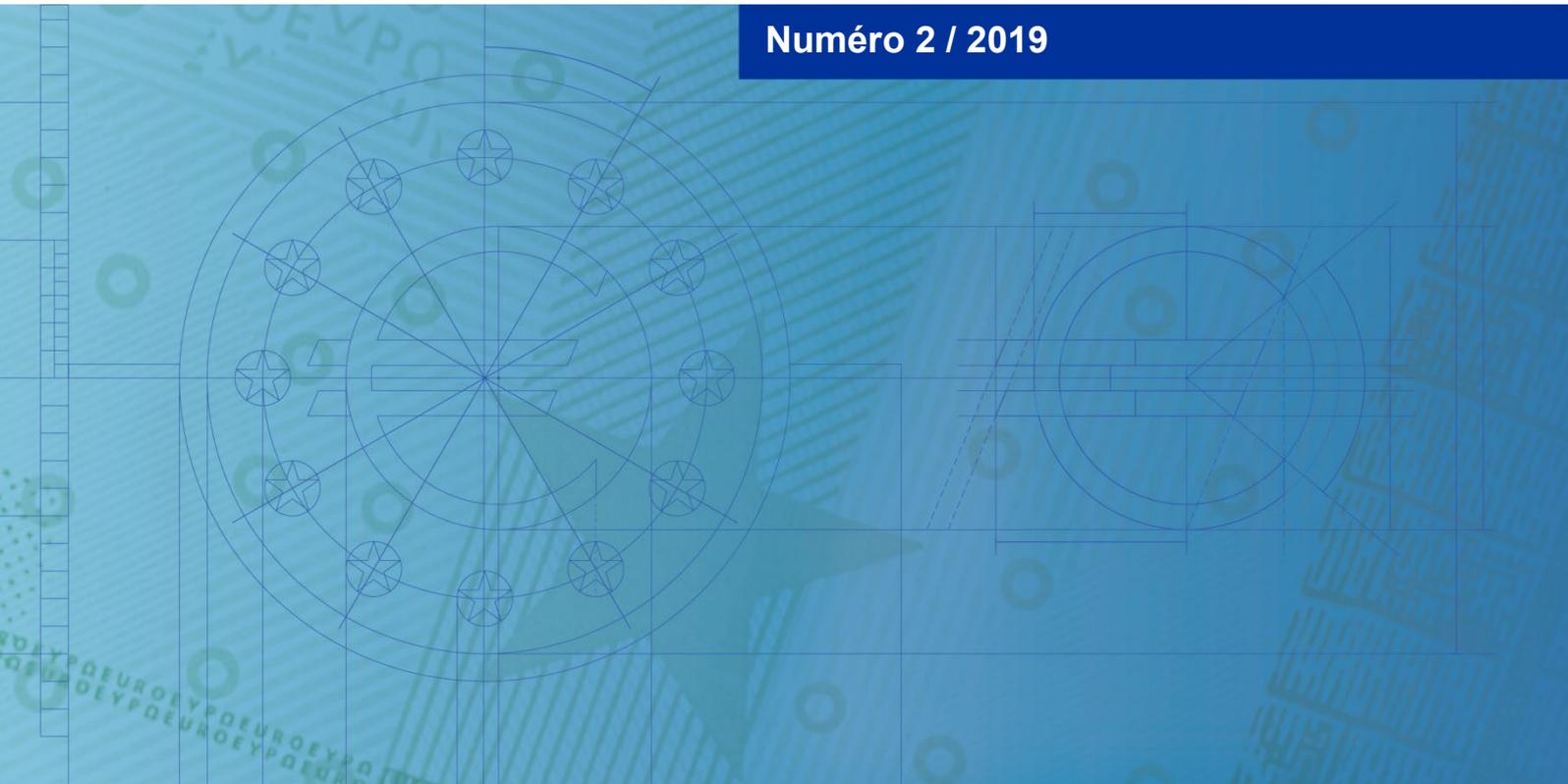




**BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE**  
EUROSYSTEME

# Bulletin économique

**Numéro 2 / 2019**



# Sommaire

<b>Évolutions économiques et monétaires</b>	<b>2</b>
Vue d'ensemble	2
1 Environnement extérieur	6
2 Évolutions financières	13
3 Activité économique	19
4 Prix et coûts	25
5 Monnaie et crédit	32
6 Évolutions budgétaires	40
<b>Encadrés</b>	<b>43</b>
1 Caractériser l'expansion actuellement observée dans les économies avancées hors zone euro : où allons-nous ?	43
2 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 31 octobre 2018 au 29 janvier 2019	48
3 Croissance de l'emploi et PIB dans la zone euro	54
4 Nouvelles caractéristiques de l'indice des prix à la consommation harmonisé : groupes analytiques, données scannées et <i>web-scraping</i>	57
5 Nouvelle méthode relative à l'indice des prix des voyages organisés en Allemagne et son incidence sur les taux de l'inflation mesurée par l'IPCH	61
6 Le différentiel entre les taux d'intérêt et de croissance et la dynamique de la dette publique	65
7 Évaluation par la Commission européenne des déséquilibres macroéconomiques et des progrès en matière de réformes en 2019	70
<b>Article</b>	<b>75</b>
1 Bilan du programme d'achats d'actifs de l'Eurosystème après l'arrêt des achats nets d'actifs	75
<b>Statistiques</b>	<b>S1</b>

# Évolutions économiques et monétaires

## Vue d'ensemble

**Au terme d'une évaluation approfondie des perspectives économiques et d'inflation, le Conseil des gouverneurs a pris une série de mesures de politique monétaire lors de sa réunion de politique monétaire du 7 mars.** La détérioration des données économiques suggère un net ralentissement du rythme de l'expansion économique qui se poursuivra dans l'année en cours, même si des signes indiquent que certains des facteurs domestiques spécifiques freinant la croissance commencent à s'estomper. La persistance des incertitudes liées aux facteurs géopolitiques, de la menace protectionniste et des vulnérabilités sur les marchés émergents semble exercer une influence sur le climat économique. De plus, l'inflation sous-jacente continue d'être modérée. L'essoufflement de la dynamique économique ralentit l'ajustement de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs. Dans le même temps, les conditions de financement avantageuses, la dynamique favorable des marchés du travail et l'accélération de la hausse des salaires continuent de soutenir l'expansion de la zone euro et le raffermissement progressif des tensions inflationnistes. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé d'ajuster sa *forward guidance* sur les taux d'intérêt directeurs de la BCE pour indiquer qu'il prévoit qu'ils « resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à la fin de 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 », et de réaffirmer ses indications sur les réinvestissements. De plus, le Conseil des gouverneurs a décidé de lancer une nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations – TLTRO-III*) et de continuer à effectuer toutes les opérations de prêt sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, au moins jusqu'à la fin de la période de constitution de réserves qui commencera en mars 2021. Ces décisions visent à garantir que l'inflation continue de suivre une trajectoire durable vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

## Évaluation économique et monétaire au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs du 7 mars 2019

**Le rythme de la croissance mondiale a continué de se modérer fin 2018. La croissance mondiale devrait se ralentir en 2019, mais se stabiliser à moyen terme.** Le ralentissement a été plus prononcé dans le secteur manufacturier, avec pour résultat une nette décélération du commerce mondial. Les incertitudes accrues au niveau mondial liées aux conflits commerciaux, les tensions financières dans les économies de marché émergentes l'été dernier et les signes d'essoufflement de la croissance en Chine ont contribué au ralentissement de la croissance mondiale et des échanges commerciaux. Même si ces facteurs défavorables devraient continuer de peser sur l'économie mondiale cette année, les mesures de politique économique

prises récemment devraient apporter un soutien. Le commerce mondial devrait se ralentir plus fortement cette année et augmenter en phase avec l'activité à moyen terme. Les tensions inflationnistes mondiales devraient demeurer contenues, tandis que les risques à la baisse pesant sur l'activité mondiale se sont accumulés.

**Les taux sans risque à long terme ont baissé depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre 2018, dans le contexte d'une détérioration des perspectives macroéconomiques et de perception d'un ralentissement du rythme du resserrement monétaire aux États-Unis.**

Les prix des actifs risqués de la zone euro comme les actions et les obligations d'entreprises se sont redressés sur fond d'amélioration du sentiment à l'égard du risque, alimenté en partie par un plus fort degré d'optimisme concernant les négociations commerciales internationales. Sur les marchés des changes, l'euro s'est globalement affaibli en termes pondérés des échanges commerciaux.

**La croissance du PIB en volume de la zone euro est restée modérée au quatrième trimestre 2018, s'établissant à 0,2 % en rythme trimestriel.**

Les informations devenues disponibles vont dans le sens d'une poursuite de la croissance à un rythme modéré à court terme. Les données publiées sont restées défavorables, en particulier dans le secteur manufacturier, reflétant le ralentissement de la demande extérieure accentué par des facteurs spécifiques à certains pays et secteurs. L'effet de ces facteurs s'avère être un peu plus durable, ce qui semble indiquer que les perspectives de croissance à court terme seront plus faibles qu'anticipé précédemment. Dans la période à venir, l'incidence de ces facteurs défavorables devrait s'estomper. L'expansion de la zone euro restera soutenue par les conditions de financement favorables, de nouvelles créations d'emplois et la hausse des salaires ainsi que la poursuite, à un rythme un peu plus faible cependant, de la croissance de l'activité mondiale.

**Cette évaluation se reflète largement dans les projections macroéconomiques de mars 2019 établies par les services de la BCE pour la zone euro.**

Ces projections tablent sur une croissance du PIB annuel en volume de 1,1 % en 2019, 1,6 % en 2020 et 1,5 % en 2021. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2018 réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées à la baisse, sensiblement pour 2019 et légèrement pour 2020. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro restent orientés à la baisse en raison de la persistance des incertitudes liées aux facteurs géopolitiques, de la menace protectionniste et des vulnérabilités sur les marchés émergents.

**Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro a atteint 1,5 % en février 2019, après 1,4 % en janvier.**

Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait se maintenir autour des niveaux observés actuellement avant de ralentir vers la fin de l'année. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées globalement modérées, mais les tensions sur les coûts de main-d'œuvre se sont accentuées et généralisées dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et de tensions sur les marchés du travail. L'inflation sous-jacente devrait s'accélérer progressivement à

moyen terme, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE, la croissance économique en cours et le renforcement de la hausse des salaires.

**Ce scénario ressort également, globalement, des projections macroéconomiques de mars 2019 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui font ressortir une hausse de l'IPCH de 1,2 % en 2019, de 1,5 % en 2020 et de 1,6 % en 2021.** Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2018 réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives de hausse de l'IPCH ont été révisées à la baisse sur l'horizon de projection, traduisant notamment les perspectives plus modérées de la croissance à court terme. La hausse annuelle de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'établir à 1,2 % en 2019, 1,4 % en 2020 et 1,6 % en 2021.

**La croissance de la monnaie et la dynamique du crédit se sont ralenties en janvier 2019, mais les conditions de financement et du crédit bancaire sont restées favorables.** La croissance de la monnaie au sens large (M3) s'est ralentie, s'établissant à 3,8 % en janvier 2019, après 4,1 % en décembre 2018. La croissance de M3 reste soutenue par la création de crédit bancaire, en dépit d'un récent tassement de la dynamique du crédit. Le rythme annuel de variation des prêts aux sociétés non financières a diminué, s'établissant à 3,3 % en janvier 2019, contre 3,9 % en décembre 2018, reflétant un effet de base mais aussi, dans certains pays, la réaction décalée caractéristique du ralentissement de l'activité économique, tandis que le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est resté stable, à 3,2 %. Les conditions d'emprunt demeurent favorables pour les entreprises et les ménages, les mesures de politique monétaire en place depuis juin 2014 continuant de soutenir l'accès au financement, en particulier pour les petites et moyennes entreprises. Les décisions du Conseil des gouverneurs, notamment la nouvelle série de TLTRO, contribueront au maintien de conditions du crédit bancaire favorables au cours de la période à venir.

**L'orientation budgétaire au niveau agrégé pour la zone euro est considérée comme ayant été globalement neutre en 2018, mais devrait être légèrement expansionniste à partir de 2019.** Cette évolution résulte principalement d'un assouplissement de l'orientation budgétaire dans un environnement macroéconomique moins favorable.

## Décisions de politique monétaire

**Au terme de l'examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a pris les décisions suivantes :**

- Premièrement, les taux directeurs de la BCE ont été laissés inchangés. Le Conseil des gouverneurs prévoit désormais que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à la fin de 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.

- Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme* – APP) pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.
- Troisièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé de mener, entre septembre 2019 et mars 2021, une nouvelle série d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations* – TLTRO-III), chacune d'une échéance de deux ans. Ces nouvelles opérations contribueront à préserver des conditions de prêts bancaires favorables et une transmission harmonieuse de la politique monétaire. Dans le cadre des TLTRO-III, les contreparties pourront emprunter jusqu'à 30 % du stock de prêts éligibles au 28 février 2019 à un taux indexé sur le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement pour toute la durée de chaque opération. Comme le programme TLTRO-II en cours, les TLTRO-III comprendront des incitations visant à conserver des conditions de crédit favorables. De plus amples informations sur les conditions précises des TLTRO-III seront communiquées prochainement.
- Quatrièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé d'effectuer les opérations de prêt de l'Eurosystème sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la période de constitution de réserves qui commencera en mars 2021.

Le Conseil des gouverneurs a pris ces décisions afin de garantir que l'inflation continue de suivre une trajectoire durable vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Les décisions permettront de consolider le renforcement des tensions domestiques sur les prix et de l'inflation totale à moyen terme. En tout état de cause, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments de façon adéquate pour assurer le rapprochement durable de l'inflation de son objectif.

## 1 Environnement extérieur

*Le rythme de la croissance mondiale a continué de se modérer fin 2018, et les enquêtes indiquent qu'il s'est encore affaibli début 2019. Le ralentissement a été plus prononcé dans le secteur manufacturier, avec pour résultat une nette décélération du commerce mondial. Les incertitudes accrues au niveau mondial liées au conflit commercial entre les États-Unis et la Chine, les tensions financières observées dans les économies de marché émergentes l'été dernier et, plus récemment, les signes d'essoufflement de la croissance en Chine ont contribué conjointement au ralentissement de la croissance et des échanges commerciaux à l'échelle mondiale. Même si ces facteurs défavorables devraient continuer de peser sur l'économie mondiale cette année, cette dernière devrait être soutenue par les mesures de politique économique prises récemment. Par conséquent, la croissance mondiale devrait se ralentir en 2019, mais se stabiliser à moyen terme. Le commerce mondial devrait décélérer plus fortement cette année et, à moyen terme, augmenter en phase avec l'activité. Les tensions inflationnistes mondiales devraient demeurer contenues, tandis que les risques à la baisse pesant sur l'activité mondiale se sont accumulés.*

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

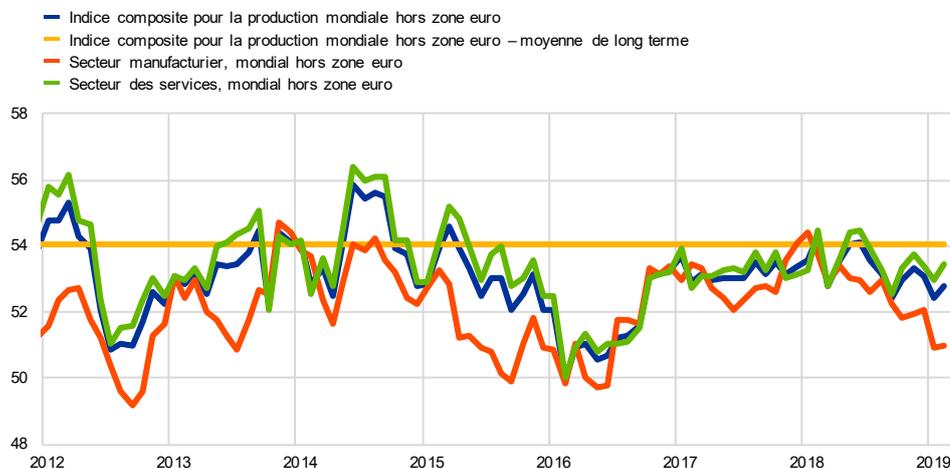
**Le rythme de la croissance mondiale s'est encore modéré fin 2018.** L'activité économique dans les économies avancées a fléchi au quatrième trimestre 2018, avec un ralentissement de la croissance aux États-Unis et au Royaume-Uni. La croissance s'est renforcée au Japon ce même trimestre, après avoir enregistré une contraction au trimestre précédent en raison d'une série de catastrophes naturelles. Dans les économies de marché émergentes (EME), la croissance a également fléchi fin 2018, y compris en Chine.

