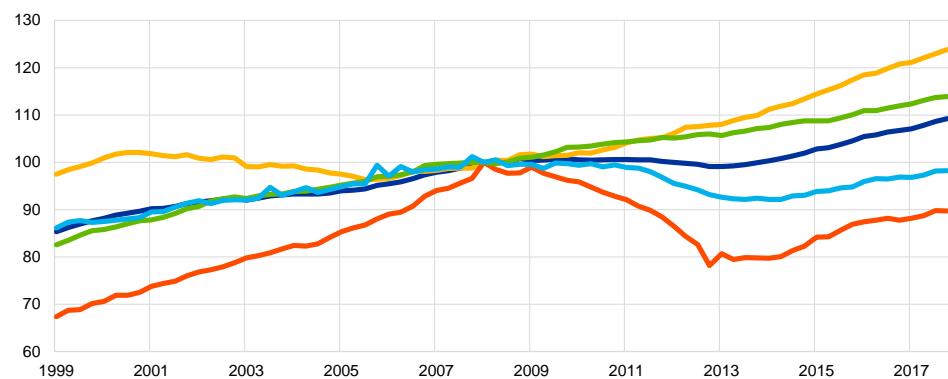
<sup>151</sup> Ce qui est également cohérent avec les recherches empiriques récentes montrant que les consommateurs tendent à réagir plus fortement aux chocs de revenu négatifs qu'aux chocs de revenu positifs ; cf. Christelis (D.), Georgarakos (D.), Jappelli (T.), Pistaferri (L.) et van Rooij (M.) « *Asymmetric Consumption Effects of Transitory Income Shocks* », *CSEF Working Paper*, 476.

### Graphique 9

#### Revenu réel du travail des ménages par pays

(indice : 2008 = 100)

- Zone euro
- Allemagne
- Espagne
- France
- Italie



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

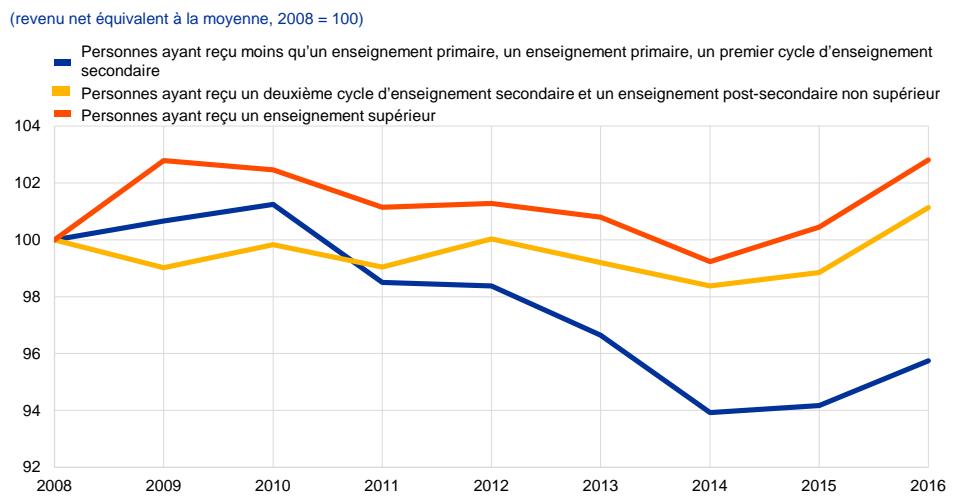
Note : Le revenu du travail réel est mesuré comme la rémunération des salariés divisée par le déflateur de la consommation.

**Les risques associés au revenu demeurent élevés dans la partie inférieure de la distribution des revenus.** Tandis que le redressement du marché du travail a dopé la croissance du revenu des ménages ces dernières années, une part significative de la population reste confrontée à un haut degré de risque lié au revenu. Le graphique 10 montre comment le revenu net des ménages pour les travailleurs faiblement qualifiés est resté très inférieur à celui des travailleurs plus qualifiés (cf. également l'encadré 2). Cela est encore plus vrai pour les travailleurs peu qualifiés des pays les plus touchés par la crise (par exemple l'Italie, l'Espagne) <sup>152</sup>.

<sup>152</sup> En Allemagne, le taux de chômage des travailleurs faiblement qualifiés est revenu d'environ 20 % à moins de 10 % depuis 2005.

## Graphique 10

### Revenu net des ménages par niveaux de qualification



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Le revenu disponible équivalent correspond au total au revenu total d'un ménage, après impôt et autres déductions, disponible en vue d'être dépensé ou épargné, divisé par le nombre de membres du ménage converti en équivalents adultes. L'équivalence entre les membres du ménage est obtenue par pondération en fonction de l'âge.

**Le recul du chômage devrait continuer de soutenir la croissance de la consommation agrégée.** Les ménages situés dans la partie inférieure de la distribution des revenus (c'est-à-dire principalement les jeunes ou les travailleurs faiblement qualifiés) ont habituellement une propension à consommer plus élevée (cf. graphique 11). Lorsque le redressement du marché du travail atteindra également ces ménages, la dépense de consommation agrégée devrait recevoir une impulsion supplémentaire et continuer à contribuer à la faiblesse du taux d'épargne agrégé (cf. section 4.2). De plus, la probabilité de devenir chômeur diminuant également pour les travailleurs faiblement qualifiés occupant déjà un emploi, les éléments disponibles suggèrent qu'ils devraient également accroître leur consommation<sup>153</sup>. Un taux de chômage moins élevé entraîne non seulement une hausse du revenu de ceux qui trouvent un emploi, mais aussi une hausse des revenus futurs anticipés de ceux qui ont déjà un emploi (et sont confrontés à un risque de chômage moins élevé). Dans l'ensemble, cela suggère que, tant que le redressement du marché du travail restera en bonne voie, la dynamique sous-jacente de la croissance de la consommation privée devrait se poursuivre.

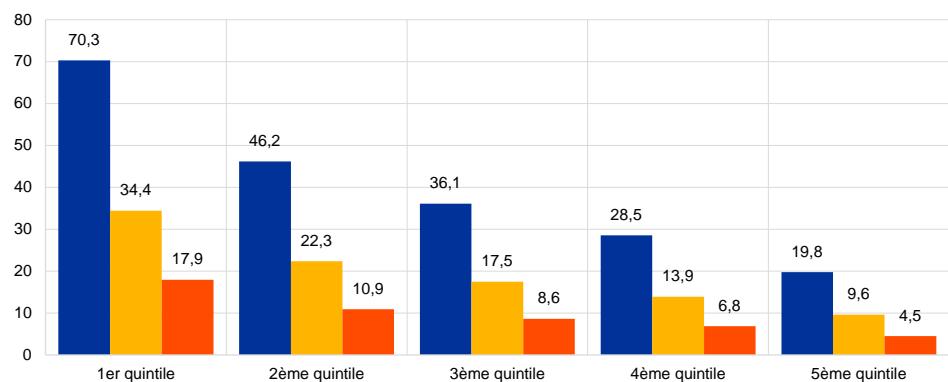
<sup>153</sup> Cf. Dynarski et Sheffrin, « Consumption and unemployment », *The Quarterly Journal of Economics*, n° 102(2), 1987, p. 411-428 ; Campos (R.) et (I.) Reggio, « Consumption in the shadow of unemployment », *European Economic Review*, n° 78(C), 2015 p. 39-54 ; et Christelis (D.), Georgarakos, (D.), Jappelli, (T.) et van Rooij (M.), « Consumption uncertainty and precautionary saving », *DNB Working Paper*, 496.

**Graphique 11**

Consommation médiane rapportée au revenu par quintile de revenu

(en pourcentages)

- Biens de consommation et services
- Produits alimentaires à domicile et hors domicile
- Eau, gaz, électricité etc.



Source : Enquête de l'Eurosystème sur les finances et la consommation des ménages.

### 3.2 Revenus de la propriété

**Les revenus de la propriété sont restés faibles depuis 2013, mais l'incidence sur la croissance de la consommation privée paraît limitée.** Parallèlement à la baisse de l'activité économique et de la rentabilité des entreprises, les revenus de la propriété et le revenu mixte des travailleurs indépendants ont sensiblement diminué depuis 2008. Ce phénomène est normal, les bénéfices étant fortement procycliques. Il est également conforme au constat d'une concentration du risque associé aux revenus, pour l'ensemble du cycle économique, sur les queues droite et gauche de la distribution des revenus<sup>154</sup>. Les ménages modestes subissent de plus fortes baisses de revenus résultant de pertes d'emploi (cf. section précédente), tandis que les ménages aisés connaissent de plus fortes baisses des revenus de la propriété. Cela s'explique par la concentration des portefeuilles d'actifs agrégés dans le haut de la distribution du patrimoine (cf. graphique 16). En 2013, le revenu mixte réel (excédent brut d'exploitation) a commencé à augmenter de nouveau, mais la plupart des autres composantes des revenus de la propriété sont demeurées atones (cf. graphique 12). Les entreprises n'ont pas encore commencé à distribuer davantage de bénéfices à leurs actionnaires. Les ménages aisés ayant également tendance à avoir un taux d'épargne moyen plus élevé (cf. graphique 11), l'effet modérateur sur la consommation privée pourrait avoir été contenu (cf. également l'encadré 1)<sup>155</sup>. La vigueur de la croissance des revenus du travail et la faiblesse de celle des revenus de la propriété sont également cohérentes avec la faiblesse du ratio d'épargne agrégé des ménages.

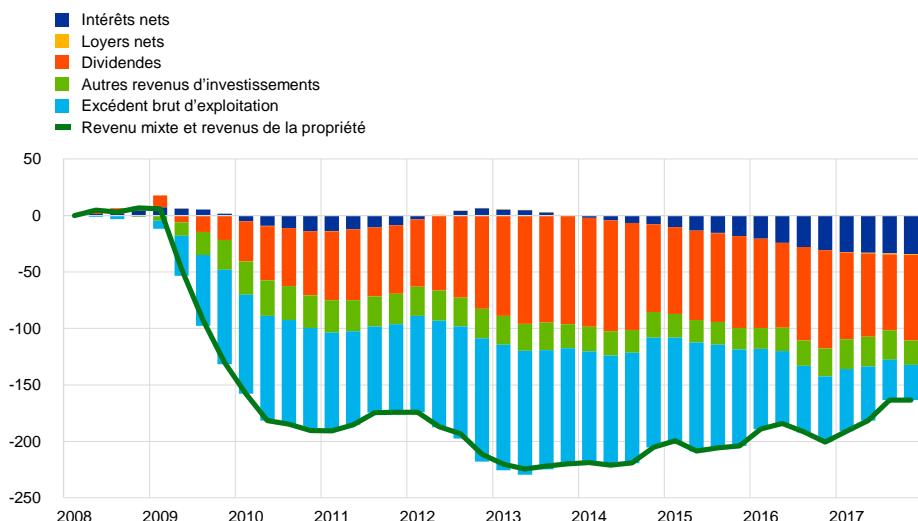
<sup>154</sup> Cf. Guvenen (F.), Ozkan (S.) et Song (J.), « *The Nature of Countercyclical Income Risk* », *Journal of Political Economy*, vol. 122, 2014, p. 621-660.

<sup>155</sup> Cf. également Dynan (K.), Skinner (J.) et Zeldes (S.), « *Do the rich save more?* », *Journal of Political Economy*, vol. 112, 2004, p. 397-444.

## Graphique 12

### Décomposition de la variation des revenus de la propriété réels des ménages

(milliards d'euros ; sommes mobiles sur quatre trimestres ; à prix constants de 2010)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

**Malgré des taux d'intérêt exceptionnellement bas, les revenus d'intérêts nets des ménages n'ont guère été affectés<sup>156</sup>.** Si les intérêts reçus ont sensiblement diminué, les intérêts versés ont également beaucoup baissé. Entre le troisième trimestre 2008 et le quatrième trimestre 2017, les intérêts versés ont diminué de près de trois points de pourcentage par rapport au revenu disponible. La baisse des intérêts reçus a été comparable à celle des intérêts versés, ce qui signifie que les revenus d'intérêts nets moyens des ménages de la zone euro ont été très peu affectés. La baisse des taux d'intérêt a essentiellement opéré une redistribution des ressources des épargnants nets vers les emprunteurs nets. Ces derniers ayant généralement une propension à consommer plus forte que les épargnants nets, ce canal de redistribution de la baisse des taux d'intérêt favorise la consommation agrégée<sup>157</sup>.

**Relativement stables en Allemagne et en France, les revenus d'intérêts nets du secteur des ménages ont en revanche enregistré des variations en Italie et en Espagne.** Les données issues des comptes sectoriels (cf. graphique 13) montrent qu'en Allemagne et en France, la diminution des intérêts reçus est comparable à celle des intérêts versés. La baisse des taux d'intérêt a donc eu un effet minime sur les revenus d'intérêts nets de l'ensemble du secteur des ménages. En revanche, en Italie, la baisse des intérêts reçus par les ménages a été nettement plus forte, ce qui s'explique par le fait que les ménages italiens détiennent un volume assez important d'actifs portant intérêts, tandis qu'ils sont relativement moins endettés. En Espagne, la baisse des intérêts versés par les ménages a été sensiblement plus forte que

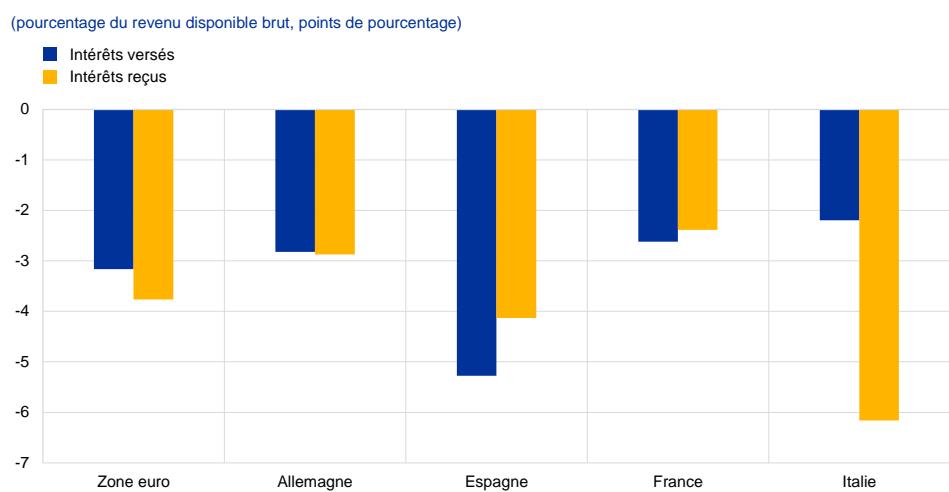
<sup>156</sup> Cf. l'encadré intitulé « Faiblesse des taux d'intérêt et revenus d'intérêts nets des ménages », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2016.

<sup>157</sup> Cf. Auclert (A.), « *Monetary policy and the redistribution channel* », *NBER Working Papers*, n° 23451, 2017.

celle des intérêts reçus. Cela s'explique à la fois par le stock élevé de la dette des ménages (cf. section 4) et par le fait qu'une grande partie des prêts hypothécaires sont assortis de taux variables. Il s'agit d'un facteur important pour la transmission de la politique monétaire à la consommation privée : il apparaît, en effet, que son incidence est relativement plus grande dans les pays où les prêts hypothécaires sont à taux variable<sup>158</sup>.