**Les données tirées d'enquêtes indiquent que la croissance a continué de s'affaiblir début 2019.** L'indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale hors zone euro a encore diminué, principalement en raison du ralentissement de l'activité mondiale dans le secteur manufacturier. L'activité s'est aussi modérée récemment dans le secteur des services, mais la baisse a été plus faible et partait d'un niveau plus élevé (cf. graphique 1). L'activité manufacturière mondiale s'est ralentie dans le contexte de cycles économiques arrivant à maturité dans les principales économies avancées. Dans le même temps, le rythme de ce ralentissement a été accentué par le renforcement des incertitudes pesant sur l'économie mondiale, comme le différend commercial persistant entre les États-Unis et la Chine, les tensions financières observées l'été dernier dans les EME et, plus récemment, les signes d'essoufflement de la croissance en Chine. Le ralentissement de l'activité mondiale dans le secteur manufacturier pèse également sur le commerce mondial.

## Graphique 1

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

(indices de diffusion)



Sources : Markit et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à février 2019. La « moyenne de long terme » fait référence à la période allant de janvier 1999 à janvier 2019.

### Les conditions financières demeurent globalement accommodantes dans les économies avancées, tandis que le tableau reste contrasté pour les EME.

Les anticipations par les marchés de nouvelles hausses des taux d'intérêt aux États-Unis se sont atténuées dans le contexte d'une nouvelle baisse des rendements des bons du Trésor, reflétant en partie les évolutions des primes de terme. En Chine, les conditions financières se sont également assouplies à la suite de l'adoption par les autorités d'une orientation plus accommodante de la politique monétaire en réponse aux signes d'affaiblissement de l'activité. Après une forte baisse fin 2018 dans le contexte d'un regain d'inquiétudes relatives à l'économie mondiale, les cours boursiers mondiaux ont rebondi depuis le début de l'année. Toutefois, le sentiment à l'égard du risque au niveau mondial ne s'est pas encore complètement rétabli, et la volatilité sur les marchés financiers reste élevée. Dans certaines des EME les plus durement touchées par les turbulences observées sur les marchés financiers pendant l'été – notamment l'Argentine et la Turquie – les conditions financières demeurent relativement restrictives et continuent de peser sur l'activité.

**La croissance mondiale devrait se modérer cette année dans un contexte d'évolutions de plus en plus défavorables.** Il s'agit notamment de l'affaiblissement de l'activité du secteur manufacturier et des échanges commerciaux au niveau mondial dans un environnement caractérisé par un niveau élevé et croissant d'incertitude politique et d'incertitude relative à la politique économique. L'important programme de relance budgétaire procyclique aux États-Unis (qui comporte une baisse des impôts et une hausse des dépenses) continue de contribuer au soutien de la croissance américaine et mondiale, mais la fermeture partielle des services du gouvernement fédéral (*shutdown*), qui a cessé fin janvier, devrait peser sur la croissance du premier trimestre 2019. En Chine, la demande intérieure devrait s'affaiblir au premier semestre, l'effet des politiques récemment mises en œuvre étant susceptible de se manifester avec un certain retard.

**En ce qui concerne l'avenir, la croissance mondiale devrait se stabiliser à moyen terme.** Trois principales forces devraient façonner l'économie mondiale sur l'horizon de projection. Premièrement, la dynamique conjoncturelle devrait se modérer dans les grandes économies avancées, les contraintes de capacité devenant de plus en plus restrictives et le soutien des politiques publiques diminuant progressivement dans un contexte d'écart de production positifs et de faible taux de chômage. Deuxièmement, la Chine devrait poursuivre sa transition ordonnée vers une trajectoire de croissance plus modérée et moins dépendante de l'investissement et des exportations. Enfin, la croissance devrait se redresser dans plusieurs grandes EME qui subissent actuellement, ou ont connu récemment, de profondes récessions. Globalement, le rythme de l'expansion mondiale devrait s'établir à des taux inférieurs à ceux observés avant la crise financière de 2007-2008.

**S'agissant des évolutions dans les différents pays, l'activité aux États-Unis est restée relativement robuste.** Dans ce pays, la robustesse du marché du travail, les conditions financières favorables et la relance budgétaire continuent de soutenir la croissance, compensant l'incidence défavorable du différend commercial avec la Chine. L'incidence négative de la fermeture partielle des services du gouvernement fédéral devrait être temporaire. La hausse annuelle des prix à la consommation est revenue à 1,6 % en janvier, après 1,9 % le mois précédent, essentiellement en raison de la baisse des prix de l'énergie, tandis que la hausse des prix à la consommation hors produits alimentaires et énergie est restée inchangée à 2,2 %.

**Au Japon, le redressement de la demande intérieure a soutenu la croissance fin 2018.** Cette reprise a fait suite à la forte contraction enregistrée au troisième trimestre en raison d'une série de catastrophes naturelles. Pour l'avenir, la croissance japonaise devrait être soutenue à la fois par l'orientation accommodante de la politique monétaire, par la vigueur du marché du travail et par la robuste demande d'investissement (malgré l'affaiblissement de l'environnement extérieur). En outre, les mesures budgétaires devraient annuler l'incidence négative du relèvement de la taxe sur les produits de consommation prévue pour octobre de cette année. Le fait que la croissance des salaires reste modérée (malgré la situation très tendue sur le marché du travail) et que les anticipations d'inflation soient à de faibles niveaux laisse penser que la hausse des prix restera inférieure à la cible de la Banque du Japon (2 % à moyen terme).

**Au Royaume-Uni, l'incertitude politique accrue continue de peser sur la croissance.** Même les perspectives à court terme sont entourées d'une incertitude considérable en raison des prochains votes au Parlement relatifs à l'accord sur la sortie de l'UE. À moyen terme, la croissance devrait rester au-dessous de sa trajectoire d'avant le référendum.

**Dans les pays d'Europe centrale et orientale, la croissance devrait se modérer légèrement cette année.** La croissance de l'investissement reste solide, soutenue par les fonds de l'UE, et les dépenses de consommation restent également robustes, étayées par les bonnes performances du marché du travail. Toutefois, le ralentissement observé dans la zone euro pèse sur les perspectives de croissance dans cette région. À moyen terme, les niveaux de croissance dans ces pays devraient baisser pour se rapprocher de leur potentiel.

**La croissance de la Chine a marqué le pas au cours des derniers mois.** De plus, les indicateurs mensuels laissent penser que cette tendance devrait se poursuivre début 2019. Afin de protéger l'économie contre un ralentissement plus marqué, les autorités chinoises ont annoncé un ensemble de mesures de politique budgétaire et monétaire, qui devraient assurer une décélération en douceur de l'activité cette année. À plus long terme, les progrès réalisés dans la mise en œuvre des réformes structurelles devraient se traduire par une transition ordonnée vers une trajectoire de croissance plus modérée et moins dépendante de l'investissement et des exportations.

**L'activité économique dans les grands pays exportateurs de matières premières devrait se renforcer progressivement.** En Russie, les perspectives de croissance sont déterminées par les évolutions des marchés mondiaux du pétrole, et les baisses antérieures des prix du pétrole devraient peser sur l'activité cette année. À plus long terme, l'activité économique devrait se renforcer progressivement, sur fond de contraintes imposées par les sanctions internationales et d'incertitude relative à la mise en œuvre de réformes structurelles et d'engagements de dépenses annoncés l'année dernière. Au Brésil, la croissance devrait également se renforcer, soutenue par les conditions financières accommodantes et le recul de l'incertitude politique.

**En Turquie, l'activité économique s'est nettement contractée au troisième trimestre 2018 en raison des séquelles des perturbations financières de l'été dernier, du niveau élevé de l'inflation et des politiques monétaire et budgétaire procycliques.** Après un ajustement important fin 2018, la croissance devrait reprendre plus tard dans l'année et s'intensifier ensuite progressivement.

**La croissance du commerce mondial s'est modérée l'an dernier dans un contexte de volatilité importante, les bonnes performances du premier semestre 2018 ayant été suivies d'un ralentissement relativement marqué.** Ce ralentissement reflète un affaiblissement de l'activité mondiale dans le secteur manufacturier, l'aggravation des tensions commerciales et, plus récemment, une détérioration significative des échanges commerciaux en Asie – notamment en Chine. Selon les données du CPB, le volume des importations mondiales de marchandises a diminué de 1,2 % en décembre en glissement trimestriel, indiquant un nouvel affaiblissement de la dynamique du commerce mondial au quatrième trimestre 2018 (cf. graphique 2). De plus, les données disponibles indiquent que la croissance du commerce mondial est restée faible au premier trimestre 2019.

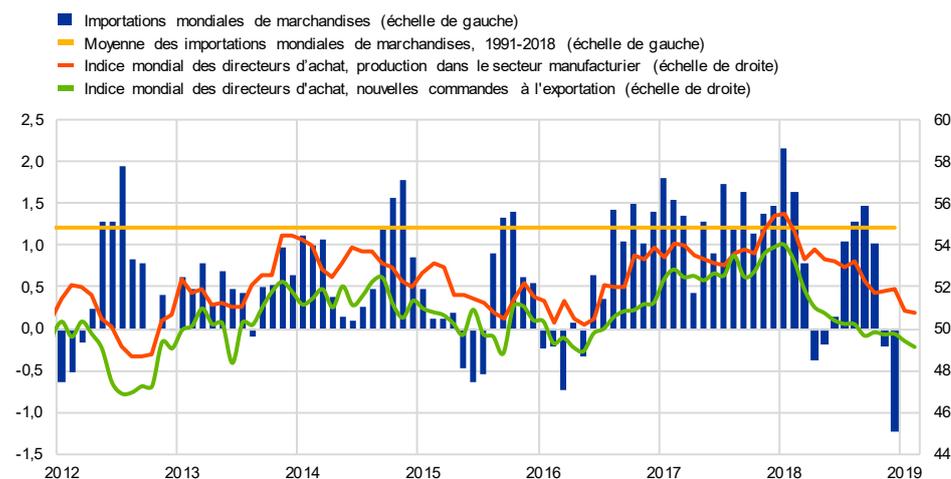
**Une trêve temporaire conclue entre les États-Unis et la Chine en décembre 2018 a interrompu l'intensification des tensions commerciales.** Des droits de douane portant sur 200 milliards de dollars d'exportations chinoises vers les États-Unis devaient initialement être portés de 10 % à 25 % à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2019 mais cette hausse a été suspendue à la suite de la conclusion de l'accord. Cela a constitué un signal positif, mais une incertitude considérable demeure sur la question de savoir si les négociations en cours permettront un apaisement significatif des tensions commerciales. Par ailleurs, le président Trump a annoncé récemment que la trêve devrait être prolongée, faisant état de progrès réalisés dans ces négociations commerciales, ce qui signifie que la hausse des droits de douane reste suspendue.

La signature d'un accord commercial formel entre les États-Unis et la Chine est actuellement attendue pour fin mars. Toutefois, des risques demeurent : les tensions commerciales pourraient de nouveau s'intensifier et l'Administration américaine pourrait imposer de nouveaux droits de douane sur les importations en provenance d'autres pays.

## Graphique 2

### Enquêtes et échanges internationaux de biens

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



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

Notes : Les dernières observations se rapportent à février 2019 pour les indices des directeurs d'achat et à décembre 2018 pour les importations mondiales de marchandises.

**Après de robustes performances l'an dernier, la croissance économique mondiale devrait s'affaiblir cette année, puis se stabiliser à moyen terme.** Selon les projections macroéconomiques de mars 2019 établies par les services de la BCE, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait ressortir en baisse à 3,5 % cette année, après 3,7 % en 2018. Cela reflète une intensification des facteurs défavorables à la croissance mondiale, comme l'affaiblissement de l'activité mondiale dans le secteur manufacturier dans un contexte de niveau élevé et croissant de l'incertitude politique et de l'incertitude relative à la politique économique. Sur la période 2020-2021, la croissance devrait se stabiliser à quelque 3,6 % sous l'effet d'un ralentissement dans les grandes économies avancées, de la transition de la Chine vers une trajectoire de croissance plus modérée et d'une reprise attendue de la croissance dans plusieurs grandes EME. En raison des facteurs défavorables à la croissance mondiale qui pèsent fortement sur les échanges internationaux, la croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro devrait nettement diminuer cette année, revenant à 2,2 %, après 4,0 % en 2018. À moyen terme, la demande extérieure adressée à la zone euro devrait croître en phase avec l'activité, à mesure que l'impact de l'incertitude politique et de l'incertitude liée à la politique économique se dissipera progressivement. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2018 réalisées par les services de l'Eurosystème, la croissance du PIB mondial a été légèrement révisée à la baisse pour cette année. Dans le même temps, la croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro a été révisée à la baisse, fortement pour cette année et légèrement pour l'année

prochaine. Ces révisions reflètent des publications de données décevantes fin 2018, conjuguées à des baisses prévues de la demande d'importations en Chine et dans les autres pays émergents d'Asie, ainsi que dans les économies européennes hors zone euro.

**Les risques à la baisse pesant sur l'activité mondiale se sont accumulés.** Malgré la trêve temporaire conclue entre les États-Unis et la Chine, les risques extrêmes résultant de l'intensification des tensions commerciales au niveau mondial restent élevés. Il pourrait être plus difficile de faire face à un ralentissement plus prononcé de l'économie chinoise à l'aide de mesures de relance, ce qui poserait également des problèmes dans le contexte du processus de rééquilibrage en cours dans ce pays. Par ailleurs, un scénario de Brexit sans accord pourrait avoir des répercussions très négatives, notamment en Europe, et de fortes incertitudes géopolitiques pourraient peser sur la croissance mondiale. Enfin, certaines EME restent vulnérables à une inversion des flux de capitaux, bien que le risque de voir un nombre important d'EME subir des tensions élevées ait récemment diminué.

## Évolutions des prix au niveau mondial

**Les prix du pétrole sont demeurés très volatils.** Au dernier trimestre 2018, les prix du pétrole ont baissé dans le contexte d'assurances données par l'Arabie saoudite et la Russie qu'elles compenseraient l'effet sur l'offre de pétrole des sanctions américaines imposées à l'Iran. Cette pression à la baisse s'est ensuite intensifiée, le gouvernement américain ayant accordé des dérogations temporaires aux principaux importateurs de pétrole iranien et la production américaine de pétrole brut s'établissant à un niveau élevé sur fond de regain d'inquiétudes relatives à l'économie mondiale. Les prix du pétrole se sont légèrement redressés au début de l'année avec l'entrée en vigueur de l'accord OPEP+ de réduction de la production, respecté à des niveaux exceptionnellement élevés par les différents pays membres. Pour la période à venir, les prix du pétrole devraient demeurer globalement stables en s'inscrivant sur cette trajectoire plus basse sur l'horizon de projection. Par conséquent, les hypothèses de prix du pétrole qui sous-tendent les projections macroéconomiques de mars 2019 des services de la BCE étaient inférieures de 8,6 % environ pour cette année (et de 8,2 % et 8,0 % pour 2020 et 2021, respectivement) aux hypothèses sous-jacentes des projections macroéconomiques de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème. Cependant, depuis la date d'arrêt des projections de mars, le prix du pétrole a encore augmenté, s'établissant légèrement au-dessus de 65 dollars le baril le 6 mars.

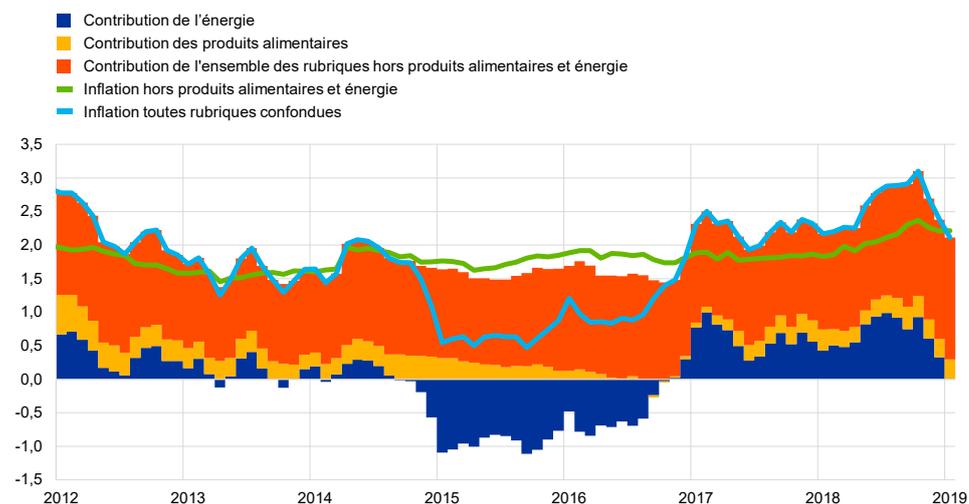
**Les tensions inflationnistes mondiales restent contenues.** Dans les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), la hausse annuelle des prix à la consommation s'est établie à 2,4 %, en moyenne, en décembre 2018, après 2,7 % le mois précédent, en raison d'une diminution de la contribution de la composante énergie (cf. graphique 3). L'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires et énergie) s'est également inscrite en légère baisse par rapport au mois précédent, à 2,2 %. La situation tendue sur le marché du travail dans les principales économies avancées s'est traduite jusqu'à présent par des hausses

modestes des salaires, et le rythme de l'inflation sous-jacente reste modéré. Les baisses antérieures des prix du pétrole devraient peser sur l'inflation totale de la période à venir.

### Graphique 3

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

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



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.  
Note : Les dernières observations se rapportent à janvier 2019.

**Pour l'avenir, les tensions inflationnistes mondiales devraient demeurer contenues.** La croissance des prix à l'exportation des concurrents de la zone euro devrait s'affaiblir nettement cette année et rester régulière à moyen terme. Cela reflète une contribution des prix du pétrole positive mais en baisse, qui devrait devenir négative à court terme et compenser ainsi les pressions à la hausse sur l'inflation sous-jacente qui résultent de la diminution des capacités de production inutilisées à l'échelle mondiale.

## 2 Évolutions financières

*Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre 2018, les taux sans risque à long terme ont baissé au niveau mondial dans un contexte de détérioration des perspectives macroéconomiques et de perception d'un ralentissement du rythme de resserrement monétaire aux États-Unis. Les prix des actifs risqués de la zone euro, comme les actions et les obligations d'entreprises, se sont redressés sur fond d'amélioration du sentiment à l'égard du risque, alimenté en partie par un plus grand optimisme à l'égard des négociations commerciales internationales. Sur les marchés des changes, l'euro s'est globalement affaibli en termes pondérés des échanges commerciaux.*

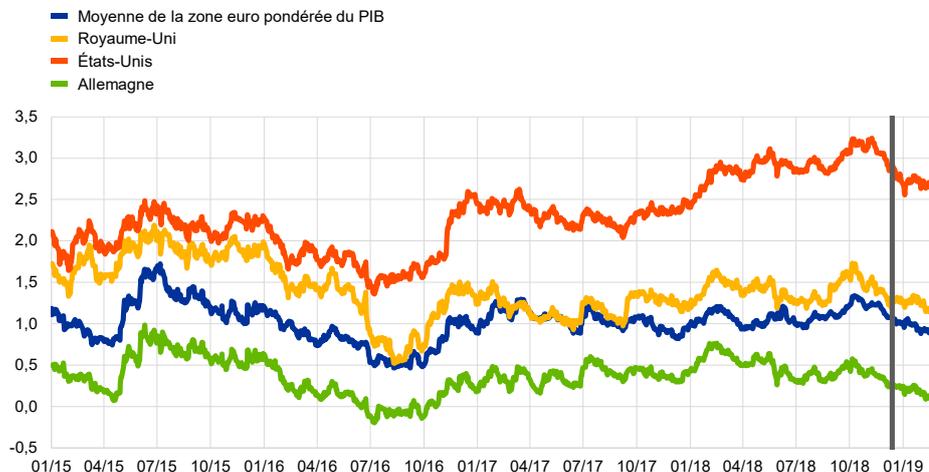
### **Les rendements à long terme ont diminué dans la zone euro et aux États-Unis.**

Au cours de la période sous revue (du 13 décembre 2018 au 6 mars 2019), le taux des *swaps* au jour le jour (OIS) sans risque à dix ans de la zone euro a diminué pour s'établir à 0,48 % (– 23 points de base) et le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro (cf. graphique 4) est revenu à 0,84 % (– 23 points de base). Aux États-Unis, le rendement de l'emprunt public à dix ans a baissé de 22 points de base sur la période considérée pour s'inscrire à 2,71 %, tandis qu'au Royaume-Uni, il a cédé 8 points de base pour s'établir à 1,22 %. Les rendements à long terme ont diminué au niveau mondial à la suite des communications du Système fédéral de réserve qui ont été interprétées par les marchés comme le signal d'un ralentissement du rythme prévu pour le resserrement de la politique monétaire. Au-delà d'éventuels effets de contagion en provenance des États-Unis, les rendements obligataires de la zone euro ont également reflété une détérioration des perspectives macroéconomiques après plusieurs publications de données plus défavorables que prévu, ainsi qu'une certaine réappréciation des perspectives en termes de politique monétaire pour la zone euro, comme le montre la partie courte de la courbe des rendements.

## Graphique 4

### Rendements des obligations souveraines à dix ans

(pourcentages annuels ; données quotidiennes)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

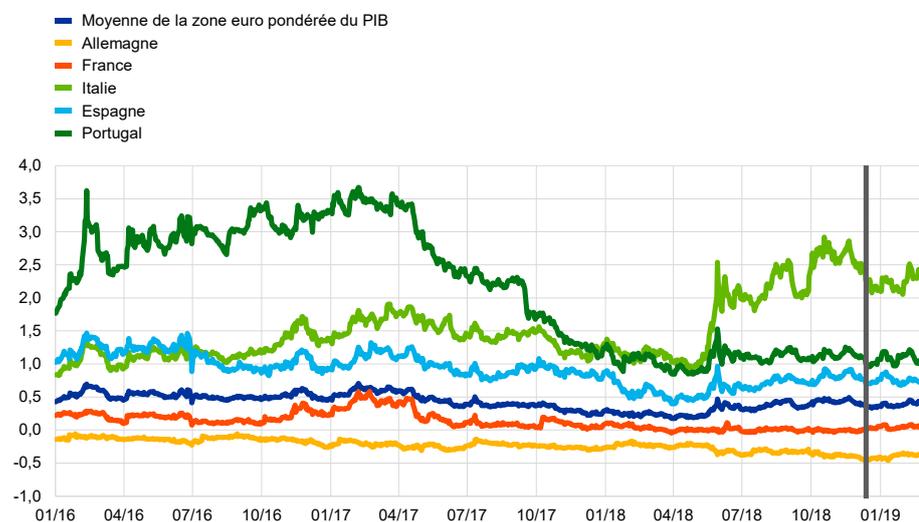
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (13 décembre 2018). Les dernières observations se rapportent au 6 mars 2019.

**Les écarts entre les rendements des obligations souveraines de la zone euro et le taux OIS sans risque sont demeurés globalement inchangés au cours de la période sous revue.** La situation sur les marchés des obligations souveraines a été globalement stable tout au long de la période, à l'exception du marché italien, où l'écart à dix ans est resté volatil (même s'il s'est redressé pour s'établir à 2,11 points de pourcentage à la fin de la période sous revue ; cf. graphique 5). En conséquence, l'écart entre la moyenne pondérée du PIB des rendements des obligations souveraines de la zone euro à dix ans et le taux OIS à dix ans est resté stable au cours de la période sous revue, s'inscrivant à 0,36 point de pourcentage le 6 mars.

## Graphique 5

### Écarts des rendements des obligations souveraines à dix ans vis-à-vis du taux OIS dans la zone euro

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : L'écart est calculé en soustrayant le taux OIS à dix ans du rendement souverain à dix ans. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (13 décembre 2018). Les dernières observations se rapportent au 6 mars 2019.

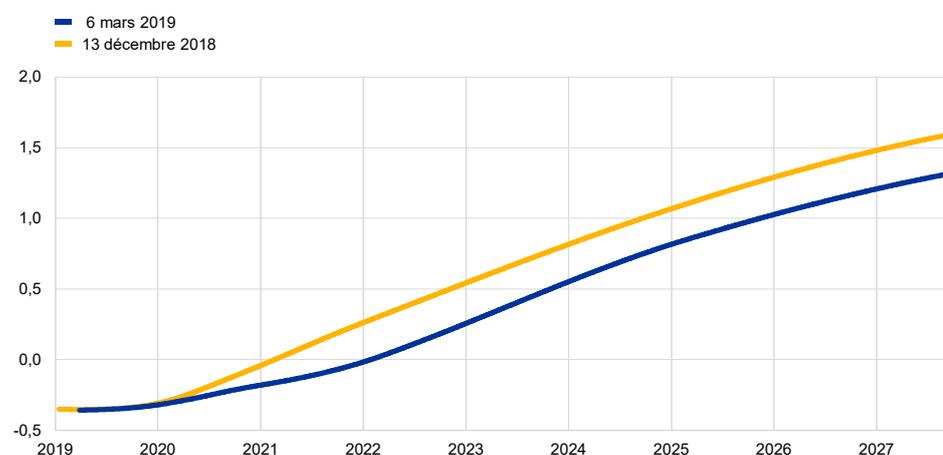
**Le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) s'est établi en moyenne à -0,37 % au cours de la période sous revue.** L'excédent de liquidité est resté globalement inchangé à 1 890 milliards d'euros environ. Pour plus de détails sur les évolutions des conditions de la liquidité, cf. l'encadré 2.

**La courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est déplacée légèrement vers le bas au cours de la période sous revue.** La courbe se situe désormais en dessous de zéro pour tous les horizons antérieurs à 2022, reflétant les anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux d'intérêt négatifs (cf. graphique 6).

## Graphique 6

### Taux anticipés de l'Eonia

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

**Les indices boursiers larges de la zone euro ont augmenté au cours de la période sous revue dans un contexte d'amélioration générale du sentiment à l'égard du risque.** Sur la période sous revue, les prix des actions des banques et des sociétés non financières (SNF) de la zone euro ont augmenté d'environ 7 % (des hausses comparables étant observées aux États-Unis), annulant un pourcentage important des baisses observées au quatrième trimestre 2018 (cf. graphique 7). Ce redressement des prix des actions a reflété un plus grand optimisme à l'égard des perspectives d'évolution des échanges commerciaux internationaux et a été conforté par les communications du Système fédéral de réserve, que les marchés ont interprétées comme le signal d'un ralentissement du rythme prévu pour le resserrement de la politique monétaire. Dans le même temps, les anticipations de bénéfices des entreprises à court et à plus long terme ont été révisées à la baisse au cours de la période sous revue, reflétant la perception d'une détérioration des perspectives macroéconomiques pour la zone euro.

**Graphique 7**  
Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

(indice : 1<sup>er</sup> janvier 2015 = 100)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

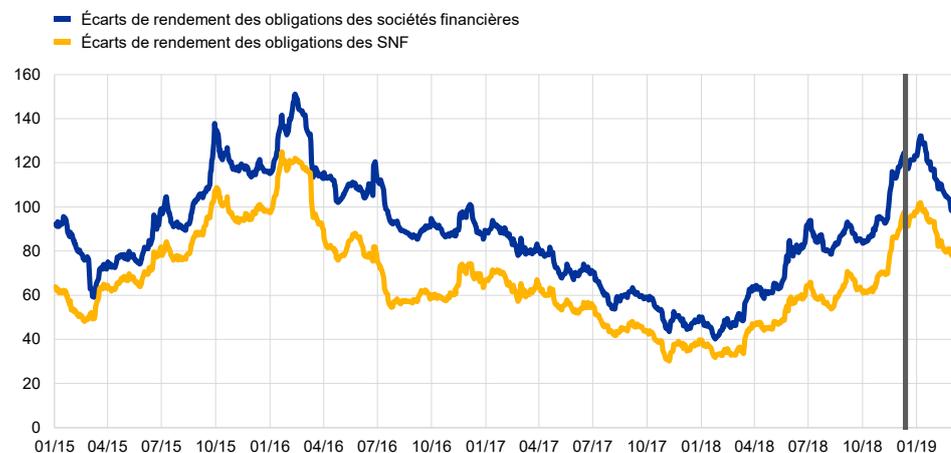
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (13 décembre 2018). Les dernières observations se rapportent au 6 mars 2019.

**Les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises de la zone euro se sont resserrés au cours de la période sous revue, reflétant en grande partie une amélioration du sentiment à l'égard du risque.** Depuis décembre, l'écart entre le rendement des obligations bien notées (*investment-grade*) émises par les SNF et le taux sans risque a diminué de 14 points de base environ pour s'inscrire à 78 points de base (cf. graphique 8). Les rendements des obligations du secteur financier ont également diminué, entraînant un resserrement de 18 points de base environ de l'écart correspondant. Malgré ces récentes baisses, les écarts sont restés supérieurs aux niveaux observés il y a un an.

## Graphique 8

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

(en points de base)



Sources : Indices iBoxx et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (13 décembre 2018). Les dernières observations se rapportent au 6 mars 2019.

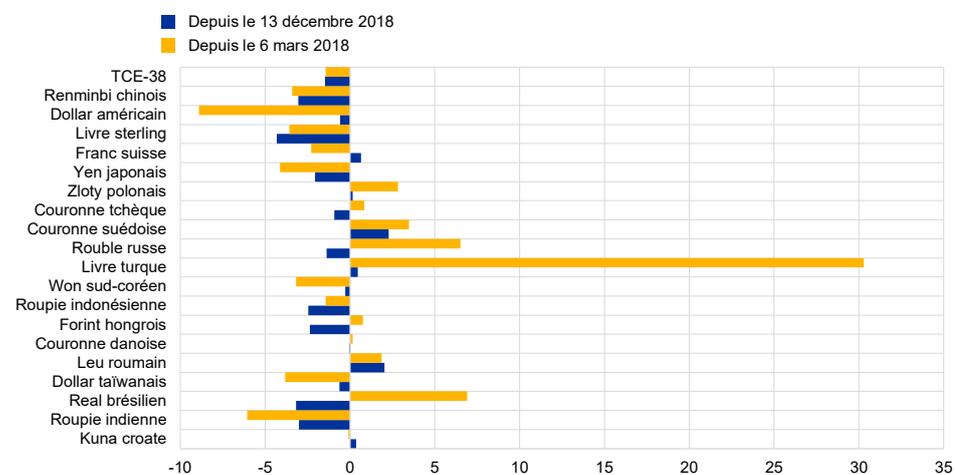
#### Sur les marchés des changes, l'euro s'est globalement déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux au cours de la période sous revue (cf. graphique 9).

En effet, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est déprécié de 1,2 % au cours de la période considérée. En termes bilatéraux, l'euro s'est affaibli vis-à-vis de la plupart des devises. En particulier, il s'est légèrement déprécié par rapport au dollar (de 0,6 %) et s'est affaibli vis-à-vis de la plupart des autres grandes devises, y compris la livre sterling (de 4,3 %), le yen japonais (de 2,1 %) et le renminbi chinois (de 3,1 %). L'euro s'est aussi déprécié vis-à-vis des devises de la plupart des marchés émergents, tandis qu'il s'est apprécié par rapport aux devises de la plupart des États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro.

## Graphique 9

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le « TCE-38 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 6 mars 2019.