### Graphique 13

#### Variation des revenus d'intérêts nets dans plusieurs pays (2008-2017)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

### 3.3 La baisse des prix du pétrole en 2014 et 2015

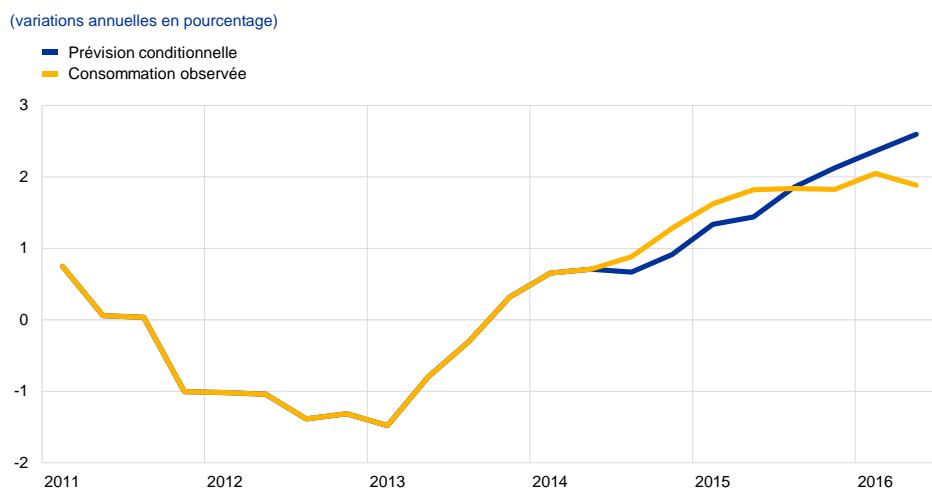
**En 2014 et 2015, la baisse des prix de l'énergie a largement contribué à l'expansion de la consommation privée.** C'est également au cours de cette période que les prévisionnistes professionnels ont procédé aux plus fortes révisions à la hausse de leurs prévisions de croissance de la consommation (cf. graphique 2). Le fléchissement global des prix du pétrole depuis le second semestre 2014 a procuré aux ménages des gains inattendus. Généralement, dans une perspective historique, la consommation réagit aux variations des prix du pétrole avec un certain décalage. Une prévision reposant sur un modèle dans l'esprit d'Edelstein et Kilian donne à penser qu'en 2014 et 2015 la consommation privée a réagi plus rapidement au recul des prix du pétrole que lors des épisodes de baisse précédents (cf. graphique 14)<sup>159</sup>. C'est aussi ce qui ressort de la réponse relativement modérée du taux d'épargne des ménages à cet effet d'aubaine. Depuis 2016, le soutien apporté par la baisse des prix de l'énergie à la croissance de la consommation s'est dissipé. Pour la suite, la dernière hausse des prix du pétrole observée de mi-2017 à mi-2018 devrait peser quelque peu sur les dépenses de consommation.

<sup>158</sup> Cf. Calza (A.), Monacelli (T.) et Stracca (L.), « *Housing finance and monetary policy* », *Journal of the European Economic Association*, vol. 11, 2013, p. 101-122.

<sup>159</sup> Cf. Edelstein (P.) et Kilian (L.), « *How sensitive are consumer expenditures to retail energy prices?* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, 2009, p. 766-779.

### Graphique 14

#### La consommation privée après le recul des prix du pétrole en 2014 et 2015



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La prévision conditionnelle est élaborée à l'aide du modèle d'[Edelstein et Kilian](#) pour la zone euro. Elle représente une prévision fondée sur un modèle de la consommation, conditionnée par les prix observés du pétrole.

## 4 Évolutions du patrimoine et de la dette des ménages

**La robustesse du bilan du secteur des ménages est un facteur clé de la consommation privée.** Premièrement, l'accroissement du patrimoine des ménages les rend plus riches et donc aussi plus disposés à consommer. C'est l'effet de richesse standard (cf. également encadré 1) <sup>160</sup>. Deuxièmement, la solidité du bilan des ménages détermine également l'accès au crédit des ménages, et par conséquent leur capacité à lisser leur consommation au cours du cycle conjoncturel. Les bilans étant généralement plus fragiles en période de récession et plus robustes en période d'expansion, il existe un lien étroit entre solidité du bilan et croissance de la consommation. C'est le canal de l'accélérateur financier. Le graphique 15 illustre la manière dont les critères d'octroi appliqués par les banques aux crédits sont corrélés avec la croissance du patrimoine net des ménages depuis 2003. Notamment après des périodes de forte hausse de l'endettement, les diminutions des prix des actifs peuvent entraîner de fortes baisses du patrimoine net et exercer de fortes pressions en faveur du désendettement susceptibles d'affecter durablement la dynamique de la consommation <sup>161</sup>. Cette section décrit plus en détail comment les modifications des actifs et des passifs des ménages ont affecté récemment la croissance de la consommation.

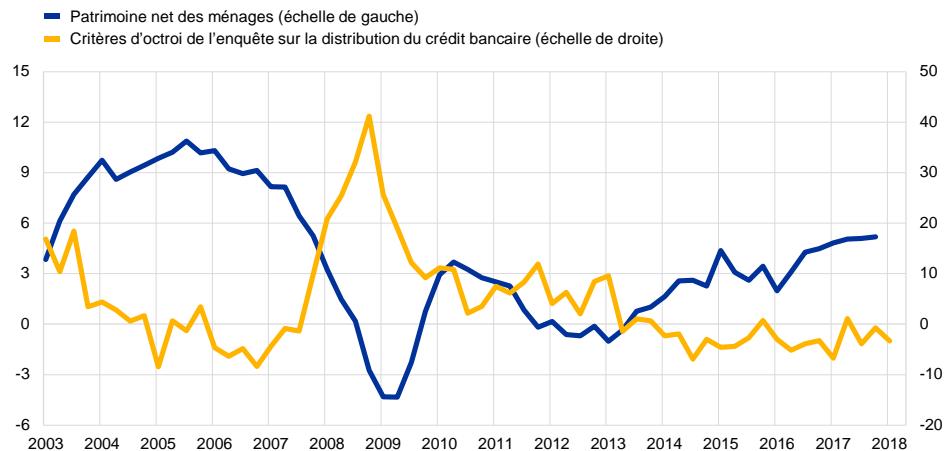
<sup>160</sup> Cf. Poterba (J.), « *Stock market wealth and consumption* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, 2000, p. 99-118 ; et Slacalek, « *What Drives Personal Consumption? The role of housing and financial wealth* », *The B.E. Journal of Macroeconomics* , vol. 9, octobre 2009, p. 1-37.

<sup>161</sup> Cf. Mian (A.), Rao (K.) et Sufi (A.), « *Household balance sheets, consumption, and the economic slump* », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 128, 2013, p. 1687-1726.

### Graphique 15

#### Critères d'octroi des crédits et patrimoine net des ménages dans la zone euro

(échelle de gauche : variations annuelles en pourcentage ; échelle de droite : pourcentages nets pondérés)



Source : BCE et calculs de la BCE.

Note : L'enquête sur la distribution du crédit bancaire interroge les banques sur les évolutions des critères d'octroi des crédits à la consommation consentis aux ménages au cours des trois derniers mois. Une hausse (baisse) représente un durcissement (assouplissement) des critères d'octroi.

### 4.1 Patrimoine des ménages

**Les variations des prix de l'immobilier résidentiel peuvent exercer un effet d'accélérateur important sur la consommation privée.** Cela s'explique par le fait que, pour la plupart des ménages, leur résidence principale est l'actif le plus important qu'ils détiennent (cf. graphique 16). Le patrimoine résidentiel a également tendance à être réparti de façon plus homogène que le patrimoine financier, qui est détenu principalement par le quintile supérieur de la distribution du patrimoine<sup>162</sup>. En outre, le logement est généralement aussi un actif financé par endettement (c'est-à-dire avec un effet de levier), de telle sorte que les variations des prix de l'immobilier résidentiel peuvent avoir des effets encore plus grands sur le patrimoine net des ménages. Cela pourrait expliquer pourquoi, au long du cycle conjoncturel, le patrimoine immobilier se révèle souvent plus important pour la consommation privée que le patrimoine financier, malgré des effets de richesse directs similaires (cf. également les élasticités à court terme dont il est fait état dans l'encadré 1)<sup>163</sup>. Le marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro étant segmenté selon les pays, les évolutions du patrimoine immobilier d'un pays à l'autre ont été très hétérogènes.

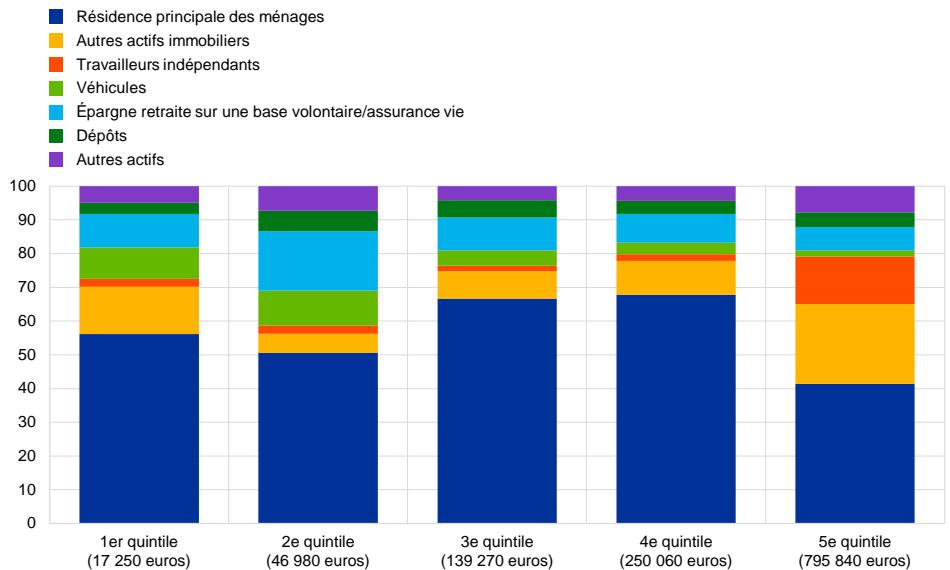
<sup>162</sup> Cf. Adam (K.) et Tzamourani (T.), « *Distributional consequences of asset price inflation in the euro area* », *European Economic Review*, vol. 89, 2016, p. 172-192.

<sup>163</sup> Iacoviello (M.), « *Housing wealth and consumption* », *Federal Reserve Board Working Papers*, n° 1027, 2010.

### Graphique 16

#### Portefeuille moyen par quintile de patrimoine net, zone euro

(en pourcentages)



Source : Enquête de l'Eurosystème sur les finances et la consommation des ménages.

Note : Les chiffres entre parenthèses représentent le montant total du portefeuille moyen dans chaque quintile.

**Le patrimoine immobilier résidentiel a connu des évolutions très hétérogènes dans les différents pays de la zone euro.** Tandis qu'en Allemagne le patrimoine immobilier résidentiel a commencé à augmenter nettement en 2013, il est demeuré pratiquement inchangé en France sur la même période (cf. graphique 17).

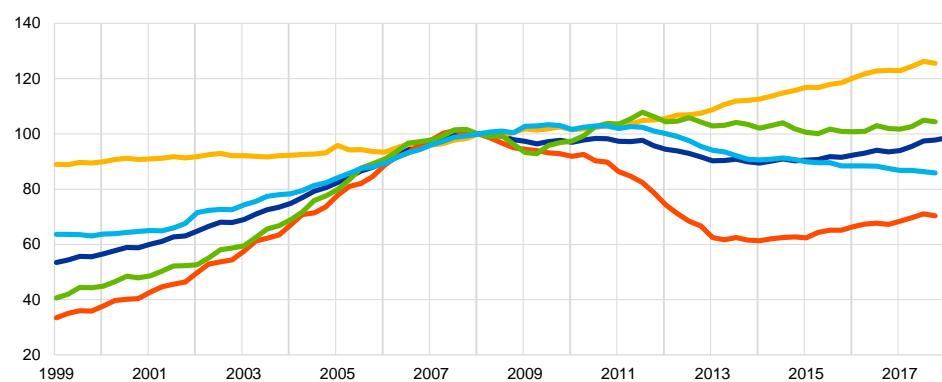
En Espagne, le patrimoine immobilier résidentiel a recommencé à augmenter récemment, mais demeure inférieur de 30 % environ à son niveau d'avant la Grande récession. En Italie, le patrimoine immobilier résidentiel a diminué progressivement. Ces évolutions contrastent avec celles du patrimoine financier, qui ont été beaucoup moins hétérogènes d'un pays à l'autre. Par conséquent, le patrimoine immobilier résidentiel paraît aussi plus pertinent que le patrimoine financier quand il s'agit d'expliquer les différences persistantes de la consommation privée entre pays (cf. graphique 5).

**Graphique 17**

Patrimoine immobilier réel des ménages dans différents pays

(indice : T1 2008 = 100)

- Zone euro
- Allemagne
- Espagne
- France
- Italie



Sources : BCE, Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Le patrimoine immobilier résidentiel réel des ménages est calculé en divisant le patrimoine immobilier résidentiel nominal par le déflateur de la consommation privée.

## 4.2 Endettement et épargne des ménages

**La réduction de l'endettement des ménages souligne le caractère durable de l'expansion de la consommation privée.** Certains ont avancé que l'expansion économique actuelle est moins soutenable, car elle repose sur la consommation privée et l'accumulation de dette nouvelle<sup>164</sup>. Cet argument est principalement fondé sur l'hypothèse selon laquelle les reprises tirées par la consommation résultent toujours d'une hausse de l'endettement des ménages. Cela ne s'applique pas à l'expansion actuelle de la consommation dans la zone euro. Contrairement à la période qui a précédé la crise, la croissance régulière de la consommation dans la zone euro est allée de pair avec une baisse graduelle de l'endettement des ménages, qui s'est à présent stabilisé dans la zone euro autour de son niveau d'avant la crise (cf. graphique 18). En outre, tandis que certains pays ont encore constaté quelques augmentations de l'endettement des ménages les rapprochant de la moyenne de la zone euro (par exemple, la France), les différences entre pays ont sensiblement diminué en raison de fortes baisses dans les pays dont le secteur des ménages était très endetté (par exemple, l'Espagne).

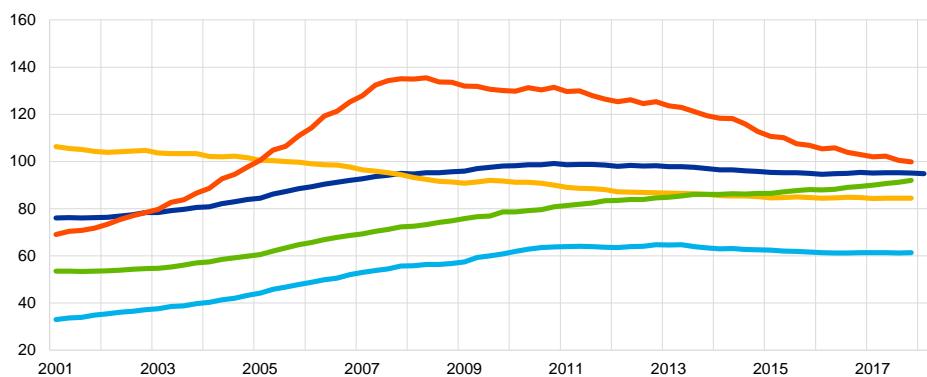
<sup>164</sup> Cf. Kharroubi (E.) et Kohlscheen (E.), « Consumption-led expansions », *BIS Quarterly Review*, Banque des règlements internationaux, mars 2017.

## Graphique 18

### Endettement des ménages

(en pourcentage du revenu disponible brut)

- Zone euro
- Allemagne
- Espagne
- France
- Italie



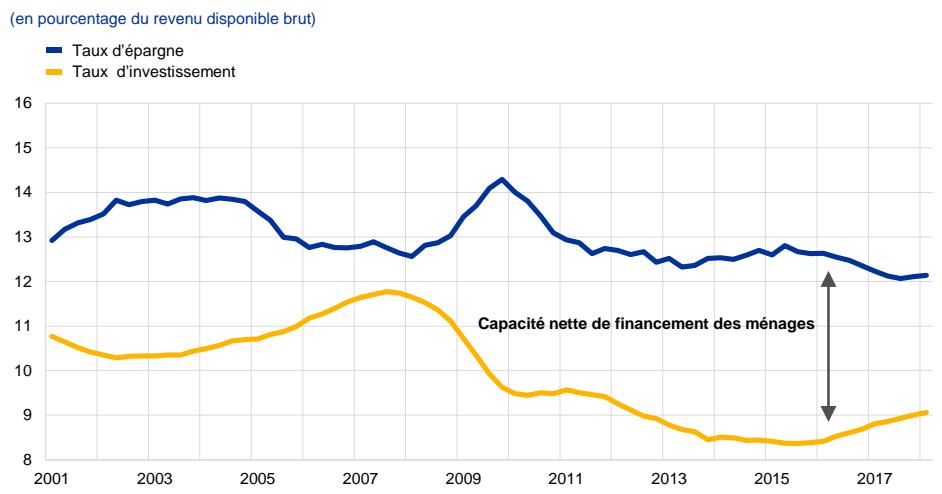
Sources : BCE, Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Fondé sur des sommes sur quatre trimestres du revenu disponible brut.

**Tandis que le taux d'épargne des ménages est demeuré bas, la faiblesse de l'investissement des ménages a contribué à la poursuite du désendettement.**

Après une hausse temporaire du taux d'épargne des ménages durant la récession de 2008 et 2009, il a progressivement diminué depuis 2011. Le graphique 19 montre que le faible taux d'investissement des ménages a engendré une forte capacité de financement du secteur des ménages, reflétant un recours à l'emprunt des ménages inférieur à son niveau d'avant la crise financière. Contrairement à l'investissement des ménages, la croissance récente de la consommation ne semble pas être très affectée par les pressions en faveur du désendettement. Ce profil est plus marqué dans les pays qui ont connu un cycle de phases successives d'essor et d'effondrement du marché de l'immobilier résidentiel (par exemple, l'Espagne).

**Graphique 19**  
Taux d'épargne et d'investissement des ménages



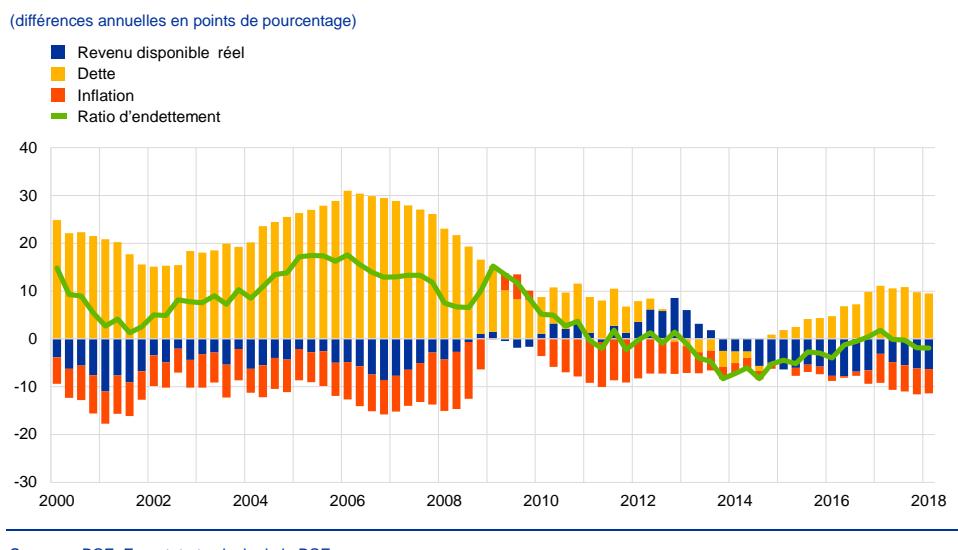
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

**Depuis 2013, le désendettement des ménages est passé d'« actif » à « passif », rendant l'expansion de la consommation davantage autoentretenue.**

Début 2013, la contribution du revenu disponible nominal à la variation du ratio d'endettement des ménages (en pourcentage du revenu disponible brut) était encore proche de zéro (cf. graphique 20). Avant le début de l'expansion économique actuelle, le revenu disponible réel des ménages se contractait encore tandis que l'inflation diminuait. La baisse des valorisations des actifs ayant suscité des pressions en faveur du désendettement, les ménages ont dû rembourser leurs prêts et s'abstenir de contracter de nouveaux emprunts (c'est-à-dire qu'il y a eu désendettement actif). Avec le renforcement de l'expansion économique, la croissance du revenu disponible nominal des ménages s'est progressivement accélérée, entraînant de nouvelles baisses de l'endettement des ménages. Une croissance nominale plus forte a conduit à des améliorations des bilans et a contribué à une hausse autoentretenue des dépenses et de l'activité économique (ce qui signifie qu'un désendettement passif s'est produit). Au cours des dernières années, les ménages ont à nouveau accru leur dette, même si leur endettement a continué de diminuer par rapport au revenu. Ces flux de dette accrus reflètent les prêts au logement associés à la reprise progressive du marché de l'immobilier résidentiel, ainsi que l'augmentation de la demande de crédits à la consommation associée au regain d'achats de biens durables (par exemple d'automobiles)<sup>165</sup>.

<sup>165</sup> Cf. « Les tendances récentes du crédit à la consommation dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2017 ; et « La consommation de biens durables durant l'expansion économique en cours », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2018.

**Graphique 20**  
Variations du ratio d'endettement des ménages



Sources : BCE, Eurostat et calculs de la BCE.  
Note : Fondé sur les revenus disponibles bruts trimestriels CVS.

## Encadré 2

### Politique monétaire, inégalité entre les ménages et consommation

Michele Lenza et Jiri Slacalek

**La politique monétaire affecte les ménages différemment selon la composition de leurs revenus et de leur patrimoine.** Cet encadré estime comment le taux de chômage, les revenus et le patrimoine des différents ménages sont affectés par les mesures non conventionnelles de politique monétaire récemment adoptées par la BCE<sup>166</sup>. Les résultats ci-dessous reposent sur une simulation (conçue pour mesurer l'effet des annonces dans le cadre de l'APP) qui, premièrement, identifie les effets agrégés d'un choc exogène associé au programme étendu d'achats d'actifs (*Asset Purchase Programme – APP*) sur les prix des actifs<sup>167</sup> et les revenus, à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif. Ensuite, ces effets agrégés sont répartis sur les différents ménages à l'aide de données individuelles sur les revenus, le patrimoine et ses composantes issues de l'enquête de l'Eurosystème sur les finances et la consommation des ménages<sup>168</sup>.

<sup>166</sup> Nous nous attachons plus particulièrement au programme étendu d'achats d'actifs (APP), qui a débuté en janvier 2015 dans le but de traiter les risques d'une longue période de faible inflation. L'APP est modélisé comme une baisse de 30 points de base de l'écart de taux entre les taux d'intérêt à long terme et à court terme.

<sup>167</sup> Le modèle intègre les prix de l'immobilier résidentiel et des actions et des taux d'intérêt (qui déterminent les prix des obligations).

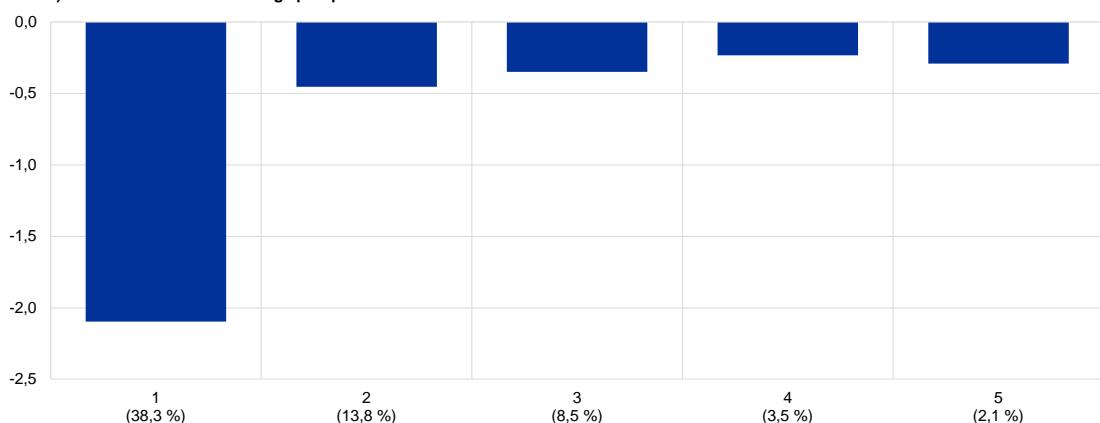
<sup>168</sup> Cf. également Constâncio (V.), « *Inequality and macroeconomic policies* », discours prononcé lors du congrès annuel de l'*European Economic Association*, Lisbonne, 22 août 2017.

## Graphique A

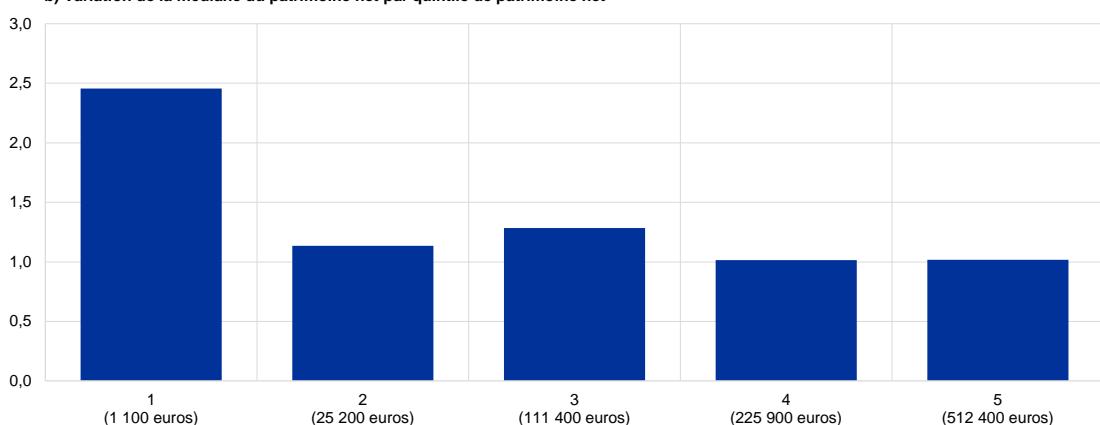
### Réaction du chômage et du patrimoine net au programme d'achats d'actifs

(graphique supérieur : variation en points de pourcentage du taux de chômage par quintile de revenus ; graphique inférieur : variation en pourcentage de la médiane du patrimoine net par quintile de patrimoine net)

#### a) Variation du taux de chômage par quintile de revenu



#### b) Variation de la médiane du patrimoine net par quintile de patrimoine net



Sources : Enquête de l'Eurosystème sur les finances et la consommation des ménages et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique supérieur représente le recul du taux de chômage en points de pourcentage dans l'ensemble des quintiles de revenus des ménages quatre trimestres après l'incidence du programme d'achats de titres (APP). Le graphique inférieur représente la hausse de la médiane du patrimoine net en pourcentage par quintile de patrimoine net quatre trimestres après l'incidence de l'APP. Les chiffres entre parenthèses montrent le niveau initial du taux de chômage et la médiane du patrimoine net de chaque quintile. Les données se rapportent à une agrégation de l'Allemagne, l'Espagne, la France et l'Italie.

**L'APP a nettement réduit le taux de chômage dans la partie inférieure de la distribution des revenus**<sup>169</sup>. Le graphique supérieur montre comment la diminution globale du taux de chômage est répartie entre les différents groupes de revenus des ménages. En particulier, le graphique illustre la baisse du taux de chômage dans les cinq quintiles de revenus, quatre trimestres après l'incidence du choc de l'APP. Le recul global du taux de chômage, de quelque 0,7 point de pourcentage, affecte les individus de façon très hétérogène et il est fortement concentré sur les ménages dont les revenus sont parmi les 20 % inférieurs, et pour lesquels le taux de chômage baisse de plus de 2 points de pourcentage. En revanche, dans les autres quintiles de revenus le taux de chômage baisse de moins de 0,5 point de pourcentage. La principale explication de ce

<sup>169</sup> Les variations des revenus résultent pour l'essentiel du fait que des personnes trouvent un emploi, ce dont la probabilité dépend des données démographiques (comme l'âge, l'éducation, la situation de famille et le nombre d'enfants). Plus précisément, nous estimons un modèle probit dans lequel le statut en termes d'emploi est la variable dépendante, qui capture une certaine hétérogénéité de la probabilité d'emploi de l'ensemble des ménages. Le modèle est utilisé ensuite pour simuler quelles personnes trouvent à s'employer.

résultat est que le niveau du chômage est nettement plus élevé dans les parties inférieures de la distribution des revenus.

**Le recul des taux de chômage parmi les ménages à moindres revenus réduit les inégalités de revenus.** Les variations des taux de chômage affectent les revenus des ménages de manière significative : les revenus augmentent fortement lorsque les ménages commencent à percevoir des salaires (au lieu de toucher des allocations de chômage). Le revenu moyen du quintile des revenus les plus faibles augmente de quelque 3 %, tandis que le revenu moyen des autres parties de la distribution augmente de 0,5 % environ. Ces modifications réduisent les inégalités de revenus : l'indice de Gini, une mesure usuelle des inégalités, est estimé revenir de 43,1 % à 42,8 %.

**L'APP a légèrement accru le patrimoine net des ménages sur l'ensemble de la distribution de la richesse.** Comme le montre la partie inférieure du graphique A, le patrimoine net médian des ménages du quintile inférieur augmente de 2,5 %, tandis qu'il augmente de 1 % environ dans les autres quintiles. Les prix du logement jouent un rôle essentiel dans ces variations, le patrimoine immobilier résidentiel représentant environ 70 % à 80 % des actifs totaux des ménages et cette proportion est stable sur l'ensemble de la distribution (peut-être à l'exception de la partie tout à fait supérieure). En outre, la réaction des prix des actions est estimée être faible et temporaire. La hausse du patrimoine parmi les effectifs du quintile inférieur résulte en partie du niveau d'endettement élevé de ces ménages. Ces variations n'ont eu qu'une incidence négligeable sur l'inégalité en termes de patrimoine net (telle que mesurée par l'indice de Gini).

**Les évolutions des revenus et du patrimoine ont probablement une incidence sur les dépenses de consommation.** Un facteur essentiel déterminant la manière dont la consommation réagit aux variations du revenu est la propension marginale à consommer (PMC), la réponse en termes de consommation à une hausse temporaire du revenu. Une littérature empirique abondante montre que les ménages les plus modestes et disposant de peu d'actifs liquides ont tendance à vivre au jour le jour : ils subissent généralement des contraintes de liquidités et leur consommation est très sensible aux variations temporaires de revenu. Dans la zone euro, près de 25 % des ménages détiennent peu d'actifs liquides et vivent au jour le jour ; ces ménages ont une PMC de l'ordre de 0,3 tandis que les autres ménages disposant d'actifs liquides abondants sont bien assurés et ont une PMC nettement plus faible, de quelque 0,1, voire moins.

**La réaction de la consommation globale à la politique monétaire est affectée de manière disproportionnée par les ménages soumis à des contraintes.** Cela se produit pour deux raisons. Premièrement, ainsi qu'estimé, les revenus des ménages des parties inférieures de la distribution sont stimulés de façon disproportionnée par l'APP. Deuxièmement, ces ménages ont généralement une PMC sensiblement supérieure. La réaction en termes de dépenses de ces ménages est déterminée par le produit des deux nombres et est par conséquent nettement supérieure à celle des ménages de la partie supérieure de la distribution. Ampudia et al.<sup>170</sup> montrent que ce canal indirect de la politique monétaire (canal du revenu), qui agit en stimulant l'emploi et les revenus du travail, est plus puissant que le canal de substitution intertemporel (qui agit via une réduction de l'épargne des ménages et une hausse de leurs dépenses à la suite d'une réduction des taux d'intérêt). Le canal indirect du revenu représente environ 80 % à 90 % de l'effet total de la politique monétaire sur les dépenses des ménages qui vivent au jour le jour et une part

<sup>170</sup> Ampudia (M.), Georgarakos (D.), Slacalek (J.), Tristani (O.), Vermeulen (P.) et Violante (G.L.), « *Monetary policy and household inequality* », *Working Paper Series*, n° 2170, BCE, Francfort-sur-le-Main, juillet 2018.