## 3 Activité économique

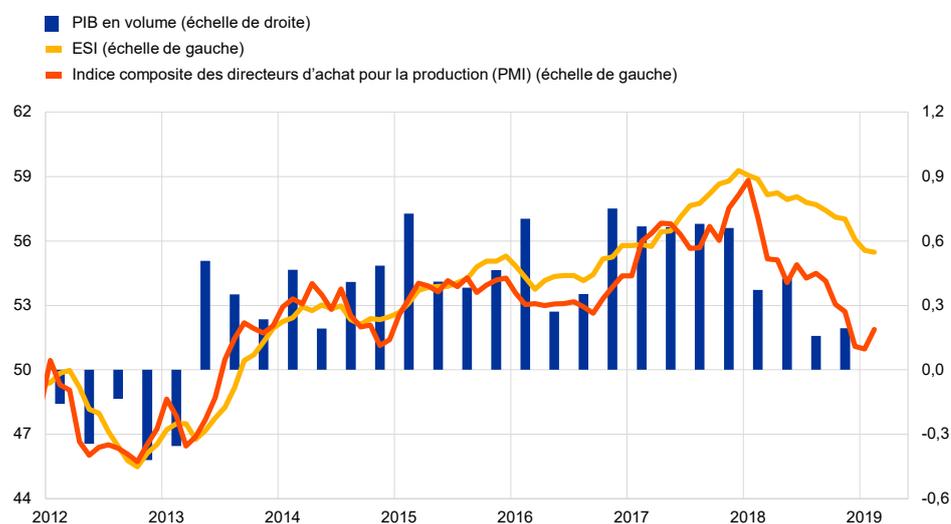
*La croissance du PIB en volume de la zone euro est restée modérée au quatrième trimestre 2018, ressortant à 0,2 % en rythme trimestriel, en raison d'une contraction de l'activité dans le secteur industriel. Les données devenues disponibles vont dans le sens d'une poursuite de la croissance à un rythme modéré à court terme. Pour les prochains mois, l'expansion de l'économie de la zone euro devrait se poursuivre, soutenue par les conditions de financement favorables, de nouvelles créations d'emplois et la hausse des salaires ainsi que par la poursuite, à un rythme un peu plus faible cependant, de la croissance de l'activité mondiale. Les projections macroéconomiques de mars 2019 établies par les services de la BCE pour la zone euro tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 1,1 % en 2019, de 1,6 % en 2020 et de 1,5 % en 2021. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2018 réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées à la baisse, sensiblement pour 2019 et légèrement pour 2020.*

**La croissance dans la zone euro s'est poursuivie à un rythme lent au quatrième trimestre 2018. Même si la faiblesse de la croissance reflète essentiellement une contraction de l'activité dans le secteur industriel, elle demeure globalement résiliente.** Au quatrième trimestre 2018, le PIB en volume a augmenté de 0,2 % en rythme trimestriel, soit un taux légèrement supérieur à celui constaté au trimestre précédent (cf. graphique 10). La croissance modérée enregistrée au quatrième trimestre résulte d'une forte contraction de l'activité dans le secteur industriel, tandis que les services ont continué d'afficher une dynamique plus robuste. La demande intérieure et les exportations nettes ont apporté des contributions positives à la croissance, avec une hausse de 0,4 % et 0,2 %, respectivement, tandis que la variation des stocks a eu un effet modérateur, avec une baisse de 0,4 %. Globalement, la croissance de la production au quatrième trimestre s'est traduite par une hausse annuelle du PIB de 1,8 % en 2018, après 2,4 % l'année précédente.

## Graphique 10

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

(croissance trimestrielle en pourcentage ; indice de diffusion)



Sources : Markit, Commission européenne et Eurostat.

Notes : L'indicateur du climat économique (ESI) est normé et recalculé pour obtenir la même moyenne et le même écart type que l'indice des directeurs d'achat (PMI). Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2018 pour le PIB en volume et à février 2019 pour l'ESI et le PMI.

#### La hausse de l'emploi s'est poursuivie au quatrième trimestre 2018, ressortant à 0,3 % en rythme trimestriel (cf. graphique 11). Cette hausse a concerné la

plupart des pays de la zone euro et l'ensemble des secteurs. Actuellement, le niveau de l'emploi s'établit près de 3,0 % au-dessus du pic d'avant la crise enregistré au premier trimestre 2008. En tenant compte de la dernière hausse, on a observé une croissance cumulée de l'emploi dans la zone euro, avec 10 millions de personnes de plus occupant un emploi que lors du point bas du deuxième trimestre 2013. La croissance continue de l'emploi, conjuguée à un fléchissement de la croissance du PIB en 2018, s'est traduite par un ralentissement de la croissance de la productivité, après un léger redressement en 2017. D'un point de vue empirique, les ajustements de l'emploi tendent à intervenir avec un décalage par rapport aux baisses de la production, cela s'expliquant notamment par le fait que les contrats de travail de longue durée ne peuvent être ajustés immédiatement lorsque les entreprises font face à un ralentissement de la demande.

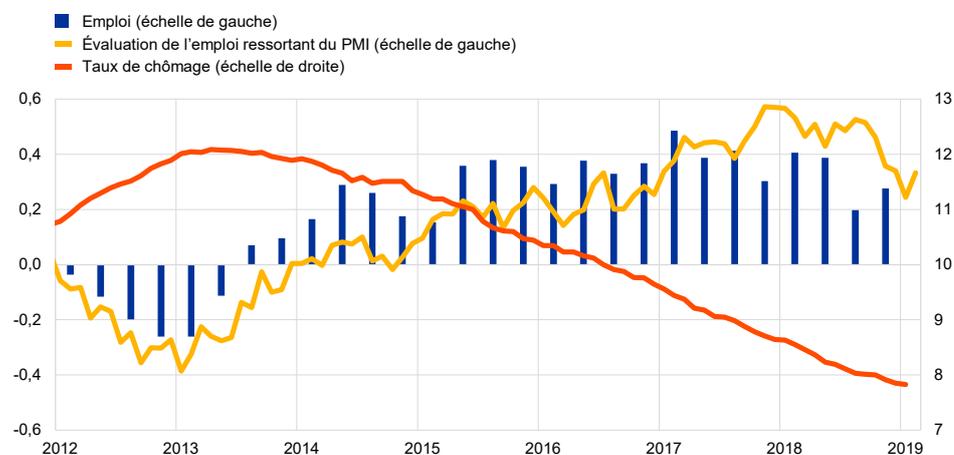
#### Les récents indicateurs à court terme du marché du travail continuent d'aller dans le sens d'une croissance de l'emploi positive mais qui se ralentit au premier trimestre 2019.

Le taux de chômage de la zone euro s'est établi à 7,8 % en janvier 2019, sans changement par rapport à décembre 2018, et demeure à son niveau le plus bas depuis octobre 2008. Les indicateurs tirés d'enquêtes font état d'un nouveau ralentissement de la croissance de l'emploi au premier trimestre 2019.

## Graphique 11

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

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



Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.

Notes : L'indice des directeurs d'achat (PMI) est exprimé comme un écart par rapport à 50 divisé par 10. Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2018 pour l'emploi, à février 2019 pour le PMI et à janvier 2019 pour le taux de chômage.

#### **La croissance de la consommation privée s'est redressée au quatrième trimestre 2018, et elle devrait encore se raffermir au cours des prochains trimestres, à mesure que les effets modérateurs temporaires se dissipent dans un contexte de renforcement continu des revenus du travail des ménages.**

La consommation privée a augmenté de 0,2 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2018, après une croissance légèrement plus faible au troisième trimestre. La faiblesse des dépenses des ménages reflète en partie des goulets d'étranglement temporaires dans le secteur automobile, qui affectent la consommation de biens durables, ainsi que l'effet négatif des hausses des prix de l'énergie sur le pouvoir d'achat des ménages. Le prix du pétrole brut (en euros) a augmenté entre le quatrième trimestre 2017 et le troisième trimestre 2018, ce qui a eu une incidence négative sur la croissance de la consommation, en particulier de biens non durables (produits alimentaires et énergie). Par la suite, le prix du pétrole a fortement diminué (avant de se redresser légèrement au cours des deux derniers mois), ce qui devrait soutenir la consommation de biens non durables à court terme. En outre, la hausse de l'emploi s'est renforcée au quatrième trimestre 2018 dans un contexte de croissance robuste des salaires. Cela implique une croissance régulière du revenu disponible réel des ménages et soutient la confiance et les dépenses des consommateurs. De plus, comme les conditions de financement demeurent très favorables, le patrimoine net des ménages s'est amélioré à un rythme soutenu au troisième trimestre 2018.

**Les derniers indicateurs suggèrent également un renforcement de la dynamique de la consommation privée au cours de l'année à venir.** Les données récentes relatives aux ventes au détail et aux immatriculations de voitures particulières font état d'une croissance modérée mais régulière des dépenses de consommation. Le volume des ventes au détail a augmenté de 1,4 % en janvier 2019, après une diminution le mois précédent. En conséquence, les ventes sont ressorties à un niveau supérieur de 1,5 % à leur niveau moyen au quatrième trimestre 2018. L'indicateur des nouvelles immatriculations de voitures particulières a enregistré sa

quatrième hausse consécutive en janvier 2019, soit 4,8 % en rythme mensuel. Cette hausse confirme les précédentes anticipations d'une normalisation des immatriculations de voitures, après les évolutions volatiles suscitées par l'introduction, le 1<sup>er</sup> septembre 2018, de la nouvelle procédure d'essai harmonisée au niveau mondial pour les véhicules légers (*Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure* – WLTP). En outre, la confiance des consommateurs s'est renforcée pour le deuxième mois consécutif en février, interrompant la tendance baissière observée sur la majeure partie de 2018. Cette dernière amélioration reflète le sentiment plus favorable des ménages concernant leur situation financière passée et future, ainsi que l'évolution attendue de la situation économique générale et du chômage. La confiance des consommateurs demeure supérieure à son niveau moyen historique et cohérente avec la persistance d'une croissance régulière de la consommation privée.

**Le redressement actuellement constaté sur les marchés de l'immobilier devrait également se poursuivre, mais à un rythme moins élevé qu'en 2018.**

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a augmenté de 0,6 % au quatrième trimestre 2018, reflétant la reprise en cours dans de nombreux pays de la zone euro et dans la zone euro dans son ensemble. Malgré un rythme moins élevé, en 2018, que celui, soutenu, observé en 2017, la croissance reste solide et saine. En ligne avec ces évolutions, les indicateurs à court terme et les résultats d'enquêtes récents font état d'une dynamique positive, mais en perte de vitesse. La production dans la construction dans le secteur du bâtiment a augmenté de 0,2 %, en rythme trimestriel, au quatrième trimestre 2018, après - 0,8 % au troisième trimestre. Pour les derniers mois, les indicateurs de confiance de la Commission européenne pour le secteur de la construction font état d'une dynamique positive, quoique moins soutenue, au quatrième trimestre 2018 et début 2019. L'indice des directeurs d'achat pour le secteur du logement est ressorti à 52,0, en moyenne, au dernier trimestre 2018, revenant cependant à 50,6 en janvier 2019. Toutefois, les indices des directeurs d'achat comme les indicateurs de confiance de la Commission européenne restent nettement supérieurs à leurs moyennes de long terme.

**L'investissement des entreprises dans la zone euro s'est un peu essoufflé au second semestre 2018, mais les fondamentaux restent favorables.**

Les données nationales disponibles pour certains des principaux pays de la zone euro font globalement état d'un ralentissement de la croissance de l'investissement des entreprises au quatrième trimestre 2018. Le ralentissement de l'investissement des entreprises reflète en partie une incertitude accrue relative à la politique économique et une volatilité financière dans certains pays de la zone euro. Les inquiétudes persistantes relatives aux évolutions commerciales au niveau mondial, la possibilité d'un Brexit sans accord et les faiblesses économiques en Chine ont également eu une incidence négative sur la confiance des entreprises. L'évaluation des carnets de commandes à l'exportation et les anticipations de production dans le secteur des biens d'équipement ont continué de se dégrader en janvier et en février 2019. Toutefois, les fondamentaux continuent de soutenir l'investissement des entreprises. Premièrement, l'utilisation des capacités de production reste très supérieure à sa moyenne de long terme et une part importante des entreprises manufacturières cite le manque d'équipement comme facteur limitant la production. Deuxièmement, les mesures de politique monétaire de la BCE continuent de soutenir les conditions de

financement favorables et l'accès au financement pour les entreprises de la zone euro. Troisièmement, au cours de la récente période de reprise, les entreprises ont également utilisé leurs bénéfices afin de constituer un important excédent de liquidités.

**Les échanges de biens de la zone euro ont continué d'augmenter à un rythme modéré fin 2018 et ils devraient encore se ralentir à court terme.** Selon la dernière publication des données provenant des comptes nationaux, les exportations totales de la zone euro ont augmenté de 0,9 % au dernier trimestre 2018 et les importations ont enregistré une hausse de 0,5 % en rythme trimestriel. Les données disponibles relatives aux échanges de biens mensuels confirment la mauvaise performance du total des échanges commerciaux de la zone euro au quatrième trimestre, essentiellement en raison des échanges intra-zone. En décembre 2018, les exportations nominales de la zone euro se sont contractées de 0,5 % en rythme mensuel, les exportations intra-zone euro enregistrant une baisse encore plus importante (0,9 %). Les importations nominales de la zone euro ont affiché une légère hausse mensuelle de 0,4 %. Des facteurs temporaires, tels que les nouveaux règlements relatifs à la procédure d'homologation des véhicules légers, ont pesé sur les exportations. Toutefois, on a observé une baisse généralisée sur l'ensemble des catégories de produits. Le Royaume-Uni, la Turquie et la Chine continuent d'être les principaux pays expliquant la faiblesse des exportations hors zone euro observée au cours des derniers mois de 2018. Pour les prochains mois, les indicateurs avancés vont dans le sens d'une nouvelle baisse des exportations hors zone euro. En février 2019, l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation du secteur manufacturier en dehors de la zone euro s'est inscrit à son niveau le plus bas depuis novembre 2012 (46,4) et l'évaluation de la Commission européenne a été plus négative qu'en janvier.

**Les derniers résultats d'enquêtes continuent de décevoir et suggèrent un ralentissement à court terme de la croissance dans la zone euro.** L'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne est demeuré globalement inchangé en février, à un niveau supérieur à sa moyenne de long terme. Jusqu'à présent en 2019, la moyenne ressort à 106,2, au-dessous de celle de 108,9 pour le dernier trimestre 2018. L'indicateur a diminué dans les secteurs de l'industrie et de la construction mais cette évolution a été globalement contrebalancée par un climat positif dans les services, le commerce de détail et parmi les ménages. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production a légèrement augmenté en février, mais la moyenne pour les deux premiers mois du premier trimestre 2019 a été inférieure à celle du trimestre précédent (51,4 au lieu de 52,3).

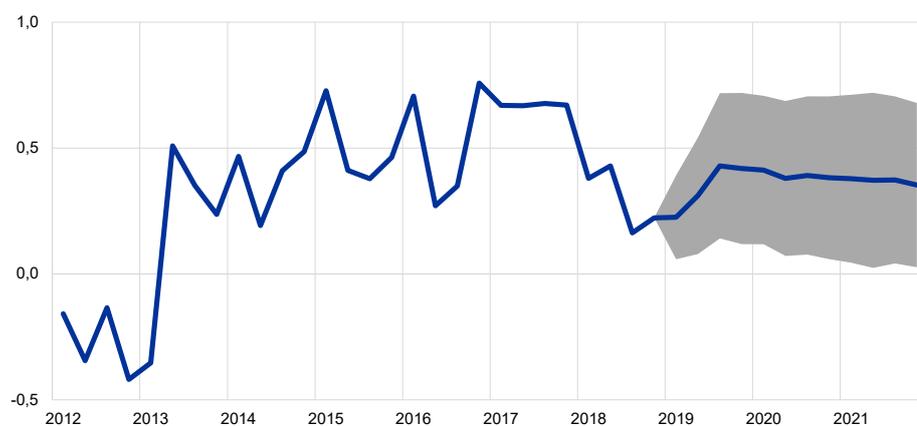
**En dépit du ralentissement actuel, l'expansion économique généralisée devrait reprendre de la vigueur à moyen terme et se poursuivre au cours des prochains mois.** La politique monétaire accommodante de la BCE continue de renforcer la demande intérieure. La poursuite des créations d'emplois et de la hausse des salaires devrait maintenir le niveau élevé de la consommation privée. Dans le même temps, les investissements des entreprises sont soutenus par la vigueur de la demande intérieure, les conditions de financement favorables et l'amélioration des bilans, et l'investissement dans l'immobilier résidentiel reste robuste.