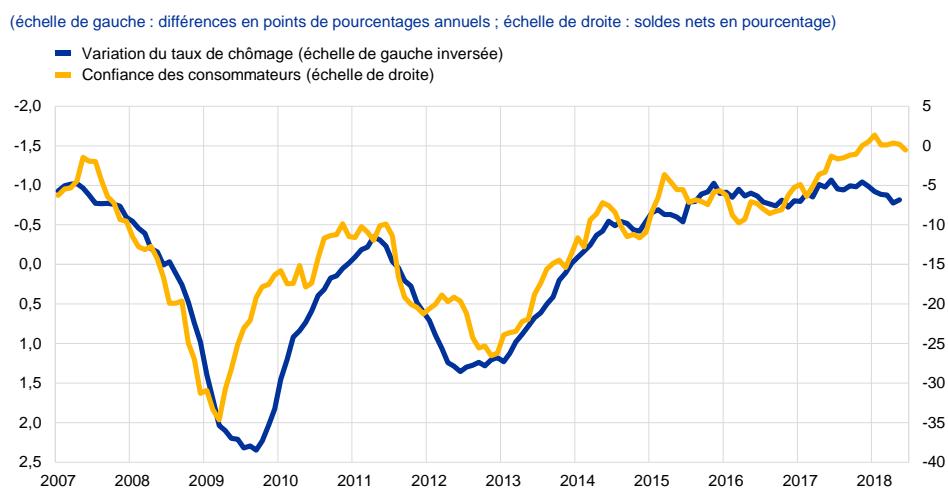
importante de la réaction globale des autres ménages. Globalement, le canal indirect représente près de 60 % de l'effet total. Enfin, ces calculs impliquent également que l'APP compresse la distribution des dépenses de consommation entre les différentes catégories de ménages, la consommation des ménages vivant au jour le jour étant plus fortement stimulée que celle des ménages bien assurés.

## 5 Conclusions

**La consommation privée a été l'un des principaux moteurs de l'expansion économique récente, mais il reste encore une marge de croissance.** Dans la zone euro, la consommation privée a visiblement effacé les pertes subies pendant la crise financière. Par rapport aux précédentes phases d'expansion, la croissance de la consommation a été faible, mais elle a dépassé les prévisions initiales depuis 2013. Ces évolutions ont largement résulté du redressement du marché du travail, même si le chômage demeure plus élevé qu'avant la crise financière dans certains pays et pour certaines catégories de travailleurs. Pour la suite, avec l'amélioration de la situation sur les marchés du travail, la confiance des consommateurs devrait rester élevée et la consommation privée devrait continuer de progresser (cf. graphique 21).

### Graphique 21

#### Variation du taux de chômage et de la confiance des consommateurs



Sources : Commission européenne (Direction générale des affaires économiques et financières), Eurostat et calculs de la BCE.

**La politique monétaire accommodante de la BCE a fortement contribué à l'expansion de la consommation privée.** Des éléments de plus en plus nombreux attestent que la politique monétaire soutient la consommation privée, en particulier en ce qui concerne les ménages soumis à des contraintes financières (par exemple sans emploi ou endettés). Cela met en évidence le rôle joué par l'hétérogénéité dans la transmission de la politique monétaire. Dans le même temps, les politiques monétaires accommodantes ont également réduit directement les inégalités de

revenus et de patrimoine. Enfin, il y a peu d'indications que les taux d'intérêt bas ont conduit à des hausses généralisées de l'endettement des ménages, ce qui va dans le sens de la soutenabilité de l'expansion économique globale.

# Statistiques

## Table des matières

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

## Informations complémentaires

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

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

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

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

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

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

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

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

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

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

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

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

## Conventions utilisées dans les tableaux

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

# 1 Environnement extérieur

## 1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

	PIB <sup>1)</sup> (variations en pourcentage d'une période sur l'autre)						IPC (variations annuelles en pourcentage)						
	G20	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Pays de l'OCDE		États-Unis	Royaume-Uni (IPCH)	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro <sup>2)</sup> (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	1,8	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	1,7	1,7	6,8	2,4	2,3	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2017 T3	1,0	0,8	0,4	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	0,2	-0,2	1,4	0,4	2,2	1,9	2,2	2,7	1,3	2,2	1,3
T2	.	.	.	.	1,8	.	.	.	2,7	2,4	0,7	.	1,7
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	—	—	—	—	—	—	2,3	1,9	2,5	2,4	0,6	1,8	1,3
Mai	—	—	—	—	—	—	2,6	2,0	2,8	2,4	0,7	1,8	1,9
Juin	—	—	—	—	—	—	.	2,9	2,4	0,7	.	.	2,0

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

1) Données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes.

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

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

	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs)								Importations de marchandises <sup>1)</sup>			
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat <sup>2)</sup>			Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes
	Mondial <sup>2)</sup>	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Secteur manufacturier	Services	Nouvelles commandes à l'exportation			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	5,3	3,0	6,8
2017 T3	53,3	54,9	54,1	51,8	51,9	56,0	52,7	53,5	51,9	1,5	1,3	1,6
T4	53,4	54,6	55,2	52,6	51,9	57,2	53,5	53,4	52,1	1,4	1,4	1,4
2018 T1	53,6	54,6	53,4	52,1	53,0	57,0	53,8	53,5	52,2	2,2	0,7	3,2
T2	53,9	55,9	54,3	52,3	52,5	54,7	53,2	54,2	50,2	.	.	.
2018 Février	54,3	55,8	54,5	52,2	53,3	57,1	53,8	54,5	52,3	2,7	2,1	3,0
Mars	52,8	54,2	52,4	51,3	51,8	55,2	52,9	52,8	51,2	2,2	0,7	3,2
Avril	53,6	54,9	53,2	53,1	52,3	55,1	53,5	53,6	50,3	0,2	-0,3	0,5
Mai	54,1	56,6	54,5	51,7	52,3	54,1	53,1	54,4	50,3	-0,5	-1,1	-0,1
Juin	54,1	56,2	55,2	52,1	53,0	54,9	53,0	54,5	50,1	.	.	.
Juillet	.	55,9	.	.	.	54,3	.	.	.	.	.	.

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

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

2) Hors zone euro.

## 2 Évolutions financières

### 2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; valeurs moyennes sur la période)

	Zone euro <sup>1)</sup>					États-Unis		Japon	
	Dépôts à vue (Eonia)	Dépôts à 1 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Euribor)	Dépôts à 6 mois (Euribor)	Dépôts à 12 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Libor)	Dépôts à 3 mois (Libor)		
	1	2	3	4	5	6	7		
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 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		
Juin	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,18	2,33	-0,04		

Source: BCE.

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

### 2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux			Taux à terme instantanés				
	Zone euro <sup>1), 2)</sup>					Zone euro <sup>1), 2)</sup>		États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro <sup>1), 2)</sup>			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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 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	
Juin	-0,62	-0,71	-0,68	-0,26	0,38	1,09	0,54	0,60	-0,75	-0,52	0,53	1,31	

Source: BCE.

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

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

### 2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs											
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 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
Juin	383,4	3 442,8	797,5	273,1	719,5	346,7	169,0	647,2	543,6	279,9	290,9	828,1	2 754,4	22 562,9

Source: BCE.

## 2 Évolutions financières

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

	À vue	Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement						Indicateur composite du coût d'emprunt			
		Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :					TAEG <sup>3)</sup>	Par période de fixation initiale du taux				Taux variable et période ≤ 1 an	Taux > 1 an	Par période de fixation initiale du taux			TAEG <sup>3)</sup>			
			≤ 2 ans	> 2 ans	5				7	8	9	10			Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans			
		1	2	3	4											11	12	13	14	15	16
2017	Juin	0,05	0,46	0,38	0,77	6,30	16,82	4,68	5,74	6,19	2,43	1,69	1,91	1,90	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	1,92	1,89	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	2,01	1,91	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	4,46	5,39	5,80	2,31	1,68	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	6,19	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	1,63	1,84	1,95	1,91	2,14	1,84				
	Avril	0,04	0,45	0,34	0,61	6,11	16,84	4,92	5,72	6,17	2,36	1,63	1,85	1,96	1,90	2,13	1,83				
	Mai <sup>(p)</sup>	0,04	0,46	0,34	0,57	6,10	16,88	4,83	5,88	6,39	2,38	1,58	1,87	1,97	1,90	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)<sup>1), 2)</sup> (en pourcentage annuel ; valeur moyenne sur la période, sauf indication contraire)

	Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur composite du coût d'emprunt			
	À vue	D'une durée :				≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros						
		≤ 2 ans	> 2 ans	4		Taux variable et période ≤ 3 mois	5	6	7	Taux variable et période ≤ 3 mois	8	9	10	Taux variable et période ≤ 3 mois	11	12	13	
	1	2	3	4														
2017	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	2,35	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	0,03	0,06	0,34	2,32	2,36	2,42	2,33	1,68	1,61	1,74	1,23	1,29	1,65	1,70			
	Mai <sup>(p)</sup>	0,03	0,08	0,44	2,28	2,31	2,47	2,37	1,65	1,61	1,75	1,08	1,22	1,65	1,62			

Source: BCE.

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

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

## 2 Évolutions financières

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

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

	Encours							Émissions brutes <sup>1)</sup>							
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Court terme															
2015	1 269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34	
2016	1 241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33	
2017	1 240	519	155	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31	
2017	Décembre	1 240	519	155	.	70	438	57	305	139	51	.	30	55	29
2018	Janvier	1 272	532	155	.	77	447	61	403	194	40	.	41	91	36
	Février	1 282	540	153	.	80	444	65	355	172	41	.	34	78	30
	Mars	1 299	541	154	.	84	453	67	386	167	60	.	41	84	33
	Avril	1 315	542	161	.	94	450	69	395	180	50	.	43	73	49
	Mai	1 301	536	156	.	98	445	66	380	179	38	.	43	79	41
Long terme															
2015	15 250	3 786	3 286	.	1 060	6 481	637	216	68	46	.	13	80	9	
2016	15 398	3 695	3 233	.	1 186	6 643	641	219	62	53	.	18	78	8	
2017	15 354	3 560	3 142	.	1 190	6 819	642	248	66	75	.	17	83	7	
2017	Décembre	15 354	3 560	3 142	.	1 190	6 819	642	212	46	93	.	14	52	6
2018	Janvier	15 371	3 569	3 151	.	1 174	6 841	636	302	99	75	.	14	109	5
	Février	15 376	3 566	3 146	.	1 171	6 864	629	215	57	52	.	12	88	7
	Mars	15 439	3 580	3 148	.	1 183	6 904	624	256	68	60	.	24	96	7
	Avril	15 442	3 578	3 163	.	1 192	6 886	624	232	61	67	.	14	85	4
	Mai	15 529	3 589	3 188	.	1 205	6 927	621	196	49	48	.	17	80	3

Source: BCE.

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

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

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

	Titres de créance							Actions cotées						
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM		Sociétés non financières		
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
Encours														
2015	16 518,8	4 303,1	3 432,4	.	1 122,0	6 958,9	702,4	6 814,4	584,3	985,3	5 244,9			
2016	16 638,9	4 212,9	3 368,8	.	1 245,5	7 108,1	703,5	7 089,5	537,6	1 097,8	5 454,1			
2017	16 593,6	4 079,1	3 297,3	.	1 260,1	7 257,3	699,8	7 954,8	612,5	1 263,0	6 079,3			
2017	Décembre	16 593,6	4 079,1	3 297,3	.	1 260,1	7 257,3	699,8	7 954,8	612,5	1 263,0	6 079,3		
2018	Janvier	16 643,5	4 101,7	3 306,1	.	1 251,0	7 287,7	697,1	8 204,1	665,6	1 333,1	6 205,4		
	Février	16 658,1	4 105,8	3 299,9	.	1 251,7	7 307,4	693,4	7 920,3	638,6	1 293,1	5 988,6		
	Mars	16 737,6	4 120,5	3 302,7	.	1 267,8	7 356,1	690,5	7 814,0	599,0	1 253,4	5 961,7		
	Avril	16 757,1	4 120,1	3 323,5	.	1 285,6	7 335,1	692,8	8 143,4	620,8	1 351,3	6 171,2		
	Mai	16 830,5	4 124,3	3 344,7	.	1 303,2	7 371,5	686,8	8 032,4	531,2	1 301,4	6 199,8		
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	Décembre	1,3	-0,5	0,0	.	6,3	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3		
2018	Janvier	1,2	-0,4	0,2	.	5,9	1,9	0,5	1,1	5,8	2,7	0,3		
	Février	1,4	-1,0	1,4	.	5,6	2,3	-0,8	0,9	3,1	2,8	0,4		
	Mars	1,5	-0,1	1,8	.	6,0	2,0	-2,7	1,0	1,5	3,6	0,4		
	Avril	1,5	0,4	0,8	.	6,0	2,0	-0,8	1,3	1,5	5,4	0,5		
	Mai	1,0	-0,1	0,0	.	6,0	1,5	-1,9	1,4	1,6	5,3	0,5		

Source: BCE.

## 2 Évolutions financières

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

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

	TCE-19						TCE-38	
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM <sup>2)</sup> )	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2015	91,7	87,6	88,6	82,8	81,3	88,2	105,7	86,9
2016	94,4	89,5	90,9	84,9	80,5	89,3	109,7	88,9
2017	96,6	91,4	92,0	85,8	80,6	90,0	112,0	90,0
2017	T3	98,6	93,2	93,8	87,6	81,4	91,5	91,8
	T4	98,6	93,2	93,5	87,4	81,0	91,3	92,0
2018	T1	99,6	94,0	94,4	88,0	81,7	91,7	117,0
	T2	98,4	93,1	93,2	-	-	-	93,4
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	94,4	-	-	117,7	93,9
	Avril	99,5	93,9	94,3	-	-	117,9	94,0
	Mai	98,1	92,8	92,7	-	-	116,6	93,1
	Juin	97,9	92,7	92,4	-	-	116,7	93,1
	variation en pourcentage par rapport au mois précédent							
2018	Juin	-0,2	-0,2	-0,3	-	-	0,1	0,0
	variation en pourcentage par rapport à l'année précédente							
2018	Juin	1,6	1,6	0,5	-	-	4,7	4,0

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	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
	T2	7,602	7,398	25,599	7,448	317,199	130,045	4,262	0,876	4,6532	10,330	1,174	1,191
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
	Juin	7,551	7,382	25,778	7,449	322,697	128,529	4,304	0,879	4,6623	10,279	1,156	1,168
	variation en pourcentage par rapport au mois précédent												
2018	Juin	0,3	-0,1	0,5	0,0	1,8	-0,8	0,4	0,2	0,5	-0,6	-1,8	-1,1
	variation en pourcentage par rapport à l'année précédente												
2018	Juin	-1,2	-0,4	-1,9	0,2	4,7	3,2	2,2	0,2	2,0	5,4	6,3	4,0

Source: BCE.

## 2 Évolutions financières

### 2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

		Total <sup>1)</sup>			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute
		Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)													
2017	T2	24 750,0	25 174,2	-424,2	10 943,9	8 779,9	8 121,0	10 632,4	-46,0	5 048,5	5 761,9	682,7	13 843,7
	T3	24 511,8	24 961,5	-449,7	10 603,3	8 508,3	8 268,7	10 664,8	-57,1	5 022,0	5 788,3	674,8	13 742,3
	T4	24 655,4	24 897,1	-241,7	10 518,9	8 485,9	8 516,7	10 611,7	-51,7	5 001,8	5 799,5	669,7	13 566,5
2018	T1	24 600,8	25 193,6	-592,8	10 392,4	8 520,4	8 491,5	10 660,8	-85,6	5 129,1	6 012,4	673,4	13 810,7
encours en pourcentage du PIB													
2018	T1	218,2	223,5	-5,3	92,2	75,6	75,3	94,6	-0,8	45,5	53,3	6,0	122,5
Flux													
2017	T2	215,4	136,3	79,1	31,3	14,7	173,3	148,4	0,5	11,8	-26,7	-1,4	-
	T3	69,2	-57,7	126,9	-153,1	-146,3	187,4	53,1	-10,3	44,6	35,6	0,5	-
	T4	85,2	-67,8	153,0	36,3	-1,9	90,9	23,4	10,7	-54,6	-89,3	1,9	-
2018	T1	474,8	322,4	152,5	95,2	-38,7	193,5	141,7	-4,2	178,8	219,4	11,6	-
2017	Décembre	-192,3	-271,3	78,9	-25,4	-35,0	6,4	-4,4	4,7	-176,3	-231,8	-1,6	-
2018	Janvier	347,0	330,3	16,7	42,6	1,4	102,5	84,1	0,2	199,3	244,8	2,3	-
	Février	137,6	101,7	35,8	33,6	0,9	44,6	-3,7	-0,6	60,1	104,5	-0,1	-
	Mars	-9,7	-109,6	99,9	18,9	-41,1	46,4	61,3	-3,8	-80,6	-129,8	9,4	-
	Avril	93,1	100,7	-7,6	20,4	-13,0	17,9	-9,0	1,7	56,6	122,7	-3,6	-
	Mai	128,4	143,3	-14,9	11,8	30,6	-7,7	-34,1	5,7	116,2	146,9	2,3	-
flux cumulés sur 12 mois													
2018	Mai	799,7	333,9	465,8	-14,4	-166,1	548,1	215,8	-2,3	254,0	284,3	14,2	-
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2018	Mai	7,1	3,0	4,1	-0,1	-1,5	4,9	1,9	0,0	2,3	2,5	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 <sup>1)</sup>			
		Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks <sup>2)</sup>	Total	Expor- tations <sup>1)</sup>	Impor- tations <sup>1)</sup>		
	1	2	3	4	5	Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellec- tuelle	9	10	11	12	
Prix courants (montants en milliards d'euros)													
2015	10 526,9	10 052,8	5 742,4	2 172,4	2 107,8	1 015,4	638,9	447,9	30,2	474,1	4 862,5	4 388,4	
2016	10 793,1	10 313,6	5 876,0	2 222,7	2 201,0	1 052,3	675,5	467,8	13,9	479,5	4 935,4	4 455,8	
2017	11 174,0	10 654,4	6 059,8	2 276,2	2 291,5	1 116,3	712,6	457,4	26,8	519,7	5 287,4	4 767,8	
2017	T2	2 781,1	2 659,6	1 511,2	566,9	572,8	277,7	176,2	117,5	8,7	121,5	1 309,9	1 188,4
	T3	2 812,4	2 676,5	1 519,3	571,3	574,8	280,6	179,8	113,1	11,1	135,8	1 325,0	1 189,2
	T4	2 838,4	2 693,6	1 529,1	575,2	585,4	285,6	184,4	114,2	4,0	144,7	1 361,1	1 216,4
2018	T1	2 859,0	2 720,1	1 543,7	577,8	591,2	291,2	183,2	115,4	7,4	138,9	1 357,0	1 218,1
2017		100,0	95,3	54,2	20,4	20,5	10,0	6,4	4,1	0,2	4,7	—	—
en pourcentage du PIB													
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)													
variations trimestrielles en pourcentage													
2017	T2	0,7	0,9	0,5	0,5	2,0	0,7	1,7	5,6	—	—	1,1	1,5
	T3	0,7	0,3	0,4	0,5	-0,1	0,4	1,9	-4,4	—	—	1,5	0,5
	T4	0,7	0,2	0,2	0,3	1,4	0,9	2,4	1,1	—	—	2,4	1,4
2018	T1	0,4	0,7	0,5	0,1	0,3	1,3	-0,6	-0,4	—	—	-0,9	-0,3
variations annuelles en pourcentage													
2015		2,1	2,4	1,8	1,3	4,8	0,5	5,3	15,4	—	—	6,5	7,7
2016		1,8	2,2	2,0	1,8	3,7	2,6	5,6	3,6	—	—	3,0	4,0
2017		2,4	1,8	1,6	1,1	2,7	3,7	5,1	-3,0	—	—	5,2	4,0
2017	T2	2,5	2,3	1,8	1,1	3,7	4,3	4,2	1,6	—	—	4,7	4,4
	T3	2,8	2,0	1,9	1,4	2,6	4,0	6,1	-5,6	—	—	5,9	4,2
	T4	2,8	1,4	1,4	1,3	2,8	4,1	7,5	-6,7	—	—	6,7	4,1
2018	T1	2,5	2,0	1,6	1,3	3,6	3,3	5,5	1,7	—	—	4,1	3,1
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage													
2017	T2	0,7	0,8	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	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,5	—	—
	T4	0,7	0,1	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	-0,3	0,5	—	—
2018	T1	0,4	0,7	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,3	-0,3	—	—
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage													
2015		2,1	2,3	1,0	0,3	0,9	0,0	0,3	0,6	0,1	-0,2	—	—
2016		1,8	2,1	1,1	0,4	0,7	0,3	0,3	0,2	-0,1	-0,3	—	—
2017		2,4	1,7	0,9	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,1	0,0	0,7	—	—
2017	T2	2,5	2,2	1,0	0,2	0,7	0,4	0,3	0,1	0,2	0,3	—	—
	T3	2,8	1,9	1,0	0,3	0,5	0,4	0,4	-0,2	0,1	0,9	—	—
	T4	2,8	1,4	0,8	0,3	0,6	0,4	0,5	-0,3	-0,3	1,4	—	—
2018	T1	2,5	1,9	0,8	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,0	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.

- 1) Les exportations et les importations couvrent les biens et services
- 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	9 453,9	155,3	1 905,5	466,2	1 784,2	433,2	470,1	1 074,1	1 029,5	1 807,7	328,1	1 073,0
2016	9 681,2	152,3	1 939,0	485,1	1 827,5	450,4	460,6	1 100,6	1 073,9	1 855,5	336,3	1 112,0
2017	10 016,6	164,6	2 009,1	510,2	1 905,9	468,0	452,9	1 132,8	1 124,6	1 903,6	344,8	1 157,5
2017 T2	2 493,1	41,0	498,5	126,9	475,7	116,2	113,1	282,3	279,5	474,0	85,8	288,0
T3	2 521,8	41,3	507,3	128,8	479,5	118,2	113,6	284,7	283,5	478,1	86,8	290,6
T4	2 544,7	41,7	515,4	130,9	483,2	118,9	113,3	286,2	286,5	481,4	87,2	293,7
2018 T1	2 562,0	41,6	515,3	133,3	487,2	120,0	114,2	288,6	289,9	484,1	87,8	297,0
2017	100,0	1,6	20,1	5,1	19,0	4,7	4,5	11,3	11,2	19,0	3,4	—
en pourcentage de la valeur ajoutée												
Variations chaînées (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2017 T2	0,7	0,0	0,8	1,1	0,9	1,4	0,3	0,3	1,0	0,5	0,4	0,7
T3	0,8	-0,2	1,7	0,5	0,5	1,7	-0,2	0,5	0,8	0,4	0,7	0,3
T4	0,7	0,2	1,5	1,2	0,6	0,4	0,1	0,3	0,8	0,3	0,2	0,6
2018 T1	0,4	1,7	-0,7	0,7	0,8	1,8	-0,3	0,4	0,8	0,3	0,2	0,5
variations annuelles en pourcentage												
2015	1,9	3,0	3,7	0,6	2,0	3,5	-0,2	0,6	2,8	0,9	0,6	3,4
2016	1,7	-1,7	2,0	1,3	1,8	3,2	0,8	0,7	2,9	1,4	1,6	2,8
2017	2,4	0,8	3,0	2,9	3,1	4,7	-1,1	1,3	4,0	1,3	1,2	2,5
2017 T2	2,4	0,5	3,0	3,3	3,5	5,2	-1,1	1,1	3,5	1,4	1,1	2,9
T3	2,9	0,6	4,4	3,3	3,6	5,0	-1,2	1,5	4,3	1,5	1,5	2,5
T4	2,9	1,7	4,1	4,2	3,4	4,4	-0,6	1,4	4,5	1,4	1,5	1,9
2018 T1	2,6	1,7	3,3	3,6	2,9	5,4	-0,1	1,5	3,4	1,6	1,5	2,1
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2017 T2	0,7	0,0	0,2	0,1	0,2	0,1	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	0,1	0,0	—
2018 T1	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	—
contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
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	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,1	—
2017	2,4	0,0	0,6	0,1	0,6	0,2	-0,1	0,1	0,4	0,3	0,0	—
2017 T2	2,4	0,0	0,6	0,2	0,7	0,2	-0,1	0,1	0,4	0,3	0,0	—
T3	2,9	0,0	0,9	0,2	0,7	0,2	-0,1	0,2	0,5	0,3	0,1	—
T4	2,9	0,0	0,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,5	0,3	0,1	—
2018 T1	2,6	0,0	0,7	0,2	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,1	—

Sources: Eurostat et calculs de la BCE.

### 3 Activité économique

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

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

	Total	Par statut			Par activité économique									
		Salariés	Travailleurs indépendants	Agri-culture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Personnes employées														
en pourcentage du nombre total de personnes employées														
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,3	7,0	
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	
variations annuelles en pourcentage														
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														
en pourcentage du nombre total d'heures travaillées														
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	
variations annuelles en pourcentage														
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														
variations annuelles en pourcentage														
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 <sup>1)</sup>	Sous- emploi, % de la popu- lation active <sup>1)</sup>	Chômage												Taux de vacance d'em- ploi <sup>2)</sup>
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active <sup>1)</sup>	Par âge				Par sexe					
			Millions	% de la popu- lation active		Millions	% de la popu- lation active								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		14
% du total en 2016			100,0		81,7		18,3		52,2		47,8				
2015	160,717	4,6	17,465	10,9	5,6	14,302	9,8	3,163	22,3	9,260	10,7	8,206	11,1	1,5	
2016	162,012	4,3	16,252	10,0	5,0	13,288	9,0	2,964	20,9	8,482	9,7	7,770	10,4	1,7	
2017	162,636	4,1	14,763	9,1	4,4	12,094	8,1	2,669	18,8	7,636	8,7	7,127	9,5	1,9	
2017	T2	162,353	4,2	14,866	9,1	4,5	12,143	8,2	2,723	19,2	7,692	8,8	7,174	9,5	1,9
	T3	163,319	4,0	14,607	9,0	4,2	11,966	8,0	2,642	18,5	7,578	8,6	7,029	9,3	1,9
	T4	163,108	3,9	14,221	8,7	4,2	11,663	7,8	2,558	17,9	7,329	8,4	6,892	9,1	2,0
2018	T1	162,582	4,0	13,982	8,6	4,2	11,489	7,7	2,493	17,5	7,201	8,2	6,781	9,0	2,1
2017	Décembre	–	–	14,116	8,7	–	11,588	7,8	2,528	17,7	7,274	8,3	6,842	9,1	–
2018	Janvier	–	–	14,109	8,6	–	11,591	7,8	2,518	17,6	7,264	8,3	6,845	9,1	–
	Février	–	–	13,971	8,6	–	11,461	7,7	2,510	17,6	7,214	8,2	6,756	9,0	–
	Mars	–	–	13,866	8,5	–	11,415	7,7	2,451	17,3	7,124	8,1	6,741	8,9	–
	Avril	–	–	13,781	8,4	–	11,355	7,6	2,427	17,1	7,068	8,1	6,714	8,9	–
	Mai	–	–	13,656	8,4	–	11,266	7,5	2,390	16,8	6,990	8,0	6,666	8,8	–

Sources: Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données brutes.

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

#### 3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

	Production industrielle						Cons- truction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes 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- facturière	Biens inter- mè- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consom- mation	Énergie	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
% 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	1,8	1,8	1,9	1,7	0,5	3,1	0,5	1,6	1,0	2,1	1,4	7,2				
2017	3,0	3,2	3,7	3,8	1,5	1,4	2,9	7,9	2,3	1,4	3,3	0,9	5,6				
2017	T3	4,1	4,4	4,7	6,0	1,7	1,5	2,8	8,8	2,6	1,3	4,2	0,4	5,5			
	T4	4,1	4,7	5,4	6,0	2,1	-0,5	2,8	9,5	2,0	0,9	3,1	0,1	6,3			
2018	T1	3,1	3,4	3,1	4,3	2,4	0,9	2,6	6,5	1,6	1,5	1,9	0,0	5,3			
	T2	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	3,2			
2018	Janvier	3,6	5,9	5,1	8,5	3,2	-9,4	6,6	9,3	1,4	0,1	3,0	-1,2	6,4			
	Février	2,6	2,2	2,6	1,9	2,0	5,2	0,0	5,7	1,8	1,9	1,9	0,7	4,8			
	Mars	3,2	2,4	1,7	2,9	2,0	8,9	0,9	4,6	1,7	2,5	1,0	0,6	4,8			
	Avril	1,7	2,0	0,8	4,0	1,1	-1,1	1,2	4,1	1,6	-0,4	3,4	0,4	2,7			
	Mai	2,4	2,8	2,3	3,9	2,0	-1,0	1,8	4,0	1,4	1,7	1,6	-0,3	2,8			
	Juin	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	3,9				
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)																	
2018	Janvier	-0,6	0,2	-1,2	0,5	0,4	-6,0	-0,8	-1,9	-0,4	-0,6	-0,1	0,0	0,4			
	Février	-0,8	-1,9	-0,8	-3,3	-1,1	7,1	-0,7	-0,6	0,3	1,0	-0,3	0,9	-0,7			
	Mars	0,5	0,5	-0,1	-0,6	1,6	0,7	-0,3	-0,8	0,6	0,8	0,1	-0,3	-0,1			
	Avril	-0,8	-0,2	-0,7	2,2	-1,4	-5,2	1,4	-0,6	-0,1	-1,4	1,6	-0,3	-1,9			
	Mai	1,3	1,4	1,6	0,7	2,2	0,5	0,3	1,4	0,0	1,1	-1,0	0,0	2,2			
	Juin	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	-0,6				

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

### 3 Activité économique

#### 3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)								Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)				
	Indicateur de confiance dans l'industrie	Secteur manufacturier	Indicateur de confiance des consommateurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du commerce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière	Production dans le secteur manufacturier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production		
						Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2014	99,8	-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	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
	T2	112,5	7,0	.	0,0	5,8	0,3	14,5	.	55,6	55,1	54,5	54,7
2018	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	6,9	-	0,2	7,1	0,7	14,4	-	55,5	54,8	53,8	54,1
	Juin	112,3	6,9	-	-0,6	5,6	0,8	14,4	-	54,9	54,2	55,2	54,9
	Juillet	.	-	-0,6	.	.	.	-	-	55,1	54,2	54,4	54,3

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) <sup>1)</sup>	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Valeur nette <sup>2)</sup>	Patrimoine immobilier	Participation aux bénéfices <sup>3)</sup>	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette <sup>4)</sup>	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Financement	
	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	
2015	12,4	93,7	1,5	2,0	1,4	3,4	1,8	33,2	7,1	134,4	4,4	9,3	2,3	
2016	12,2	93,3	1,9	2,0	5,5	4,5	2,7	33,0	8,0	135,7	4,0	1,6	2,1	
2017	12,0	93,6	1,4	2,1	7,2	5,2	5,5	33,5	7,7	133,2	3,7	7,0	2,2	
2017	T2	12,0	93,2	1,2	2,0	5,3	5,0	3,8	32,9	7,3	134,7	4,2	10,2	2,5
	T3	12,0	93,1	1,5	2,1	6,7	5,1	4,7	33,2	7,3	133,5	4,3	4,1	2,6
	T4	12,0	93,6	1,3	2,1	7,3	5,2	5,5	33,5	7,7	133,2	3,7	3,4	2,2
2018	T1	.	.	.	.	.	.	5,8	.	7,8	.	.	.	