**Les projections macroéconomiques de mars 2019 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une hausse annuelle du PIB en volume de 1,1% en 2019, de 1,6% en 2020 et de 1,5 % en 2021 (cf. graphique 12).** Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2018 réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées à la baisse, sensiblement pour 2019 et légèrement pour 2020. Les risques pesant sur les perspectives de la zone euro demeurent orientés du côté négatif.

### Graphique 12

#### PIB en volume de la zone euro (avec projections)

(variations trimestrielles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, mars 2019](#) » publié le 7 mars 2019 sur le site internet de la BCE.

Notes : Les fourchettes de projection sont calculées à partir des écarts entre les réalisations et les projections antérieures établies depuis plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue de l'écart moyen observé entre projections et réalisations. La méthode utilisée, comprenant un ajustement pour tenir compte d'événements exceptionnels, est présentée dans la publication de la BCE intitulée « [New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#) », BCE, décembre 2009.

## 4 Prix et coûts

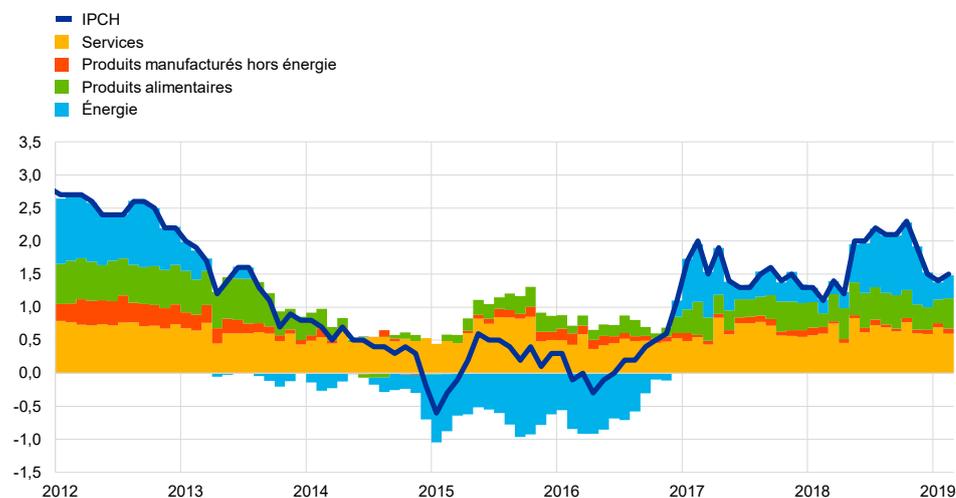
*Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,5 % en février 2019, après 1,4 % en janvier. Les mesures de l'inflation sous-jacente ont continué d'évoluer sans réelle tendance, mais les tensions d'origine interne sur les coûts se sont accentuées et généralisées dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et de tensions sur les marchés du travail. L'inflation sous-jacente devrait s'accélérer progressivement à moyen terme, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE, la croissance économique en cours et le renforcement de la hausse des salaires. Ce scénario ressort également, globalement, des projections macroéconomiques de mars 2019 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui font ressortir une hausse annuelle de l'IPCH de 1,2 % en 2019, de 1,5 % en 2020 et de 1,6 % en 2021, soit une révision à la baisse sur l'horizon de projection, ce qui reflète notamment les perspectives plus modérées de la croissance à court terme. La hausse annuelle de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'établir à 1,2 % en 2019, 1,4 % en 2020 et 1,6 % en 2021.*

**L'inflation totale s'est accélérée en février sous l'effet de hausses plus fortes des prix des composantes volatiles.** Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro a atteint 1,5 % en février 2019, après 1,4 % en janvier (cf. graphique 13). Cette évolution reflète une hausse des taux d'inflation pour les composantes les plus volatiles, l'énergie et les produits alimentaires, tandis que l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) s'est inscrit en baisse. Le taux d'inflation plus élevé pour la composante énergie reflète des effets de base haussiers et une augmentation modérée des prix du pétrole (en euros). Si l'on étudie les données relatives à l'IPCH depuis janvier 2019, il convient de noter que deux modifications de la méthodologie, impliquant des révisions des données historiques, ont été introduites (cf. l'encadré 4 et l'encadré 5).

### Graphique 13

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

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à février 2019 (estimations rapides). Les taux de croissance pour 2015 sont biaisés à la hausse en raison d'une modification de la méthodologie (cf. l'encadré 5).

#### Après la hausse enregistrée par rapport aux points bas antérieurs, les mesures de l'inflation sous-jacente ont poursuivi leur évolution récente sans réelle tendance.

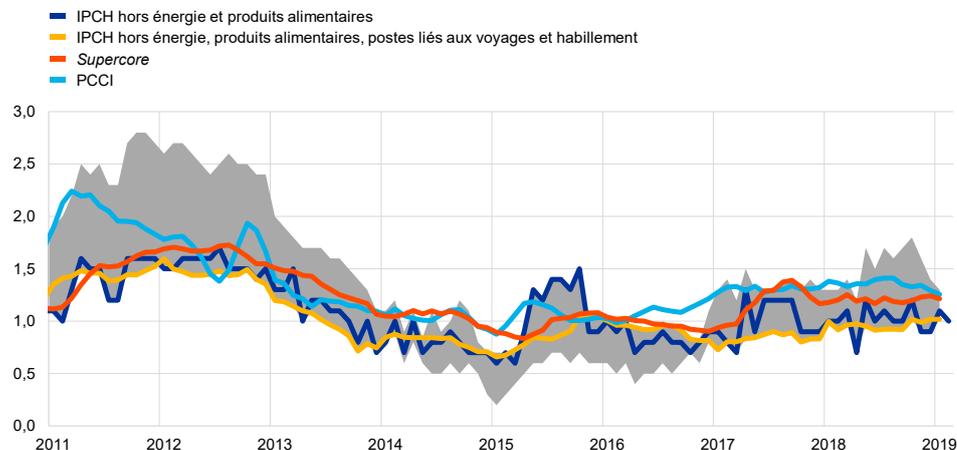
La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'est établie à 1,0 % en février, après 1,1 % en janvier, continuant ainsi d'osciller autour du taux de 1 % qu'elle avait atteint après son point bas de mi-2016. La baisse de février reflète un ralentissement de la hausse des prix des services, revenue de 1,6 % à 1,3 %, tandis que celle des prix des produits manufacturés hors énergie est demeurée inchangée à 0,3 %. Les autres mesures de l'inflation sous-jacente, notamment les indicateurs Composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation – PCCI*) et *supercore*<sup>1</sup>, qui ne sont disponibles que jusqu'en janvier, ont aussi généralement fait état d'une poursuite des évolutions sans réelle tendance observées ces derniers mois (cf. graphique 14). Ces mesures, statistiques ou fondées sur des modèles, sont néanmoins toutes demeurées supérieures à leurs points bas respectifs enregistrés en 2016. Les mesures de l'inflation sous-jacente devraient augmenter progressivement au cours des prochains mois, sous l'effet d'un nouveau renforcement de la hausse des salaires et du redressement observé de la hausse des prix intérieurs à la production.

<sup>1</sup> Pour de plus amples informations sur ces mesures de l'inflation sous-jacente, cf. les encadrés 2 et 3 de l'article intitulé « Les mesures de l'inflation sous-jacente pour la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018.

## Graphique 14

### Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à février 2019 (estimation rapide) pour l'IPCH hors énergie et produits alimentaires et à janvier 2019 pour toutes les autres mesures. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont les suivantes : IPCH hors énergie ; IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés ; IPCH hors énergie et produits alimentaires ; IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages et habillement ; la moyenne tronquée (10 %) ; la moyenne tronquée (30 %) et la médiane pondérée de l'IPCH. Les taux de croissance relatifs à l'IPCH hors énergie et produits alimentaires pour 2015 sont biaisés à la hausse en raison d'une modification de la méthodologie (cf. l'encadré 5).

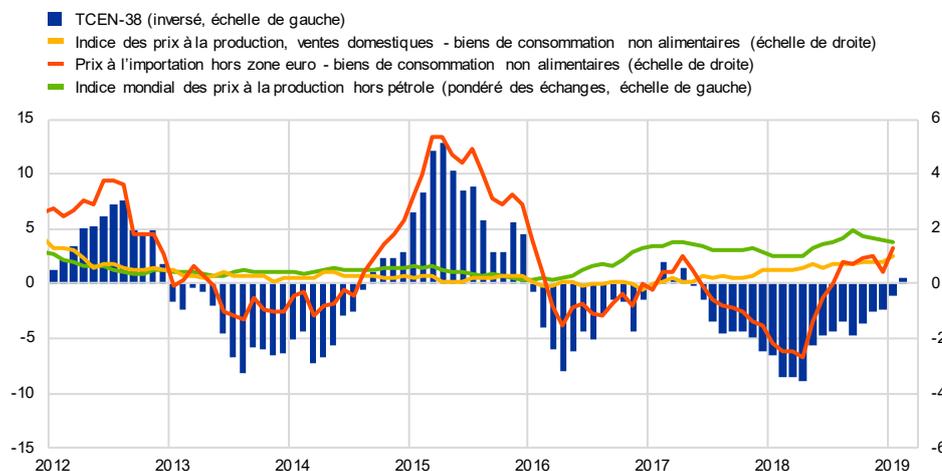
#### **Les tensions sur les prix pour la composante produits manufacturés hors énergie ont augmenté en aval de la chaîne des prix, tandis que les signaux ont été contrastés en amont.**

Très en amont, les tensions sur les prix se sont de nouveau accentuées, les taux de variation annuels des prix du pétrole et des prix des matières premières industrielles (en euros) ayant augmenté sensiblement en février. La hausse des prix à la production hors énergie au niveau mondial, en revanche, a continué de ralentir légèrement en janvier. Les tensions sur les prix précédemment faibles en amont ont exercé une incidence sur la hausse des prix à l'importation et à la production pour les biens intermédiaires, qui ont toutes deux poursuivi leur ralentissement depuis août 2018. En aval, la hausse annuelle des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires s'est accélérée à 1,3 % en janvier, après 0,4 % (révisé à la baisse), en décembre. Par ailleurs, la hausse des prix intérieurs à la production pour ces biens s'est accélérée à 1,0 % en janvier 2019, après avoir enregistré une croissance inchangée de 0,8 % en rythme annuel au cours des trois mois précédents, et elle est restée supérieure à sa moyenne de long terme (cf. graphique 15). Dans l'ensemble, les tensions sur les prix des biens de consommation sont demeurées globalement inchangées en aval de la chaîne des prix, une certaine faiblesse en amont étant encore susceptible de se diffuser.

## Graphique 15

### Prix à la production et à l'importation

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

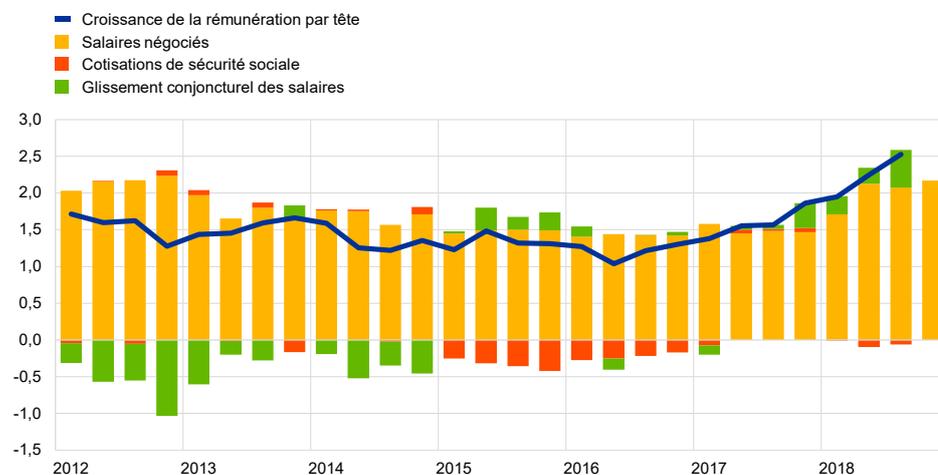
Notes : Les dernières observations se rapportent à février 2019 pour le TCEN-38 et à janvier 2019 pour les prix intérieurs à la production, les prix à l'importation et les prix à la production au niveau mondial. Le « TCEN-38 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. L'« indice des prix à la production » mesure les évolutions mensuelles des prix de vente sortie d'usine.

**Les évolutions récentes de la croissance des salaires signalent la poursuite d'une tendance haussière et vont dans le sens d'une accumulation progressive de tensions d'origine interne sur les coûts.** La hausse annuelle de la rémunération par tête s'est accentuée à 2,5 % au troisième trimestre 2018, contre 2,2 % au deuxième trimestre 2018. La croissance des salaires négociés s'est établie à 2,2 % au quatrième trimestre 2018, après 2,1 % au troisième trimestre (cf. graphique 16). Plus généralement, les indicateurs relatifs à la hausse des salaires sont à présent nettement plus élevés qu'au premier semestre 2016. Ces évolutions sont cohérentes avec la montée des tensions sur le marché du travail. Si la phase initiale de renforcement de la croissance de la rémunération par tête s'explique principalement par le glissement conjoncturel des salaires, l'essentiel de la dynamique observée ces derniers trimestres provient de l'accélération de la croissance annuelle des salaires négociés qui a renforcé la confiance dans des perspectives favorables de croissance des salaires.

## Graphique 16

### Contributions des composantes de la rémunération par tête

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2018 pour la rémunération par tête et au quatrième trimestre 2018 pour la croissance des salaires négociés.

**Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché, comme celles tirées d'enquêtes, se sont inscrites en légère baisse.** Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'est établi à 1,51 % le 6 mars 2019, soit 13 points de base de moins environ que le niveau enregistré mi-décembre (cf. graphique 17). Le profil anticipé des mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché continue d'indiquer une période prolongée de faible inflation, avec un retour progressif de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. La probabilité neutre au risque d'une inflation moyenne négative au cours des cinq prochaines années, ressortant des marchés d'options sur l'inflation, est négligeable, ce qui suggère que les marchés considèrent actuellement le risque de déflation comme très faible. Selon l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le premier trimestre 2019, les anticipations d'inflation à plus long terme sont ressorties à 1,8 %, en légère baisse par rapport à 1,9 % lors de la précédente enquête.

## Graphique 17

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 6 mars 2019.

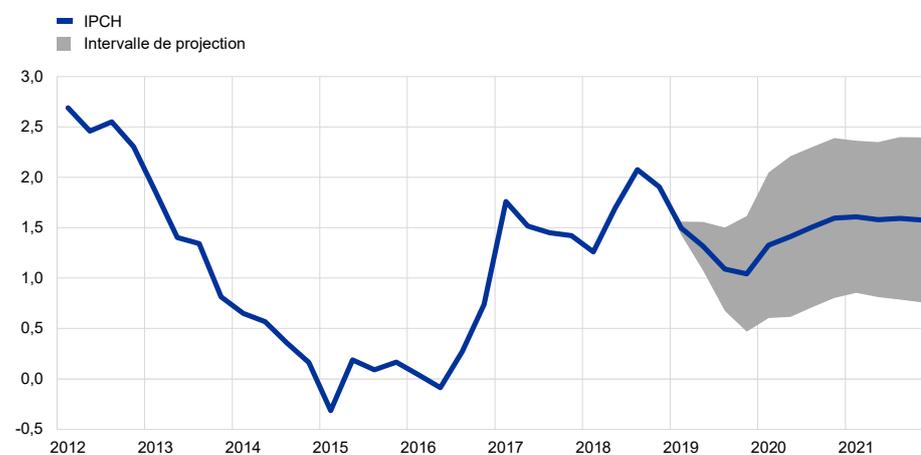
### Les projections macroéconomiques de mars 2019 établies par les services de la BCE prévoient une accélération progressive de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de projection.