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

### 3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital <sup>1)</sup>		
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires			
		Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	12,1	10,4
2018	T1	985,5	874,4	111,1	579,7	489,2	213,5	186,1	164,0	139,5	28,3	59,6	9,1	6,4
2017	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	5,3
2018	Janvier	328,1	291,9	36,3	197,1	166,5	71,1	61,6	50,8	44,7	9,2	19,1	3,0	1,9
	Février	327,1	288,3	38,8	190,7	161,2	70,6	61,6	56,9	48,3	8,9	17,2	2,2	1,6
	Mars	330,2	294,2	36,0	191,9	161,5	71,8	62,9	56,3	46,4	10,2	23,3	3,9	2,9
	Avril	328,8	299,2	29,6	189,9	168,0	72,0	62,3	57,7	48,9	9,1	20,0	2,0	2,0
	Mai	329,7	307,2	22,4	193,4	172,9	71,8	63,5	55,4	52,1	9,0	18,8	2,3	2,1
		flux cumulés sur 12 mois												
2018	Mai	3 950,6	3 541,3	409,2	2 316,3	1 966,6	859,5	750,6	664,6	575,2	110,1	249,0	35,6	35,8
2018	Mai	35,0	31,4	3,6	20,5	17,4	7,6	6,6	5,9	5,1	1,0	2,2	0,3	0,3

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

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

(données cvs, sauf indication contraire)

	Total (données brutes)		Exportations (FAB)						Importations (CAF)					
	Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés	Total			Pour mémoire : produits manufacturés				
			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole			
			1	2	3	7	8	9	10	11	12	13		
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2017	T2	5,4	10,1	545,8	257,5	112,8	163,1	456,6	488,0	275,8	81,3	123,7	354,9	52,2
	T3	6,0	7,9	547,2	257,1	114,6	164,3	459,9	486,1	273,1	81,0	123,1	355,0	48,4
	T4	6,1	7,6	561,5	267,7	115,9	167,0	471,2	500,9	285,1	81,3	125,5	360,4	58,6
2018	T1	2,3	1,8	561,4	270,7	113,2	167,9	470,6	502,8	290,3	81,0	123,2	356,6	65,0
2017	Décembre	0,8	2,7	191,8	91,0	40,5	56,9	161,5	169,0	97,4	26,6	41,5	120,7	21,4
2018	Janvier	9,1	6,2	190,2	92,5	38,1	56,6	158,8	170,7	98,6	27,6	41,7	120,7	23,1
	Février	2,6	1,5	185,0	89,8	37,4	54,6	155,2	165,4	95,9	26,1	40,2	117,2	21,5
	Mars	-3,3	-2,0	186,2	88,3	37,8	56,7	156,7	166,7	95,8	27,3	41,4	118,7	20,3
	Avril	8,2	8,3	187,3	88,5	39,2	55,4	156,6	169,2	98,3	26,0	42,4	119,5	21,0
	Mai	-0,9	0,7	187,6	..	..	156,6	170,7	..	..	..	120,5	..	..
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2017	T2	1,5	2,5	122,4	121,2	121,8	125,6	122,1	112,7	112,7	113,4	114,0	116,3	104,6
	T3	3,8	3,4	123,8	121,9	124,9	128,1	124,0	114,4	114,1	115,7	114,1	117,8	100,3
	T4	4,4	4,0	126,3	125,5	125,6	130,2	126,8	114,8	114,7	113,3	115,7	118,3	106,0
2018	T1	2,6	1,8	125,9	125,7	122,7	131,4	126,5	113,9	114,4	111,7	114,7	116,9	110,2
2017	Novembre	6,7	4,3	127,4	126,2	126,4	131,9	127,5	115,6	114,5	115,8	117,5	118,5	105,0
	Décembre	-0,4	-0,2	128,7	127,4	130,1	132,5	129,7	113,8	115,0	106,9	114,3	117,2	111,3
2018	Janvier	8,6	5,0	127,5	128,5	123,2	132,5	127,7	114,4	115,3	112,2	114,5	117,2	114,1
	Février	3,1	2,2	124,9	125,6	121,9	128,2	125,4	113,1	113,9	110,4	112,7	116,1	110,3
	Mars	-2,5	-1,6	125,5	123,1	123,0	133,6	126,4	114,1	114,1	112,3	116,8	117,3	106,4
	Avril	8,2	7,3	125,7	122,9	127,1	129,8	125,8	114,4	115,5	106,4	118,6	117,2	104,5

Sources: BCE et Eurostat.

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

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

## 4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total				Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) <sup>2)</sup>						Pour mémoire : prix administrés		
	Indice : 2015 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimen- taires transfor- més	Produits alimentaires non trans- formés	Produits manufac- turés hors énergie	Energie (données brutes)	Services		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
% 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 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	1,2	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
T2	103,7	1,7	0,9	2,0	1,3	0,6	0,8	0,7	0,0	1,9	0,5	1,7	1,6
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	1,3	0,8	1,4	1,0	0,1	0,3	0,2	0,0	0,8	0,0	1,2	1,6
Mai	103,8	1,9	1,1	2,1	1,6	0,5	0,0	0,7	0,0	2,2	0,4	1,9	1,6
Juin	104,0	2,0	0,9	2,5	1,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,9	0,0	2,0	1,6
	Biens						Services						
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communications	Services de loisirs et personnels	Divers	
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie	Loyers	21	22	23	24	25	
	14	15	16	17	18	19							
% 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 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	
T2	2,6	2,7	2,3	1,7	0,3	5,5	1,2	1,2	1,3	-0,7	1,8	1,3	
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	2,5	2,6	2,4	1,8	0,3	6,1	1,3	1,3	1,7	-0,6	2,5	1,3	
Juin	2,7	2,6	2,9	2,4	0,4	8,0	1,1	1,0	1,5	-0,8	1,7	1,3	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

2) En mai 2016, la BCE a commencé à publier une série améliorée de l'IPCH corrigé des variations saisonnières pour la zone euro, suite à une révision de la méthode de désaisonnalisation décrite dans l'encadré 1, *Bulletin économique* n° 3, 2016 ([https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/bulletin-economique-bce\\_3\\_2016-05.pdf](https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/bulletin-economique-bce_3_2016-05.pdf)).

## 4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production dans l'industrie hors construction <sup>1)</sup>										Construction	Prix de l'immobilier résidentiel <sup>2)</sup>	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commercial <sup>2)</sup>			
	Total (indice : 2015 = 100)	Total		Industrie hors construction et énergie					Énergie							
		Secteur manufacturier	Total	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
% du total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9						
2015	100,0	-2,6	-2,3	-0,5	-1,2	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,7	0,4	1,7	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	3,4	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	3,7	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	3,5	4,2			
T3	100,5	2,4	2,7	2,1	3,0	1,0	2,2	3,1	0,2	3,3	1,9	3,7	5,7			
T4	101,7	2,5	2,5	2,0	3,2	0,9	1,6	2,0	0,3	3,8	2,5	3,9	6,6			
2018 T1	102,5	1,8	1,7	1,6	2,4	1,0	0,9	1,1	0,5	2,2	2,3	4,0	.			
2017 Décembre	102,0	2,2	2,1	1,9	2,9	0,9	1,4	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	0,9	1,0	0,5	1,9	—	—	—			
Mars	102,5	2,0	1,7	1,4	2,2	1,0	0,9	1,2	0,5	3,6	—	—	—			
Avril	102,5	1,9	1,8	1,3	2,1	1,0	0,5	0,4	0,5	3,5	—	—	—			
Mai	103,3	3,0	2,8	1,4	2,4	0,9	0,4	0,2	0,5	7,6	—	—	—			

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

1) Ventes domestiques uniquement.

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

### 4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB							Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie (en euros)						
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Demande intérieure				Exportations <sup>1)</sup>	Importations <sup>1)</sup>	Pondération fondée sur les importations <sup>2)</sup>			Pondération fondée sur l'utilisation <sup>2)</sup>			
			Total	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	0,8	0,4	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,8	0,7	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	107,9	1,1	1,5	1,5	1,3	1,4	1,8	2,9	48,1	5,9	-3,5	16,4	5,5	-3,2	17,5
2017 T3	108,2	1,3	1,6	1,4	1,2	1,5	1,4	2,1	44,0	2,0	-7,4	12,3	2,7	-5,7	13,5
T4	108,5	1,3	1,5	1,5	1,4	1,5	1,2	1,8	52,2	-2,5	-9,5	4,6	0,0	-5,2	6,3
2018 T1	108,8	1,5	1,5	1,2	1,3	1,6	0,4	0,2	54,6	-8,9	-14,5	-3,6	-7,6	-12,6	-1,9
T2	—	—	—	—	—	—	—	—	62,6	1,5	-6,7	9,6	1,0	-7,4	10,9
2018 Janvier	—	—	—	—	—	—	—	—	56,6	-8,1	-16,1	-0,2	-6,3	-13,4	2,0
Février	—	—	—	—	—	—	—	—	53,0	-9,5	-14,6	-4,6	-7,7	-12,2	-2,6
Mars	—	—	—	—	—	—	—	—	53,9	-9,3	-12,8	-6,0	-8,8	-12,3	-4,8
Avril	—	—	—	—	—	—	—	—	58,4	-4,9	-10,3	0,1	-5,2	-11,1	1,5
Mai	—	—	—	—	—	—	—	—	64,9	3,8	-5,0	12,6	2,9	-6,3	13,8
Juin	—	—	—	—	—	—	—	—	64,4	6,0	-4,9	17,0	5,5	-4,8	18,0

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 consommation 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	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
	T2	9,7	6,8	9,0	12,2	18,5	65,6	57,6	56,5	52,3
2018	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	9,0	14,3	18,0	65,3	57,6	56,4	52,0
	Juin	9,9	6,9	9,1	12,5	21,1	67,6	58,6	55,7	53,2
	Juillet						66,9	58,2	55,7	52,7

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

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2012 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés <sup>1)</sup>	
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Économie marchande	Principalement économie non marchande		
% du total en 2012	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	2,0	0,7	1,6	1,6	1,5	
2016	105,8	1,5	1,5	1,6	1,4	1,6	1,4	
2017	107,5	1,6	1,7	1,2	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	1,6	1,4	1,8	1,0	1,5
	T4	114,0	1,4	1,5	0,8	1,6	0,9	1,5
2018	T1	102,5	2,0	1,8	2,6	2,4	1,1	1,8

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

## 4 Prix et coûts

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

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

	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Par activité économique										Arts, spectacles et autres activités de services
			Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufactu- rière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et resta- uration	Information et communi- cation	Activités financières et d'assu- rance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entre- prises et de soutien	Adminis-trac- tion publique, enseigne- ment, santé et action sociale		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Coûts unitaires de main-d'œuvre													
2015	104,8	0,5	-2,9	-1,4	0,7	0,8	0,8	0,7	2,7	1,6	1,4	1,7	
2016	105,6	0,8	2,0	-0,1	0,0	1,2	-0,2	1,5	3,6	0,6	1,3	1,0	
2017	106,4	0,8	0,0	-0,3	0,1	0,2	0,2	1,2	4,5	1,7	1,5	1,6	
2017 T2	106,2	0,7	0,9	-0,4	-0,5	-0,4	-0,2	1,4	5,4	2,0	1,5	1,8	
T3	106,3	0,4	-0,2	-1,5	-0,5	0,1	0,3	1,0	4,0	1,6	1,3	1,4	
T4	106,6	0,6	-0,9	-0,9	0,0	-0,1	0,6	0,2	4,4	1,5	1,6	1,4	
2018 T1	107,1	0,9	-0,6	-0,1	0,2	0,6	-0,2	0,8	3,5	2,1	1,3	1,3	
Rémunération par tête													
2015	108,2	1,5	1,2	2,1	1,3	1,5	2,7	0,9	2,4	1,7	1,2	1,8	
2016	109,5	1,2	0,5	1,3	1,6	1,3	0,3	2,4	2,1	0,6	1,3	1,8	
2017	111,2	1,6	0,9	1,5	1,4	1,6	1,6	1,1	3,9	2,3	1,6	1,4	
2017 T2	110,9	1,5	1,1	1,4	1,7	1,3	1,6	1,3	4,7	2,3	1,6	1,4	
T3	111,4	1,6	1,3	1,5	1,0	1,9	2,3	0,7	3,8	2,6	1,5	0,8	
T4	112,2	1,8	1,6	1,7	1,9	1,8	1,8	1,0	4,0	2,6	1,8	1,9	
2018 T1	112,7	2,0	2,0	1,7	1,9	2,0	2,5	1,6	2,8	2,4	1,8	2,4	
Productivité par personne employée													
2015	103,2	1,0	4,2	3,6	0,5	0,7	1,9	0,2	-0,3	0,1	-0,2	0,0	
2016	103,7	0,4	-1,5	1,4	1,5	0,2	0,5	0,9	-1,4	0,0	0,0	0,8	
2017	104,5	0,8	0,9	1,8	1,3	1,4	1,4	-0,1	-0,6	0,7	0,1	-0,2	
2017 T2	104,4	0,9	0,1	1,9	2,2	1,7	1,8	-0,2	-0,7	0,3	0,1	-0,4	
T3	104,8	1,1	1,5	3,0	1,5	1,8	1,9	-0,2	-0,2	1,0	0,2	-0,6	
T4	105,2	1,2	2,5	2,6	1,9	1,9	1,3	0,8	-0,5	1,1	0,1	0,5	
2018 T1	105,2	1,1	2,6	1,8	1,7	1,5	2,8	0,8	-0,7	0,3	0,4	1,1	
Rémunération par heure travaillée													
2015	110,0	1,4	1,4	1,7	0,7	1,6	1,7	0,9	1,7	1,4	1,3	1,6	
2016	111,3	1,1	0,1	1,2	1,6	1,1	0,6	1,7	2,0	0,3	1,5	1,6	
2017	113,2	1,7	0,9	1,5	1,3	1,8	1,6	1,4	3,7	2,3	1,8	1,8	
2017 T2	112,7	1,6	2,1	1,3	1,4	1,5	1,4	1,9	5,1	2,1	1,9	2,1	
T3	113,0	1,4	-0,1	1,1	0,4	1,7	1,9	0,7	3,7	2,3	1,7	1,0	
T4	113,8	1,5	0,8	1,0	1,1	1,6	1,7	1,1	2,6	2,3	1,7	2,1	
2018 T1	114,4	1,9	1,8	1,6	1,4	2,1	2,8	1,7	1,9	2,6	1,8	2,4	
Productivité horaire du travail													
2015	105,3	1,0	3,5	3,2	0,1	1,0	0,9	0,2	-0,7	0,1	-0,2	-0,4	
2016	105,7	0,4	-1,5	1,3	1,2	0,1	0,8	0,2	-1,7	-0,2	0,1	0,6	
2017	106,9	1,1	1,9	1,9	1,4	1,8	1,6	0,2	-0,7	0,9	0,3	0,4	
2017 T2	106,5	1,1	1,6	1,8	2,1	1,8	1,7	0,4	-0,6	0,4	0,3	0,4	
T3	106,8	1,1	1,8	2,7	1,4	1,7	1,9	-0,3	-0,1	0,9	0,3	-0,1	
T4	107,3	1,1	2,5	2,1	1,0	1,9	1,3	1,1	-1,5	1,0	0,1	1,1	
2018 T1	107,5	1,2	3,1	1,7	1,6	1,7	3,2	0,9	-1,4	0,6	0,5	1,6	

Sources: Eurostat et calculs de la BCE.

## 5 Monnaie et crédit

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

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

	M3														
	M2						M3-M2								
	M1		M2-M1				Pensions	Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans	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	6	7									
Encours															
2015	1 037,7	5 575,8	6 613,5	1 444,1	2 159,7	3 603,8	10 217,2	74,5	485,1	75,6	635,2	10 852,4			
2016	1 075,1	6 083,9	7 159,0	1 329,6	2 221,2	3 550,8	10 709,8	70,4	523,2	95,7	689,2	11 399,0			
2017	1 112,0	6 636,6	7 748,7	1 194,4	2 261,2	3 455,5	11 204,2	75,7	509,4	75,7	660,8	11 865,0			
2017	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	7 748,7	1 194,4	2 261,2	3 455,5	11 204,2	75,7	509,4	75,7	660,8	11 865,0		
2018	T1	1 113,4	6 736,4	7 849,8	1 171,5	2 265,9	3 437,4	11 287,2	71,6	505,7	74,6	652,0	11 939,1		
	T2 <sup>(p)</sup>	1 133,3	6 899,5	8 032,9	1 183,5	2 269,6	3 453,1	11 486,0	74,0	505,1	68,7	647,7	12 133,7		
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	7 828,8	1 178,4	2 265,4	3 443,8	11 272,6	72,8	502,5	63,0	638,3	11 910,8		
	Mars	1 113,4	6 736,4	7 849,8	1 171,5	2 265,9	3 437,4	11 287,2	71,6	505,7	74,6	652,0	11 939,1		
	Avril	1 122,2	6 752,5	7 874,6	1 158,8	2 269,8	3 428,6	11 303,2	77,4	510,6	76,2	664,2	11 967,4		
	Mai	1 128,3	6 849,6	7 977,9	1 163,2	2 265,3	3 428,4	11 406,4	71,3	504,4	65,1	640,8	12 047,2		
	Juin <sup>(p)</sup>	1 133,3	6 899,5	8 032,9	1 183,5	2 269,6	3 453,1	11 486,0	74,0	505,1	68,7	647,7	12 133,7		
Flux															
2015	66,5	566,9	633,3	-134,5	12,3	-122,2	511,2	-47,4	49,7	-27,2	-24,9	486,2			
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	36,5	588,3	624,7	-112,1	36,3	-75,8	548,9	6,7	-13,7	-19,1	-26,1	522,8			
2017	T3	9,4	157,0	166,4	-32,9	10,8	-22,1	144,3	-1,1	16,8	3,1	18,9	163,1		
	T4	7,2	109,0	116,2	-21,6	9,8	-11,7	104,5	9,4	-21,4	-5,9	-17,9	86,6		
2018	T1	1,4	103,8	105,2	-21,2	6,0	-15,2	90,0	-3,9	-3,6	-0,1	-7,5	82,5		
	T2 <sup>(p)</sup>	20,0	145,3	165,2	8,5	10,7	19,2	184,5	-0,9	-0,3	-7,8	-9,1	175,4		
2018	Janvier	2,4	49,0	51,4	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	-20,1	11,1	-2,1	-12,1	0,6	-13,6	-2,5		
	Mars	-2,2	24,8	22,7	-6,3	0,6	-5,7	17,0	-1,2	3,4	12,4	14,6	31,6		
	Avril	8,8	11,7	20,5	-13,4	4,9	-8,4	12,1	3,0	4,8	1,0	8,8	20,9		
	Mai	6,2	84,2	90,3	1,5	1,5	3,0	93,3	-6,6	-6,1	-12,0	-24,7	68,6		
	Juin <sup>(p)</sup>	5,0	49,4	54,4	20,3	4,3	24,7	79,0	2,7	0,9	3,2	6,8	85,9		
Taux de croissance															
2015	6,8	11,3	10,6	-8,5	0,6	-3,3	5,3	-38,9	11,4	-25,4	-3,8	4,7			
2016	3,6	9,7	8,8	-7,3	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	21,0	7,8	5,0			
2017	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,7	-3,8	4,6			
2017	T3	3,5	11,0	9,9	-10,4	1,4	-3,2	5,4	-13,2	5,6	-11,4	1,2	5,2		
	T4	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,7	-3,8	4,6		
2018	T1	2,4	8,4	7,5	-8,7	1,7	-2,1	4,4	-1,6	-4,8	-23,3	-7,0	3,7		
	T2 <sup>(p)</sup>	3,5	8,1	7,4	-5,4	1,7	-0,9	4,8	5,3	-1,6	-13,7	-2,4	4,4		
2018	Janvier	3,1	9,8	8,8	-8,1	1,7	-1,9	5,3	-1,6	-1,0	-31,9	-5,1	4,6		
	Février	2,8	9,4	8,4	-9,3	1,8	-2,3	4,9	7,7	-2,3	-32,4	-5,4	4,3		
	Mars	2,4	8,4	7,5	-8,7	1,7	-2,1	4,4	-1,6	-4,8	-23,3	-7,0	3,7		
	Avril	2,8	7,7	7,0	-8,4	1,8	-1,9	4,1	5,3	-1,7	-4,3	-1,2	3,8		
	Mai	3,2	8,3	7,5	-7,6	1,7	-1,7	4,6	-3,5	-2,9	-20,9	-5,1	4,0		
	Juin <sup>(p)</sup>	3,5	8,1	7,4	-5,4	1,7	-0,9	4,8	5,3	-1,6	-13,7	-2,4	4,4		

Source: BCE.

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

## 5 Monnaie et crédit

### 5.2 Dépôts dans M3<sup>1)</sup>

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

	Sociétés non financières <sup>2)</sup>					Ménages <sup>3)</sup>					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension <sup>2)</sup>	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques <sup>4)</sup>	
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Encours</b>														
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	2 244,3	1 788,0	287,1	159,8	9,5	6 301,7	3 697,5	561,5	2 042,0	0,6	1 009,7	202,2	409,9	
2017	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	2 244,3	1 788,0	287,1	159,8	9,5	6 301,7	3 697,5	561,5	2 042,0	0,6	1 009,7	202,2	409,9
2018	T1	2 256,9	1 818,7	273,5	157,2	7,6	6 375,2	3 780,8	542,8	2 050,0	1,5	990,7	209,5	413,1
	T2 <sup>(p)</sup>	2 297,1	1 854,9	278,8	156,5	6,9	6 461,4	3 868,9	535,9	2 055,5	1,0	1 023,8	220,6	423,6
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	1 818,7	273,5	157,2	7,6	6 375,2	3 780,8	542,8	2 050,0	1,5	990,7	209,5	413,1
	Avril	2 270,6	1 837,9	269,4	155,6	7,7	6 406,0	3 808,8	539,3	2 056,1	1,8	952,8	211,5	417,6
	Mai	2 295,9	1 863,2	269,9	156,2	6,7	6 432,5	3 842,7	536,6	2 051,9	1,3	985,0	217,8	418,1
	Juin <sup>(p)</sup>	2 297,1	1 854,9	278,8	156,5	6,9	6 461,4	3 868,9	535,9	2 055,5	1,0	1 023,8	220,6	423,6
<b>Flux</b>														
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	179,8	181,7	-3,0	-0,1	1,1	254,0	303,7	-81,9	33,4	-1,3	52,5	5,9	26,9	
2017	T3	34,8	41,7	-6,0	0,3	-1,1	65,9	75,1	-16,8	8,0	-0,3	12,2	4,8	16,1
	T4	24,7	17,8	1,2	1,5	4,2	47,6	65,2	-21,8	5,5	-1,3	41,0	2,2	-8,9
2018	T1	15,5	32,7	-12,7	-2,7	-1,9	75,7	83,8	-18,4	9,5	0,9	-17,0	7,6	3,0
	T2 <sup>(p)</sup>	33,0	32,0	2,5	-0,7	-0,7	83,7	79,8	-8,1	12,6	-0,5	25,9	10,8	10,2
2018	Janvier	43,5	38,3	6,1	-2,1	1,1	30,8	27,9	-5,0	6,9	1,0	-19,6	1,5	2,8
	Février	-19,3	-12,4	-5,5	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	21,0	-5,8	1,2	-0,3	9,0	2,1	-0,6
	Avril	11,7	17,8	-4,6	-1,6	0,1	30,0	26,5	-3,9	7,1	0,3	-41,6	1,8	4,5
	Mai	20,6	22,8	-1,7	0,6	-1,0	25,0	27,1	-3,5	1,8	-0,5	28,8	6,0	0,3
	Juin <sup>(p)</sup>	0,7	-8,6	8,8	0,3	0,2	28,8	26,2	-0,7	3,6	-0,3	38,8	2,9	5,4
<b>Taux de croissance</b>														
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	8,7	11,3	-1,0	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,5	3,0	7,0	
2017	T3	8,1	12,2	-7,4	-1,8	-42,3	4,6	9,9	-12,5	1,6	-25,3	5,7	-2,0	8,9
	T4	8,7	11,3	-1,0	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,5	3,0	7,0
2018	T1	5,3	8,0	-7,5	-0,1	17,9	4,0	8,3	-12,5	1,6	-42,2	5,2	10,4	5,3
	T2 <sup>(p)</sup>	4,9	7,2	-5,2	-1,0	6,8	4,4	8,5	-10,9	1,8	-54,1	6,4	12,9	5,1
2018	Janvier	8,5	10,8	-0,6	-0,4	48,4	4,1	8,6	-12,5	1,7	-37,1	7,3	4,9	5,4
	Février	6,7	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	-7,5	-0,1	17,9	4,0	8,3	-12,5	1,6	-42,2	5,2	10,4	5,3
	Avril	5,6	8,4	-7,6	-0,5	13,4	4,1	8,3	-12,0	1,8	-40,6	1,4	7,2	5,0
	Mai	5,8	8,7	-8,2	-0,9	7,1	4,2	8,4	-11,7	1,7	-48,3	3,5	11,6	4,5
	Juin <sup>(p)</sup>	4,9	7,2	-5,2	-1,0	6,8	4,4	8,5	-10,9	1,8	-54,1	6,4	12,9	5,1

Source: BCE.

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

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

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

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

## 5 Monnaie et crédit

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

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

	Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro									Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires				
	Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts						Titres de créance						
					Total	Prêts corrigés <sup>2)</sup>	Aux sociétés non financières <sup>3)</sup>	Aux ménages <sup>4)</sup>	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension <sup>3)</sup>	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension							
Encours																	
2015	3 901,4	1 113,6	2 785,4	12 599,6	10 509,4	10 804,8	4 285,9	5 310,8	789,0	123,8	1 307,8	782,4					
2016	4 393,7	1 083,4	3 297,1	12 877,3	10 707,9	10 978,8	4 310,2	5 448,9	836,1	112,7	1 385,4	784,0					
2017	4 631,1	1 032,5	3 584,7	13 113,3	10 871,6	11 168,6	4 325,3	5 598,2	839,3	108,8	1 440,1	801,5					
2017	T3	4 548,3	1 050,5	3 483,6	13 048,9	10 816,0	11 103,5	4 302,2	5 556,2	845,6	111,9	1 439,0	794,0				
	T4	4 631,1	1 032,5	3 584,7	13 113,3	10 871,6	11 168,6	4 325,3	5 598,2	839,3	108,8	1 440,1	801,5				
2018	T1	4 600,8	1 021,1	3 565,9	13 196,8	10 946,6	11 235,7	4 346,4	5 632,0	856,2	112,0	1 466,3	783,8				
	T2 <sup>(p)</sup>	4 598,6	1 017,8	3 566,6	13 276,3	10 993,4	11 329,5	4 354,3	5 658,1	860,8	120,3	1 495,6	787,3				
2018	Janvier	4 597,4	1 031,1	3 552,1	13 187,5	10 933,2	11 230,5	4 352,4	5 604,8	863,5	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	4 349,2	5 615,1	858,5	113,8	1 459,5	792,7				
	Mars	4 600,8	1 021,1	3 565,9	13 196,8	10 946,6	11 235,7	4 346,4	5 632,0	856,2	112,0	1 466,3	783,8				
	Avril	4 593,8	1 021,0	3 558,9	13 252,0	10 963,9	11 257,4	4 358,5	5 644,5	843,1	117,9	1 484,3	803,7				
	Mai	4 576,6	1 023,3	3 539,0	13 299,9	11 008,1	11 302,0	4 384,0	5 649,2	854,4	120,6	1 490,5	801,3				
	Juin <sup>(p)</sup>	4 598,6	1 017,8	3 566,6	13 276,3	10 993,4	11 329,5	4 354,3	5 658,1	860,8	120,3	1 495,6	787,3				
Flux																	
2015	295,0	-21,3	316,0	83,8	56,7	76,4	-16,6	101,2	-22,2	-5,7	25,6	1,5					
2016	488,3	-34,6	522,8	316,9	234,0	258,0	82,4	119,7	43,0	-11,1	78,8	4,1					
2017	289,4	-43,1	331,8	361,2	272,2	315,3	84,0	173,0	18,7	-3,6	64,1	24,9					
2017	T3	88,6	-10,8	99,5	74,2	75,9	86,8	21,4	40,6	14,5	-0,7	2,3	-3,9				
	T4	89,7	-16,0	105,6	87,8	75,1	92,2	35,3	48,2	-5,4	-3,0	5,9	6,9				
2018	T1	-39,6	-10,6	-28,9	115,6	102,4	97,2	39,5	39,3	20,4	3,3	28,7	-15,5				
	T2 <sup>(p)</sup>	34,7	-3,8	38,1	85,2	52,7	104,3	13,4	33,2	-2,1	8,1	29,7	2,8				
2018	Janvier	-29,9	-0,7	-29,4	83,8	70,8	69,1	32,3	7,8	27,0	3,7	14,7	-1,7				
	Février	2,5	-7,7	10,1	2,1	0,9	-3,4	-5,0	10,4	-5,8	1,3	6,5	-5,3				
	Mars	-12,2	-2,2	-9,5	29,7	30,7	31,5	12,1	21,1	-0,9	-1,7	7,4	-8,4				
	Avril	-5,2	-0,1	-5,1	45,0	12,5	16,4	11,8	12,0	-17,1	5,8	17,8	14,6				
	Mai	26,2	1,8	24,0	55,0	47,2	50,7	26,4	9,9	8,4	2,5	6,2	1,6				
	Juin <sup>(p)</sup>	13,7	-5,5	19,2	-14,7	-7,1	37,2	-24,8	11,4	6,6	-0,3	5,7	-13,4				
Taux de croissance																	
2015	8,2	-1,9	12,8	0,7	0,5	0,7	-0,4	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	5,5	-8,9	6,0	0,5					
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,3	-3,2	4,6	3,2					
2017	T3	8,3	-4,0	12,7	2,8	2,4	2,7	1,5	3,0	3,5	2,0	5,6	2,6				
	T4	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,3	-3,2	4,6	3,2				
2018	T1	3,9	-4,0	6,4	2,6	2,6	3,0	2,3	3,0	2,2	-0,4	4,0	-0,1				
	T2 <sup>(p)</sup>	3,9	-3,9	6,3	2,8	2,9	3,5	2,6	2,9	3,3	6,8	4,7	-1,2				
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	2,1	2,9	4,4	2,0	5,0	1,1				
	Mars	3,9	-4,0	6,4	2,6	2,6	3,0	2,3	3,0	2,2	-0,4	4,0	-0,1				
	Avril	3,2	-4,1	5,5	2,9	2,7	3,0	2,4	3,0	2,7	3,7	5,2	1,9				
	Mai	3,4	-3,6	5,6	3,1	3,0	3,3	2,8	3,0	3,8	8,1	4,6	2,0				
	Juin <sup>(p)</sup>	3,9	-3,9	6,3	2,8	2,9	3,5	2,6	2,9	3,3	6,8	4,7	-1,2				

Source : BCE.