Sur la base des informations disponibles mi-février, ces projections tablent sur une hausse de l'IPCH total atteignant, en moyenne, 1,2 % en 2019, 1,5 % en 2020 et 1,6 % en 2021, après 1,6 %, 1,7 % et 1,8 %, respectivement, dans les projections macroéconomiques de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème (cf. graphique 18). Ce profil reflète un fort ralentissement de la hausse de la composante énergie de l'IPCH en 2019, qui s'explique principalement par la forte baisse des prix du pétrole fin 2018 et par des effets de base baissiers liés à leur précédente hausse en 2018. Pour la suite, les prix des produits énergétiques figurant dans l'IPCH devraient croître à des taux modérés, en ligne avec la courbe relativement plate des contrats à terme sur le prix du pétrole. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'inscrire progressivement en hausse, soutenue par une reprise économique plus graduelle mais persistante et une situation plus tendue sur le marché du travail, entraînant un accroissement des tensions d'origine interne sur les coûts. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait passer de 1,2 % en 2019 à 1,4 % en 2020 et à 1,6 % en 2021, ce qui représente une révision à la baisse de 0,2 point de pourcentage sur chaque année de l'horizon de projection.

## Graphique 18

### Inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro (avec projections)

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « [Projections macroéconomiques établies par les services de la BCE pour la zone euro, mars 2019](#) » publié le 7 mars 2019 sur le site internet de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2018 (données effectives) et au quatrième trimestre 2021 (projections). Les fourchettes de projection sont calculées à partir des écarts entre les réalisations et les projections antérieures établies depuis plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue de l'écart moyen observé entre projections et réalisations. La méthode utilisée, comprenant un ajustement pour tenir compte d'événements exceptionnels, est présentée dans la publication de la BCE intitulée « [New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#) », BCE, décembre 2009. La date d'arrêt des données intégrées dans les projections est le 21 février 2019. Elle est donc antérieure à la révision des données historiques relatives à l'IPCH en raison des évolutions méthodologiques.

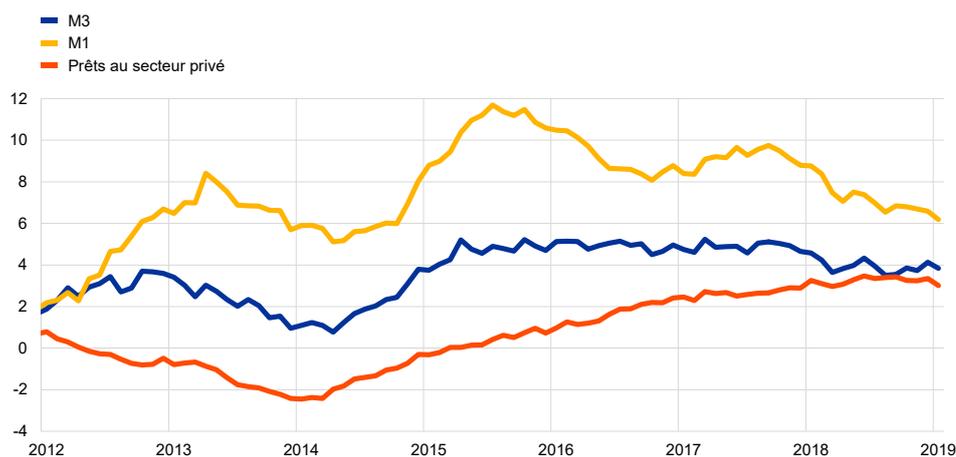
## 5 Monnaie et crédit

La croissance de la monnaie et la dynamique du crédit se sont ralenties en janvier 2019. La croissance de la monnaie au sens large a affiché une forte résilience face à la réduction progressive des achats nets mensuels dans le cadre du programme d'achats d'actifs (asset purchase programme – APP). Dans le même temps, les conditions de financement des banques et du crédit bancaire sont restées favorables. Les émissions nettes de titres de créance par les SNF ont fortement diminué au quatrième trimestre 2018, dans le contexte d'une poursuite de la détérioration graduelle des conditions sur le marché obligataire qui a débuté fin 2017.

**La croissance de la monnaie au sens large s'est ralentie en janvier, les taux continuant d'osciller autour du niveau observé depuis mars 2018.** Le taux de croissance annuel de M3 s'est inscrit en baisse, à 3,8 % en janvier 2019 après 4,1 % en décembre 2018 (cf. graphique 19). Cette évolution montre la résilience de la croissance de M3 face à la baisse mécanique de la contribution des achats réalisés dans le cadre de l'APP. La croissance de M3 s'est ralentie depuis fin 2017, ce qui coïncide avec la réduction progressive des achats nets d'actifs. Cela s'est traduit par un impact positif moins important de l'APP sur la croissance de M3. L'agrégat monétaire étroit M1, qui inclut les composantes les plus liquides de M3, a continué d'apporter une forte contribution à la croissance de la monnaie au sens large, en dépit d'une baisse à 6,2 % en janvier. La croissance de la monnaie a continué de bénéficier de la poursuite de l'expansion économique et du faible coût d'opportunité de la détention des instruments les plus liquides dans un environnement de taux d'intérêt très bas.

**Graphique 19**  
M3, M1 et prêts au secteur privé

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



Source : BCE.

Notes : Les prêts sont corrigés des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dernière observation se rapporte à janvier 2019.

**Les dépôts à vue ont continué d'être le principal contributeur à la croissance de M3.** Le taux de croissance annuel des dépôts à vue a diminué pour s'établir à 6,4% en janvier, reflétant le ralentissement de la croissance annuelle des dépôts à vue

détenus par les SNF, tandis que la croissance des dépôts à vue détenus par les ménages est demeurée stable. En outre, la croissance régulière des billets et pièces en circulation est le signe qu'il n'y a pas eu de substitution de grande ampleur de liquidité en faveur des dépôts dans un environnement de taux d'intérêt très bas, voire négatifs, dans l'ensemble de la zone euro. Les dépôts à court terme autres que les dépôts à vue ( $M2 - M1$ ) ont continué d'apporter une contribution négative à la croissance de  $M3$ , malgré une stabilisation de l'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux dépôts à court terme et ceux rémunérant les dépôts à vue depuis fin 2017. Les instruments négociables ( $M3 - M2$ ), dont le rythme de croissance est lent actuellement en raison de leur faible rémunération, ont eu un impact globalement neutre sur la croissance de  $M3$ .

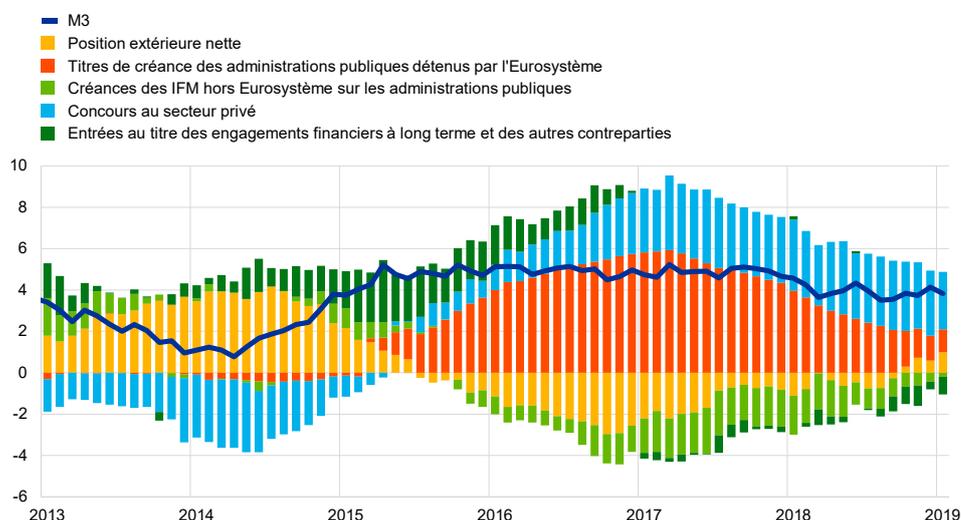
**Du point de vue des contreparties, les concours au secteur privé sont restés le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large**

(cf. graphique 20). Dans le contexte évoqué précédemment de réduction progressive des achats nets mensuels dans le cadre de l'APP, la contribution positive à la croissance de  $M3$  des titres des administrations publiques détenus par l'Eurosystème a encore diminué (cf. les parties rouges des barres du graphique 20). Cette évolution a été largement contrebalancée par une hausse modérée de la contribution des concours au secteur privé depuis fin 2017 (cf. les parties bleues des barres du graphique 20). Si les crédits au secteur privé sont demeurés la principale source de création monétaire, la moindre contribution de l'APP a été récemment remplacée par les flux monétaires extérieurs (cf. les parties jaunes des barres du graphique 20) et par les créances sur les administrations publiques (cf. les parties vert clair des barres du graphique 20). La contribution croissante de la position extérieure nette reflète en partie les préférences des investisseurs pour les actifs de la zone euro dans le contexte d'une plus grande aversion au risque, liée à une plus forte incertitude. En outre, les achats de titres publics par les banques commerciales ont eu un effet stabilisateur de plus en plus important sur  $M3$  au cours des derniers mois. Ces évolutions traduisent la poursuite d'un mouvement en faveur de sources de création monétaire plus auto-entretenues.

## Graphique 20

### M3 et ses contreparties

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



Source : BCE.

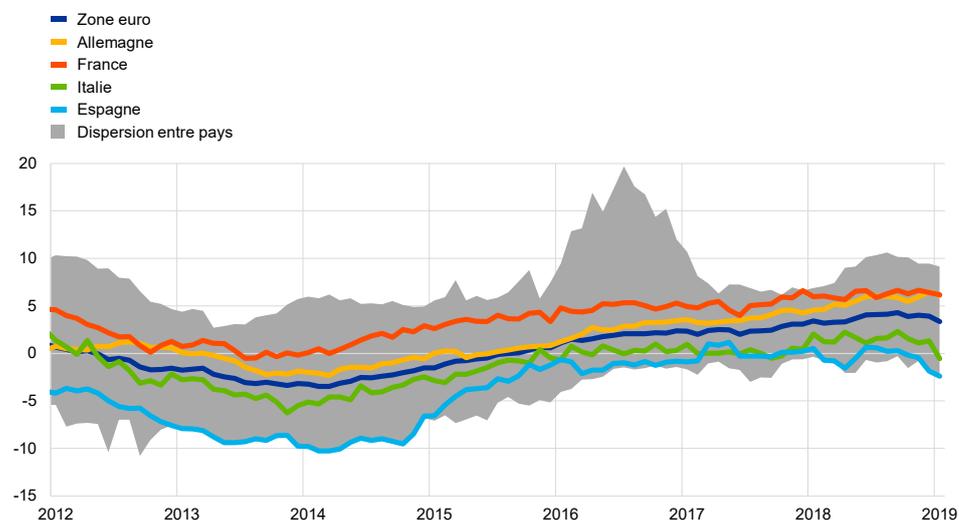
Notes : Les concours au secteur privé recouvrent les prêts des IFM au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres de créance émis par le secteur privé non IFM de la zone euro. Par conséquent, cela couvre également les achats de titres de créance émis par les non-IFM réalisés par l'Eurosystème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

**La dynamique du crédit s'est ralentie en janvier.** 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 en baisse à 3,0 % en janvier, après 3,4 % en décembre (cf. graphique 19). Cette évolution résulte d'une forte diminution du taux de croissance annuel des prêts consentis aux SNF, qui est revenu de 3,9 % en décembre à 3,3 % en janvier. La croissance des prêts aux entreprises, dans un contexte de forte hétérogénéité entre pays, est conforme aux profils historiques et peut s'expliquer par le ralentissement de la croissance du PIB en volume depuis début 2018 (cf. graphique 21). Dans le même temps, le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est resté stable à 3,2 % en janvier, également dans un contexte de forte hétérogénéité d'un pays à l'autre (cf. graphique 22). Les prêts au secteur privé ont continué d'être soutenus par des conditions de financement favorables, une croissance robuste de l'investissement des entreprises, l'amélioration de la situation sur les marchés du travail, la maturité des marchés de l'immobilier et la croissance tant de l'investissement résidentiel que de la consommation privée. Par ailleurs, les banques ont réalisé des progrès en matière d'assainissement de leurs bilans, d'amélioration de la rentabilité et de réduction du stock de créances douteuses, même si le niveau de ces créances demeure élevé dans certains pays.

## Graphique 21

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

(variations annuelles en pourcentage)



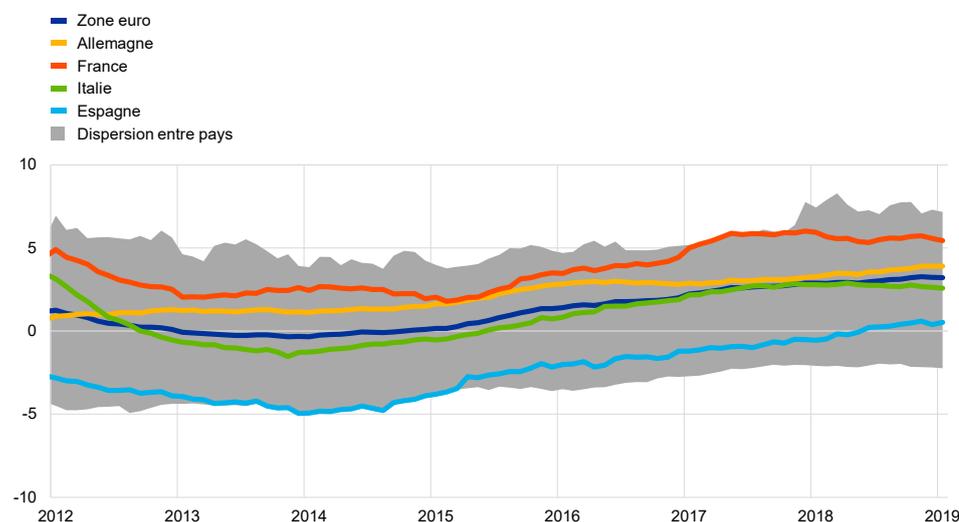
Source : BCE.

Notes : En données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dispersion entre pays est calculée comme l'écart entre minimum et maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à janvier 2019.

## Graphique 22

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

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : En données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation. La dispersion entre pays est calculée comme l'écart entre minimum et maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à janvier 2019.

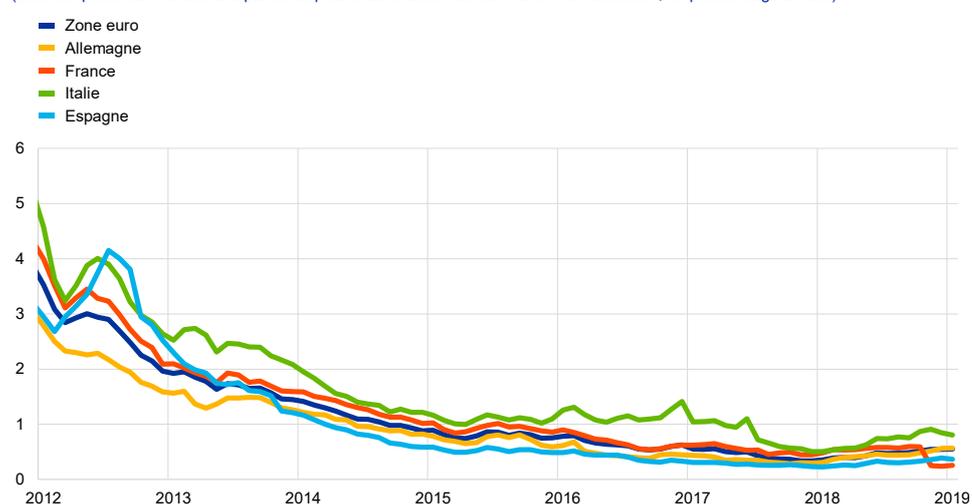
**Les conditions de financement des banques sont demeurées favorables au regard des normes historiques.** En janvier, le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro est demeuré stable, après avoir progressivement augmenté depuis début 2018 (cf. graphique 23). Cette évolution reflète un niveau inchangé des rendements des obligations bancaires dans l'ensemble de la zone euro. L'hétérogénéité d'un pays à l'autre a été considérable, en

raison d'une forte incertitude politique et d'un accès inégal des banques au financement interbancaire. Dans le même temps, les coûts de financement par les dépôts sont demeurés inchangés. Les répercussions de l'augmentation du coût du financement par émission de titres de créance sur le coût composite global du financement des banques sont demeurées relativement limitées, en raison de l'importance limitée de ce type de financement dans les structures de financement des banques. Par conséquent, les conditions de financement des banques sont demeurées globalement favorables, reflétant l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE et le renforcement des bilans des banques. En outre, les nouvelles séries de TLTRO contribueront au maintien de conditions du crédit bancaire favorables au cours de la période à venir.

### Graphique 23

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

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



Sources : BCE, Markit iBoxx et calculs de la BCE.

Notes : Le coût composite des dépôts est calculé comme une moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt à vue, de dépôt à terme et de dépôt remboursable avec préavis, pondérés par les encours correspondants. La dernière observation se rapporte à janvier 2019.

#### Les taux d'intérêt des prêts bancaires accordés aux SNF et aux ménages se sont maintenus à des niveaux proches de leurs points bas historiques.

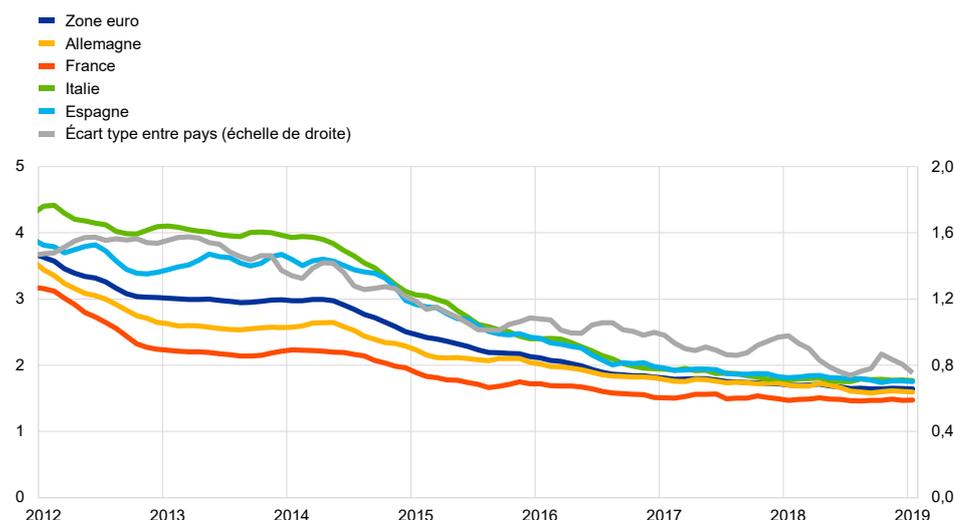
En janvier 2019, le taux d'intérêt composite sur les prêts bancaires aux SNF (cf. graphique 24) est demeuré globalement stable à 1,63 %, niveau proche de son point bas historique de 1,62 % enregistré en mai 2018. Le taux d'intérêt composite sur les prêts au logement est demeuré globalement stable en janvier, à 1,82 %, niveau également proche de son point bas historique enregistré en décembre 2016 (cf. graphique 25). 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, et l'hétérogénéité entre les différents pays est demeurée considérable. Entre mai 2014 et janvier 2019, les taux débiteurs composites des prêts consentis aux SNF et aux ménages ont fléchi de, respectivement, 130 et 110 points de base environ. 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 24

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

(en pourcentage annuel ; moyenne mobile sur trois mois)



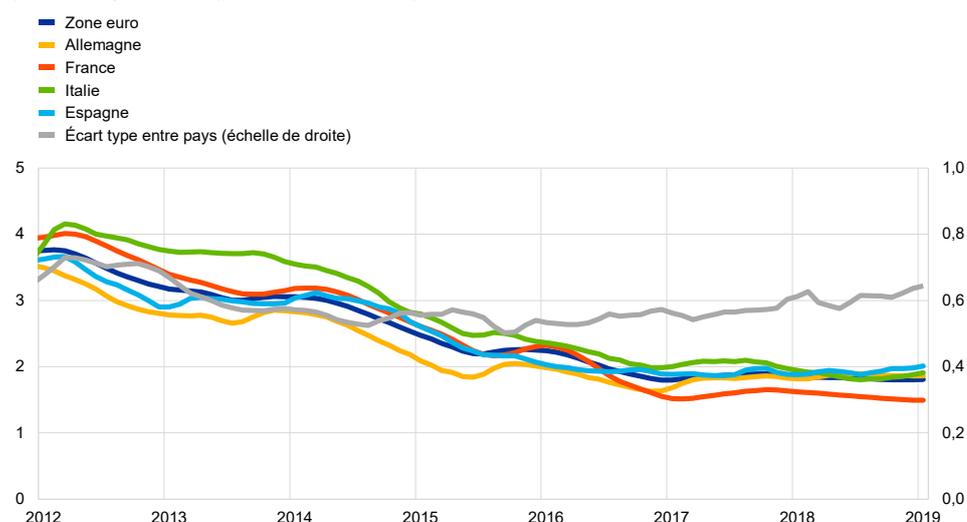
Source : BCE.

Notes : L'indicateur relatif au coût total de l'emprunt bancaire est calculé en agrégeant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à janvier 2019.

### Graphique 25

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

(en pourcentage annuel ; moyenne mobile sur trois mois)



Source : BCE.

Notes : L'indicateur relatif au coût total de l'emprunt bancaire est calculé en agrégeant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à janvier 2019.

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

La croissance des prêts bancaires a été robuste, soutenue par des critères d'octroi toujours favorables et une nouvelle baisse du coût relatif des prêts bancaires. En revanche, les émissions nettes de titres ont été négatives au cours du trimestre, reflétant le ralentissement de la croissance économique, la diminution de la valeur des fusions et acquisitions ainsi que la hausse du coût du financement de marché et de l'incertitude, entre autres facteurs. Toutefois, ces évolutions deviennent de plus en plus hétérogènes d'un pays à l'autre.

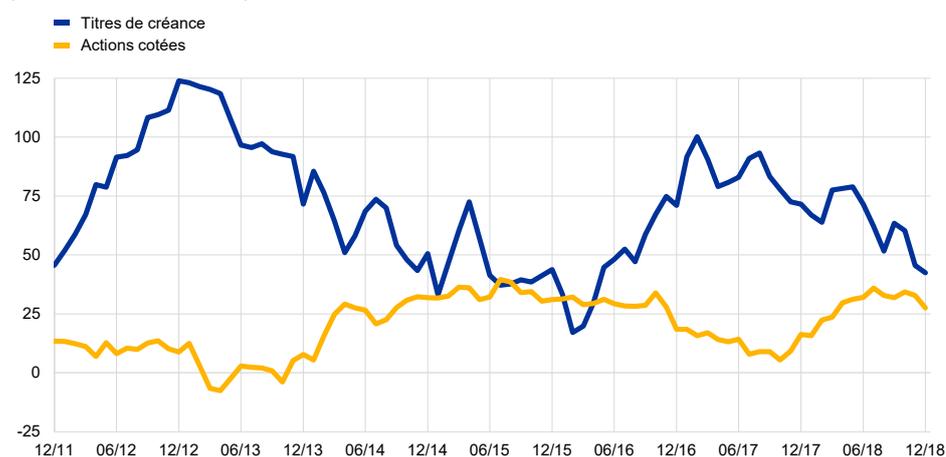
**Au quatrième trimestre 2018, les émissions nettes de titres de créance par les SNF ont été fortement négatives dans un contexte de hausse persistante du coût des émissions de dette à cette période.**

La faiblesse de l'activité d'émission nette au dernier trimestre 2018 peut être attribuée en partie au profil saisonnier de la série, mais dans une perspective davantage axée sur le moyen terme, les flux annuels au titre des émissions nettes enregistrés en décembre 2018 ont atteint leur niveau le plus bas depuis mai 2016 (cf. graphique 26), évolution qui demeure conforme à la tendance baissière qui s'est amorcée début 2017. Les données de marché suggèrent que les émissions nettes de titres de créance par les émetteurs bien notés (*investment-grade*) ont augmenté au cours des premiers mois de 2019, tandis qu'elles sont demeurées pratiquement nulles dans le compartiment des titres à rendement élevé. Les émissions nettes d'actions cotées ont été pratiquement nulles au quatrième trimestre 2018.

### Graphique 26

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

(flux annuels en milliards d'euros)



Source : BCE.

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

**En décembre 2018, le coût du financement des SNF a encore augmenté.** En décembre, le coût nominal total du financement externe des SNF, qui comprend le crédit bancaire, l'émission de dette sur le marché et le financement par émission d'actions, est ressorti à 4,8 %, après 4,7 % en novembre. Le coût actuel du financement externe dépasse de 57 points de base le point bas historique d'août 2016 mais il reste très inférieur au niveau observé mi-2014, lorsque les marchés ont

commencé à anticiper l'introduction du programme d'achats de titres du secteur public.

## 6 Évolutions budgétaires

*Une orientation budgétaire légèrement expansionniste de la zone euro et le fonctionnement des stabilisateurs automatiques soutiennent l'activité économique. Dans le même temps, les pays affichant un endettement public élevé doivent continuer de reconstituer des réserves budgétaires. Tous les pays devraient fournir des efforts supplémentaires vers une composition des finances publiques plus propice à la croissance. De même, la mise en œuvre transparente et cohérente dans le temps et entre les États membres du cadre de gouvernance budgétaire et économique de l'Union européenne demeure essentielle pour renforcer la résistance de l'économie de la zone euro.*

**Après avoir connu une amélioration l'année dernière, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait se dégrader en 2019, puis rester globalement stable les deux années suivantes**<sup>2</sup>. Sur la base de données portant sur 2018, qui sont encore incomplètes, le ratio de déficit des administrations publiques de la zone euro se serait établi à 0,5 % du PIB, contre 1 % du PIB en 2017. Le recul enregistré en 2018 a principalement résulté de conditions conjoncturelles propices couplées à un allègement des paiements d'intérêts. L'amélioration devrait s'inverser cette année en raison d'un net recul du solde primaire corrigé du cycle. Le déficit plus important persisterait également au cours des deux prochaines années (cf. graphique 27).

**Les perspectives relatives au déficit des administrations publiques de la zone euro pour les deux prochaines années se sont dégradées par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2018 réalisées par les services de l'Eurosystème.** Le niveau plus élevé du déficit résulte en partie d'un solde primaire plus bas, reflétant des politiques qui sont plus expansionnistes que prévu précédemment dans plusieurs des plus grands États membres de la zone euro. Il découle également d'une composante conjoncturelle plus faible, les prévisions macroéconomiques ayant été revues à la baisse.

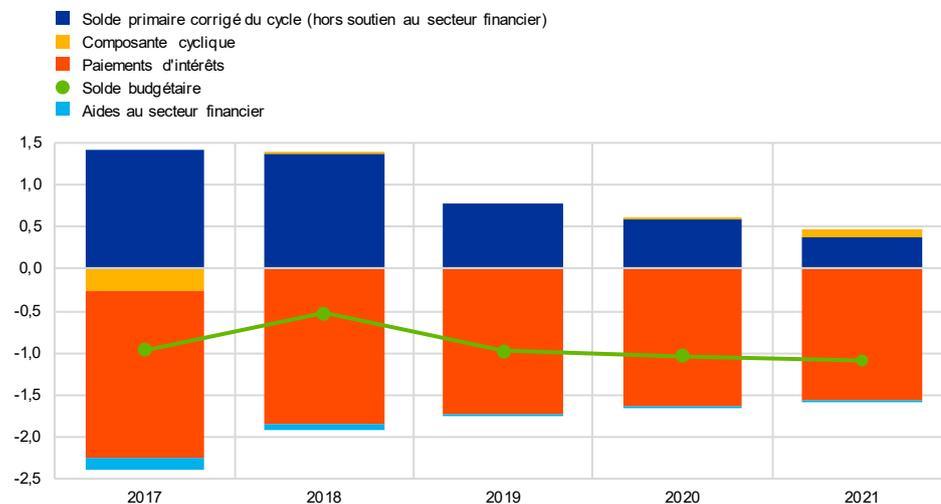
---

<sup>2</sup> Cf. les « [Projections macroéconomiques de mars 2019 pour la zone euro établies par les services de la BCE](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 7 mars 2019.

## Graphique 27

### Le solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)



Sources : BCE et projections macroéconomiques de mars 2019 établies par les services de la BCE.  
Note : Les données se réfèrent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro.

**L'orientation budgétaire globale de la zone euro devrait avoir été globalement neutre en 2018 mais prendrait un tour légèrement expansionniste à partir de 2019**<sup>3</sup>. Ce profil s'explique principalement par des réductions tant de la fiscalité directe que des contributions à la sécurité sociale en Allemagne et en France, mais est également attribuable à une croissance relativement dynamique des dépenses dans plusieurs pays.

**La baisse du ratio dette/PIB du secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro devrait se poursuivre à un rythme plus lent.** Selon les projections macroéconomiques de mars 2019 réalisées par les services de la BCE, le ratio dette/PIB du secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro reviendrait de 86,8 % du PIB en 2017<sup>4</sup> à 81,1 % du PIB en 2021. La réduction prévue de la dette publique est soutenue à la fois par l'écart négatif entre taux d'intérêt et taux de croissance<sup>5</sup> et par le maintien des excédents primaires (cf. graphique 28), même si des ajustements dette-déficit devraient annuler certains de ces effets. Au cours de la période de projection, le ratio d'endettement devrait reculer ou n'afficher qu'une légère hausse dans l'ensemble des pays de la zone euro, mais il continuera de dépasser largement la valeur de référence de 60 % du PIB dans plusieurs pays. Par rapport aux projections de décembre 2018, le repli du ratio dette/PIB agrégé de la zone euro s'atténuerait sur l'ensemble de l'horizon de projection. Cette situation s'explique

<sup>3</sup> L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance des politiques budgétaires sur l'économie au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée ici comme la variation du ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite du soutien des pouvoirs publics au secteur financier. Pour plus de détails concernant le concept d'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « L'orientation budgétaire de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

<sup>4</sup> Comme les projections prennent généralement en compte les révisions de données les plus récentes, il se peut qu'il y ait des écarts par rapport aux dernières données validées d'Eurostat.

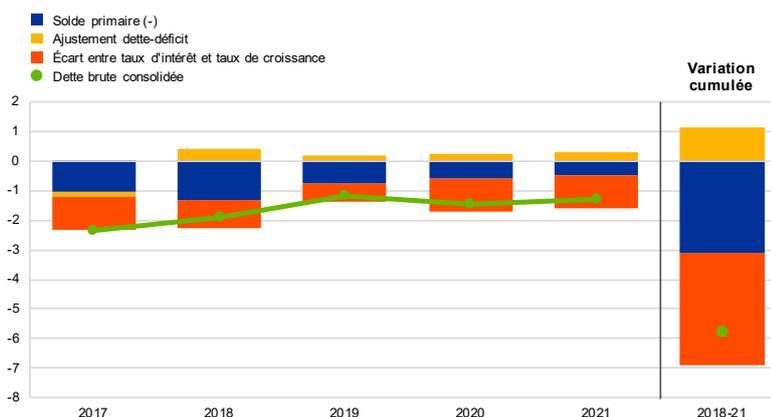
<sup>5</sup> Pour de plus amples informations, cf. l'encadré intitulé « Le différentiel entre les taux d'intérêt et de croissance et la dynamique de la dette publique », du présent *Bulletin économique*.

principalement par l'élargissement de l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance en 2019, reflétant la révision à la baisse de la croissance du PIB, ainsi qu'une contraction des soldes primaires.

### Graphique 28

#### Facteurs déterminants de la variation de la dette publique

(en points de pourcentage du PIB)



Sources : BCE et projections macroéconomiques de mars 2019 établies par les services de la BCE.  
 Note : Les données se réfèrent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro.

**Les pays doivent poursuivre leurs politiques budgétaires, en respectant pleinement les dispositions du Pacte de stabilité et de croissance.** Cela peut impliquer de laisser agir les stabilisateurs automatiques lorsque cela s'indique. Dans le même temps, les pays affichant un endettement public élevé doivent continuer de reconstituer des réserves budgétaires. Tous les pays devraient fournir des efforts supplémentaires vers une composition des finances publiques plus propice à la croissance.