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

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

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

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

## 5 Monnaie et crédit

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

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

	Sociétés non financières <sup>2)</sup>				Ménages <sup>3)</sup>						
	Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consommation	Autres prêts		
	Prêts corrigés <sup>4)</sup>					Prêts corrigés <sup>4)</sup>					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Encours											
2015	4 285,9	4 268,5	1 041,5	760,8	2 483,6	5 310,8	5 643,8	595,9	3 949,4	765,5	
2016	4 310,2	4 309,8	1 001,1	796,8	2 512,3	5 448,9	5 728,8	615,8	4 083,2	749,9	
2017	4 325,3	4 364,9	977,2	820,4	2 527,7	5 598,2	5 865,9	653,4	4 214,3	730,4	
2017	T3	4 302,2	4 323,5	977,5	811,7	2 513,0	5 556,2	5 830,5	644,9	4 178,9	732,5
	T4	4 325,3	4 364,9	977,2	820,4	2 527,7	5 598,2	5 865,9	653,4	4 214,3	730,4
2018	T1	4 346,4	4 383,6	1 002,1	820,1	2 524,2	5 632,0	5 905,4	663,1	4 242,0	726,8
	T2 <sup>(p)</sup>	4 354,3	4 422,0	985,2	827,2	2 542,0	5 658,1	5 938,6	669,2	4 273,9	715,0
2018	Janvier	4 352,4	4 387,3	996,6	826,3	2 529,5	5 604,8	5 880,8	659,4	4 215,7	729,7
	Février	4 349,2	4 382,1	988,9	824,9	2 535,5	5 615,1	5 892,2	662,3	4 223,8	728,9
	Mars	4 346,4	4 383,6	1 002,1	820,1	2 524,2	5 632,0	5 905,4	663,1	4 242,0	726,8
	Avril	4 358,5	4 395,1	1 005,1	818,3	2 535,1	5 644,5	5 919,0	667,6	4 250,6	726,4
	Mai	4 384,0	4 416,9	1 011,8	823,7	2 548,5	5 649,2	5 926,3	669,3	4 257,0	722,9
	Juin <sup>(p)</sup>	4 354,3	4 422,0	985,2	827,2	2 542,0	5 658,1	5 938,6	669,2	4 273,9	715,0
Flux											
2015	-16,6	20,7	-62,4	31,8	14,0	101,2	79,3	22,7	80,2	-1,8	
2016	82,4	99,6	-16,8	44,3	55,0	119,7	113,7	23,5	105,4	-9,3	
2017	84,0	134,0	2,4	37,1	44,6	173,0	165,9	44,1	134,1	-5,2	
2017	T3	21,4	33,3	-5,9	16,9	10,4	40,6	36,0	10,9	33,3	-3,6
	T4	35,3	57,7	4,1	11,0	20,1	48,2	45,8	11,7	36,7	-0,2
2018	T1	39,5	38,5	29,9	4,4	5,2	39,3	46,0	11,7	27,2	0,4
	T2 <sup>(p)</sup>	13,4	46,2	-17,0	10,6	19,9	33,2	41,3	10,1	30,7	-7,6
2018	Janvier	32,3	25,5	21,9	7,3	3,1	7,8	16,2	6,0	1,8	0,0
	Février	-5,0	-4,1	-9,1	-1,6	5,7	10,4	12,3	3,1	7,5	-0,2
	Mars	12,1	17,1	17,1	-1,3	-3,6	21,1	17,5	2,5	17,9	0,6
	Avril	11,8	11,3	2,9	-1,9	10,9	12,0	13,2	4,4	8,4	-0,9
	Mai	26,4	25,0	5,0	8,3	13,1	9,9	13,1	5,2	5,5	-0,8
	Juin <sup>(p)</sup>	-24,8	9,9	-25,0	4,3	-4,1	11,4	15,1	0,5	16,8	-5,9
Taux de croissance											
2015	-0,4	0,5	-5,6	4,4	0,6	1,9	1,4	4,0	2,1	-0,2	
2016	1,9	2,3	-1,7	5,8	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,2	
2017	2,0	3,1	0,2	4,7	1,8	3,2	2,9	7,2	3,3	-0,7	
2017	T3	1,5	2,5	-1,2	4,3	1,7	3,0	2,7	6,9	3,2	-1,1
	T4	2,0	3,1	0,2	4,7	1,8	3,2	2,9	7,2	3,3	-0,7
2018	T1	2,3	3,3	2,6	4,4	1,4	3,0	2,9	7,2	3,0	-0,5
	T2 <sup>(p)</sup>	2,6	4,1	1,1	5,4	2,2	2,9	2,9	7,0	3,1	-1,5
2018	Janvier	2,3	3,5	1,2	5,4	1,8	3,1	2,9	7,4	3,1	-0,8
	Février	2,1	3,2	0,5	5,2	1,7	2,9	2,9	7,5	2,9	-0,7
	Mars	2,3	3,3	2,6	4,4	1,4	3,0	2,9	7,2	3,0	-0,5
	Avril	2,4	3,3	3,3	3,7	1,6	3,0	2,9	7,4	2,9	-0,5
	Mai	2,8	3,7	3,4	4,6	2,0	3,0	2,9	7,2	3,1	-0,7
	Juin <sup>(p)</sup>	2,6	4,1	1,1	5,4	2,2	2,9	2,9	7,0	3,1	-1,5

Source : BCE.

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

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

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

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

## 5 Monnaie et crédit

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

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

Dépôts de l'administration centrale <sup>2)</sup>	Passif des IFM						Actif des IFM			
	Total	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro				Position extérieure nette	Autre			
		Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total	Mises en pension auprès de contreparties centrales <sup>3)</sup>	Prises en pension de contreparties centrales <sup>3)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2015	284,7	6 999,2	2 119,4	80,0	2 255,8	2 543,9	1 350,6	284,7	205,9	135,6
2016	314,2	6 956,8	2 090,9	70,9	2 146,7	2 648,4	1 136,9	262,2	205,9	121,6
2017	356,2	6 768,8	1 968,9	59,7	2 016,1	2 724,2	934,7	311,0	143,8	93,4
2017	T3	365,3	6 730,6	2 007,3	61,5	2 015,9	2 645,8	1 022,3	262,2	140,6
	T4	356,2	6 768,8	1 968,9	59,7	2 016,1	2 724,2	934,7	311,0	143,8
2018	T1	339,6	6 748,5	1 952,4	59,4	2 020,1	2 716,5	911,1	318,5	136,2
	T2 <sup>(p)</sup>	318,2	6 697,8	1 947,8	58,5	2 020,1	2 671,4	853,9	420,7	174,3
2018	Janvier	316,2	6 754,8	1 960,1	60,5	2 022,5	2 711,7	821,6	370,7	132,9
	Février	346,9	6 741,3	1 958,4	59,8	2 016,1	2 707,0	841,1	370,3	124,3
	Mars	339,6	6 748,5	1 952,4	59,4	2 020,1	2 716,5	911,1	318,5	136,2
	Avril	349,7	6 767,0	1 956,1	59,3	2 019,2	2 732,5	881,0	357,3	147,1
	Mai	329,3	6 750,1	1 951,0	58,9	2 029,8	2 710,5	859,1	391,1	177,5
	Juin <sup>(p)</sup>	318,2	6 697,8	1 947,8	58,5	2 020,1	2 671,4	853,9	420,7	174,3
Flux										
2015	8,9	-216,5	-106,3	-13,5	-210,9	114,2	-87,5	-12,7	21,4	-4,0
2016	26,7	-113,8	-69,6	-9,1	-110,4	75,3	-276,1	-76,6	12,8	-12,0
2017	45,8	-85,6	-84,6	-8,7	-72,2	79,8	-97,8	-69,8	-60,9	-27,6
2017	T3	65,0	-24,5	-25,4	-2,9	-31,0	34,8	24,7	16,1	-13,6
	T4	-9,1	-35,6	-17,7	-1,8	-10,7	-5,4	-75,6	-60,1	3,2
2018	T1	-16,5	11,4	-16,1	-1,3	12,5	16,3	61,6	-60,3	-7,6
	T2 <sup>(p)</sup>	-21,4	-45,6	-7,7	-1,0	-25,7	-11,3	-75,8	64,2	16,4
2018	Janvier	-39,8	15,4	-6,8	-0,6	20,1	2,7	-27,6	2,6	-10,8
	Février	30,6	-23,3	-3,7	-0,4	-16,3	-3,0	10,2	-9,9	-8,6
	Mars	-7,3	19,3	-5,5	-0,4	8,6	16,5	79,0	-52,9	11,9
	Avril	10,1	6,0	2,9	-0,2	-9,9	13,1	-37,4	34,6	-10,8
	Mai	-20,4	-37,9	-7,4	-0,4	-6,1	-24,0	-51,6	-19,2	30,3
	Juin <sup>(p)</sup>	-11,1	-13,7	-3,2	-0,4	-9,7	-0,4	13,3	48,8	-3,2
Taux de croissance										
2015	3,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,6	4,6	-	-	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	-3,4	3,0	-	-	-29,7	-22,7
2017	T3	22,1	-0,9	-4,1	-12,5	-3,5	4,2	-	-	-31,2
	T4	14,4	-1,3	-4,1	-12,4	-3,4	3,0	-	-	-29,7
2018	T1	11,8	-0,9	-4,1	-12,5	-1,6	2,4	-	-	-25,6
	T2 <sup>(p)</sup>	5,7	-1,4	-3,3	-10,8	-2,7	1,3	-	-	-3,6
2018	Janvier	5,1	-0,9	-4,0	-12,4	-2,3	3,1	-	-	-24,6
	Février	16,9	-1,3	-3,7	-12,6	-2,7	2,0	-	-	-27,4
	Mars	11,8	-0,9	-4,1	-12,5	-1,6	2,4	-	-	-25,6
	Avril	7,3	-0,7	-3,6	-12,8	-1,7	2,7	-	-	-28,5
	Mai	5,9	-1,3	-3,6	-10,3	-2,4	1,5	-	-	-6,8
	Juin <sup>(p)</sup>	5,7	-1,4	-3,3	-10,8	-2,7	1,3	-	-	-11,5

Source: BCE.

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

2) Recouvert 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	
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 T2	-1,2	.	.	.	.	0,9
T3	-1,0	.	.	.	.	1,0
T4	-0,9	.	.	.	.	1,1
2018 T1	-0,7	.	.	.	.	1,2

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

### 6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Recettes						Dépenses						Dépenses en capital	
	Total	Recettes courantes			Recettes en capital	Total	Dépenses courantes				Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Prestations sociales
		Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales nettes			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 T2	46,3	45,8	12,7	13,0	15,3	0,5	47,5	43,8	9,9	5,2	2,1	22,7	3,7	
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	12,8	13,0	15,3	0,4	47,1	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,7	
2018 T1	46,2	45,8	12,9	13,0	15,2	0,4	46,9	43,2	9,8	5,1	1,9	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			Détendeur		Durée initiale		Durée résiduelle			Devises	
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents	Créanciers non-résidents	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises
					5	6	7	8	9	10	11	12	13
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	14
2014	91,9	2,7	17,1	72,0	44,0	25,6	47,9	10,0	81,9	18,8	31,9	41,2	89,8
2015	89,9	2,8	16,2	71,0	44,1	27,1	45,8	9,3	80,6	17,6	31,2	41,1	87,9
2016	89,0	2,7	15,5	70,8	46,1	30,4	42,9	9,0	80,0	17,2	29,9	41,9	87,0
2017	86,7	2,6	14,3	69,8	46,7	31,8	40,1	8,3	78,5	16,0	28,8	41,9	84,9
2017 T2	89,1	2,7	14,9	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	88,1	2,8	14,7	70,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	86,7	2,6	14,4	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 T1	86,8	2,6	14,1	70,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Évolutions budgétaires

### 6.4 Variation annuelle du ratio dette/PIB et facteurs sous-jacents<sup>1)</sup>

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Variation du ratio dette/PIB <sup>2)</sup>	Déficit (+) /excédent (-) primaire	Ajustement dette-déficit								Écart croissance/taux d'intérêt	Pour mémoire : besoin de financement		
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers					Autres					
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement	Effets de valorisation et autres variations en volume					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2014	0,3	-0,1	-0,2	-0,5	0,2	-0,5	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,6	2,2		
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,3	-0,8	1,3		
2016	-1,0	-0,6	-0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	1,6		
2017	-2,3	-1,1	-0,1	0,4	0,4	0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,5	-1,0	0,8		
2017 T2	-1,7	-0,9	-0,6	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,0	-0,3	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	-0,2	0,4	0,4	0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,5	-1,0	0,8		
2018 T1	-2,5	-1,2	-0,1	0,5	0,5	0,0	-0,1	0,2	-0,1	-0,5	-1,2	0,7		

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

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

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

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

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

	Service de la dette dû dans l'année <sup>2)</sup>					Durée résiduelle moyenne en années <sup>3)</sup>	Rendements nominaux moyens <sup>4)</sup>						
	Total	Principal		Intérêts	Échéances ≤ 3 mois		Encours					Opérations	
		Total	Échéances ≤ 3 mois				Total	Taux variable	Coupon zéro	Taux fixe		Émissions	
		1	2				7	8	9	Durées ≤ 1 an	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
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	2,5	0,4	1,1
Mai	12,9	11,3	3,7	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,0
Juin	12,8	11,2	3,6	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9

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 T2	-1,6	1,0	-0,7	-0,5	1,1	-3,6	-3,1	-2,5	0,8	
T3	-1,3	1,3	-0,7	-0,6	1,1	-3,2	-2,9	-2,4	1,8	
T4	-1,0	1,2	-0,3	-0,4	0,8	-3,1	-2,6	-2,3	1,8	
2018 T1	-1,0	1,4	-0,6	-0,4	1,1	-3,0	-2,6	-2,2	2,4	
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 T2	106,3	66,1	8,9	75,5	176,1	99,5	99,3	134,9	105,6	
T3	107,2	65,2	8,9	72,9	177,4	98,5	98,3	134,2	102,5	
T4	103,4	64,1	9,0	68,4	178,6	98,3	96,8	131,8	97,5	
2018 T1	106,3	62,9	8,7	69,3	180,4	98,8	97,7	133,4	94,7	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
	Lettonie	Lituanie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Autriche	Portugal	Slovénie	Slovaquie	Finlande
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Dette 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 T2	0,3	0,7	1,1	2,1	0,8	-1,2	-3,5	-1,0	-1,6	-1,0
T3	0,1	0,9	1,4	3,3	1,0	-0,9	-2,4	-0,5	-1,6	-1,2
T4	-0,5	0,5	1,5	3,9	1,2	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,6
2018 T1	0,2	0,4	1,4	3,3	1,6	-0,5	-0,7	0,4	-1,0	-0,4
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 T2	39,9	41,7	23,4	55,0	58,9	81,4	131,7	79,8	51,7	61,8
T3	38,2	39,4	23,4	53,4	57,2	80,2	130,5	78,5	51,3	60,6
T4	40,1	39,7	23,0	50,7	57,1	78,3	125,7	73,6	50,9	61,3
2018 T1	35,8	36,3	22,2	50,4	55,2	77,2	126,4	75,1	50,8	59,8

Source: Eurostat.

© Banque centrale européenne, 2018

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne

Téléphone +49 69 1344 0

Site internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 25 juillet 2018.

ISSN 2363-3425 (PDF)

Numéro de catalogue UE QB-BP-18-005-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général