# Encadrés

## 1 Caractériser l'expansion actuellement observée dans les économies avancées hors zone euro : où allons-nous ?

**Alina Bobasu, Mariarosaria Comunale, Ramon Gomez-Salvador et Lucia Quaglietti**

**Cet encadré examine la phase actuelle du cycle conjoncturel dans les grandes économies avancées hors zone euro, en vue d'évaluer les facteurs à l'origine de la transition vers une croissance plus faible** <sup>6</sup>. Même si la croissance s'est ralentie dans les économies avancées hors zone euro, les signes d'un ralentissement sévère ou d'une récession sont limités à l'heure actuelle et notre scénario de référence demeure celui d'un ralentissement économique modéré.

**D'un point de vue historique, l'expansion actuelle dans les économies avancées hors zone euro a été relativement inhabituelle en termes tant de durée que de rythme.** Après la crise financière mondiale, l'activité a commencé à se redresser dans un contexte d'écart de production très élevés. L'expansion mondiale est maintenant entrée dans sa dixième année et est en voie de devenir la plus longue jamais enregistrée. D'un point de vue historique, elle a également été relativement limitée, avec une croissance cumulée du PIB inférieure à 20 % depuis 2009, ce qui est nettement en deçà des niveaux observés lors des précédentes périodes d'expansion (cf. graphique A). La lenteur de la reprise pourrait être cohérente avec l'idée que la croissance potentielle a baissé au cours de la dernière décennie.

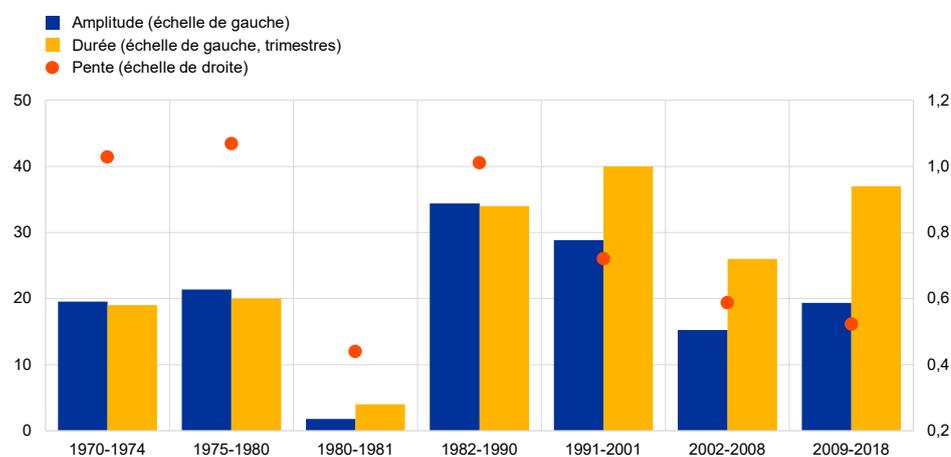
---

<sup>6</sup> L'analyse se fonde sur les pays hors zone euro suivants : les États-Unis (US), le Japon (JP), le Royaume-Uni (UK), le Canada (CA), la Suisse (CH), la Suède (SE), le Danemark (DK), la Norvège (NO) et l'Australie (AU).

## Graphique A

### Amplitude, durée et pente des périodes d'expansion dans les économies avancées hors zone euro

(échelle de gauche : pourcentages et trimestres ; échelle de droite : pourcentages)



Source : Services de la BCE.

Notes : Les cycles des économies avancées sont obtenus par la moyenne pondérée des pays de l'échantillon. Cf. la première note de bas de page du présent encadré pour la couverture des pays. L'« amplitude » fait référence à la variation en pourcentage du PIB en volume entre un point bas et le point haut suivant dans une période d'expansion ; la « durée » est définie comme le nombre de trimestres entre un point bas et le point haut suivant dans une période d'expansion ; et la « pente » est le ratio amplitude/durée.

### Une analyse plus approfondie de la dynamique du cycle conjoncturel nécessite une définition plus fine de ses différentes phases.

Dans le cadre de cet encadré, nous conjugons deux approches. Premièrement, nous identifions les récessions en nous appuyant sur une définition purement technique, à savoir qu'une récession implique au moins deux trimestres de baisse du niveau du PIB en volume, en adoptant l'algorithme de Bry et Boschan<sup>7</sup>. Cette approche de la datation du cycle conjoncturel est qualifiée de « classique » dans la littérature<sup>8</sup>. Une fois établies les dates des récessions, nous utilisons la composante cyclique du PIB, obtenue en éliminant la composante tendancielle du PIB en volume à l'aide des estimations de la croissance du PIB potentiel, afin de distinguer les différentes phases d'expansion cyclique<sup>9</sup>. Nous séparons les mouvements du cycle du PIB en quatre phases supplémentaires selon que le PIB effectif augmente plus ou moins vite que le PIB potentiel et selon que l'écart de production s'inscrit en territoire positif ou négatif, en imposant là encore un

<sup>7</sup> Cf. Bry (G.) et Boschan (C.), « *Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs* », NBER Books, National Bureau of Economic Research, 1971. Cette méthode fournit une bonne approximation et a été largement utilisée pour les études empiriques des périodes d'expansion et de récession. Cf., par exemple, pour les pays du G7 et de l'UE, Artis (M.J.), Kontolemis (Z.G.) et Osborn (D.R.), « *Business Cycles for G7 and European Countries* », *The Journal of Business*, vol. 70, n° 2, avril 1997, p. 249-279 ; et, pour les États-Unis, Stock (J.H.) et Watson (M.W.), « *Estimating turning points using large data sets* », *Journal of Econometrics*, vol. 178, partie 2, janvier 2014, p. 368-381. Les résultats sont globalement comparables à la datation publiée par le Centre for Economic Policy Research (Centre de recherche sur la politique économique – CEPR) et le NBER pour la zone euro et les États-Unis, respectivement, qui utilisent tous deux des méthodes plus exhaustives incluant non seulement le PIB trimestriel, mais aussi des composantes clés du PIB, l'emploi et l'activité industrielle, entre autres variables. Les récessions sont définies comme deux trimestres consécutifs de baisse du niveau de PIB.

<sup>8</sup> Cf. Burns (A.F.) et Mitchell (W.C.), « *Measuring Business Cycles* », NBER Books, National Bureau of Economic Research, décembre 1946.

<sup>9</sup> Pour une approche similaire de la datation du cycle conjoncturel, cf. l'encadré intitulé « *The measurement and prediction of the euro area business cycle* », *Bulletin mensuel*, BCE, mai 2011.

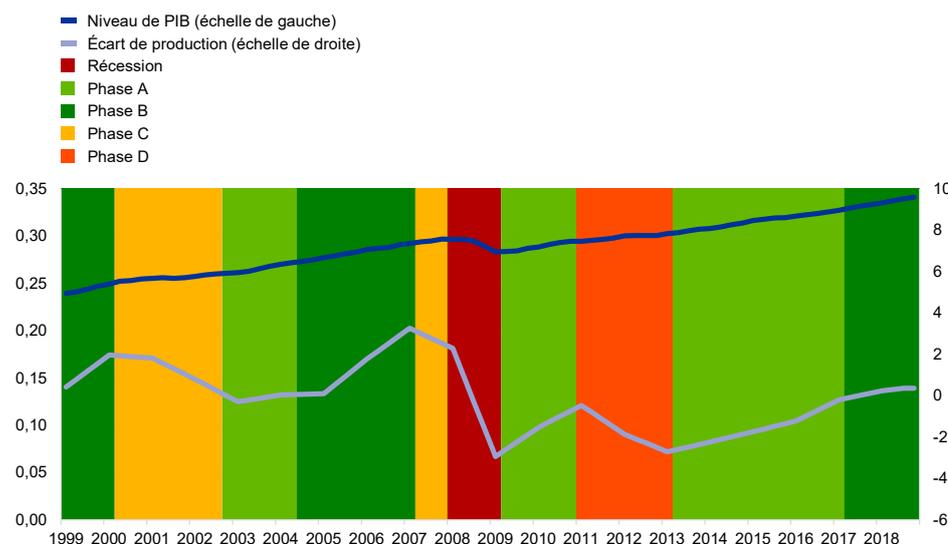
minimum de deux trimestres consécutifs pour la définition de chaque phase <sup>10,11</sup>. Le graphique B présente un exemple des cinq phases fondées sur l'agrégation des économies avancées hors zone euro.

**La seconde étape nous permet de fournir une caractérisation plus fine des différentes phases de l'expansion.** Plus précisément, elle nous permet de prendre en compte les implications d'un ralentissement de la croissance potentielle. En conjuguant les récessions identifiées à l'étape 1 (zone ombrée rouge dans le graphique B) et les phases conjoncturelles supplémentaires détectées à l'étape 2 (zones ombrées vert clair, vert foncé, jaune et orange), nous distinguons les « atterrissages brutaux », c'est-à-dire les récessions pures et simples, des « atterrissages en douceur », c'est-à-dire les périodes au cours desquelles l'activité économique ralentit par rapport au potentiel, les écarts de production s'inscrivant parfois en territoire négatif, mais sans entrer en récession <sup>12</sup>.

### Graphique B

#### Cycle conjoncturel des économies avancées hors zone euro

(échelle de gauche : indices (en logs) ; échelle de droite : pourcentages)



Source : Services de la BCE.

Notes : Le graphique présente une périodisation en cinq phases du cycle conjoncturel pour les économies avancées. Dans une première étape, nous nous appuyons sur l'approche classique de la datation du cycle conjoncturel afin de distinguer les périodes d'expansion des périodes de récession, en adoptant l'algorithme de Bry et Boschan appliqué aux niveaux de PIB en volume (en logs). La seconde étape sépare les mouvements de la composante cyclique du PIB en volume en quatre phases. La phase A correspond aux périodes au cours desquelles l'écart de production est encore négatif, mais le PIB s'accroît plus rapidement que le potentiel. La phase B se rapporte au cas où l'écart de production est positif, le PIB s'accroissant plus rapidement que le potentiel. Dans la phase C, un écart de production positif est associé à un PIB s'accroissant plus lentement que le potentiel. Enfin, la phase D décrit les périodes au cours desquelles l'écart de production est négatif et le PIB s'accroît moins rapidement que le potentiel. La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2018.

<sup>10</sup> L'analyse présentée dans cet encadré et la datation des phases du cycle conjoncturel qui en découle sont sensibles aux estimations du PIB potentiel. On utilise les estimations de la croissance potentielle établies par le FMI et la BCE. Les données annuelles sont interpolées par spline cubique pour obtenir les fréquences trimestrielles. Les estimations de la croissance potentielle pour la période avant 1980 sont obtenues par le biais de techniques de décomposition du cycle simples.

<sup>11</sup> Les indicateurs composites avancés de l'OCDE suivent une autre approche qui se concentre sur l'anticipation des points de retournement de l'activité économique.

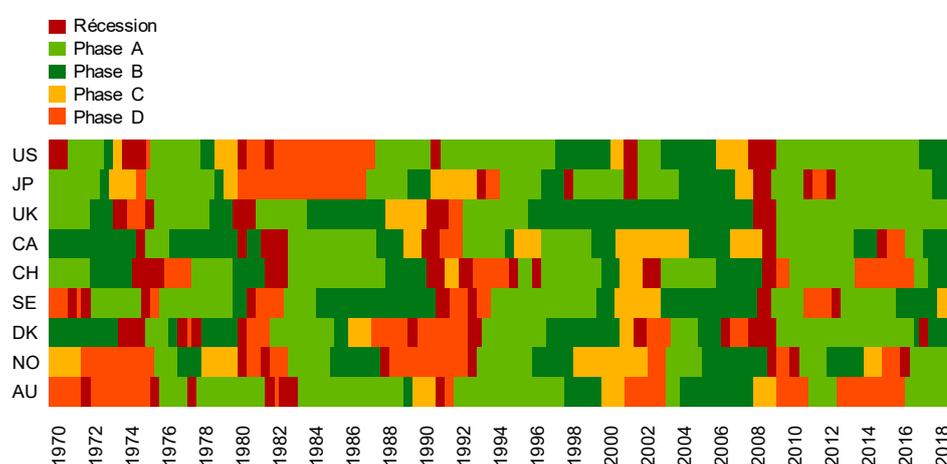
<sup>12</sup> Avec cette approche en deux étapes, les phases de récession peuvent succéder à n'importe laquelle des quatre phases d'expansion, même si, en pratique, elles suivent essentiellement la phase C et, dans une moindre mesure, les phases B et D.

**Cette méthodologie suggère que dans plusieurs grandes économies avancées, l'écart de production s'inscrit actuellement en territoire positif, l'activité continuant de progresser plus vite que le potentiel (cf. graphique C).** Nos estimations suggèrent qu'aux États-Unis, au Japon, au Canada, en Suisse et au Danemark, les écarts de production sont positifs, l'activité continuant de progresser à un rythme plus soutenu que le potentiel. Toutefois, la Suède est peut-être déjà entrée dans une phase dans laquelle l'activité s'accroît à un rythme inférieur au potentiel. En revanche, le redressement observé au Royaume-Uni, en Norvège et en Australie semble durer depuis la Grande récession, mais il existe encore des capacités inutilisées dans ces économies.

### Graphique C

Une périodisation des cycles conjoncturels pour une sélection d'économies avancées

(phases)



Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Les récessions sont identifiées à l'aide de l'algorithme de Bry et Boschan appliqué aux niveaux de PIB en volume (en logs). La phase A correspond aux périodes au cours desquelles l'écart de production est encore négatif, mais le PIB s'accroît plus rapidement que le potentiel. La phase B se rapporte au cas où l'écart de production est positif, le PIB s'accroissant plus rapidement que le potentiel. Dans la phase C, un écart de production positif est associé à un PIB s'accroissant plus lentement que le potentiel. Enfin, la phase D décrit les périodes au cours desquelles l'écart de production est négatif et le PIB s'accroît moins rapidement que le potentiel. La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2018.

**Le passé semble indiquer que les économies peuvent fonctionner au-dessus du potentiel pendant un certain temps, expérimentant alors plus probablement un atterrissage en douceur plutôt que de véritables récessions.** Le graphique C indique que, dans les économies où l'écart de production est positif, le PIB peut croître au-dessus du potentiel pendant deux ou trois ans en moyenne avant que le cycle ne se retourne. De plus, dans la plupart des cas, les économies ralentissent progressivement et connaissent un atterrissage en douceur. Les probabilités historiques (non conditionnelles) de passer d'une phase à l'autre du cycle conjoncturel suggèrent que, après une période pendant laquelle l'écart de production est positif et la croissance en expansion à un rythme supérieur au potentiel (phase B), environ un tiers des pays subissent une récession, tandis que les deux tiers restants passent à une phase de croissance plus modérée à mesure que l'activité se ralentit en deçà de la croissance potentielle.

**Notre scénario de référence demeure celui d'un ralentissement économique modéré dans les économies avancées.** Après avoir atteint un point haut en 2017, la

croissance du PIB dans les économies avancées a commencé à ralentir au premier semestre 2018 et les indicateurs tirés d'enquêtes font état d'une nouvelle modération vers la fin de l'année. Le ralentissement de l'activité manufacturière est particulièrement prononcé, probablement accentué par les incertitudes croissantes qui pèsent sur l'investissement et l'activité au plan mondial. La dernière mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale du FMI indique que la croissance globale dans les économies avancées reviendra progressivement de 2,3 % en 2018 à 2,0 % en 2019 et 1,7 % en 2020, ce qui est globalement en ligne avec les projections macroéconomiques établies par les services de la BCE en mars 2019 <sup>13</sup>.

**Au total, bien que la croissance dans les économies avancées hors zone euro ait ralenti, les signes d'un ralentissement sévère ou d'une récession sont limités.** Cela étant, les risques à la baisse sont nombreux et se sont récemment accrus. Une exacerbation des tensions commerciales, par exemple, ou un scénario de Brexit sans accord exerceraient des répercussions négatives sur les perspectives des économies avancées.

---

<sup>13</sup> Cf. « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, mars 2019](#) » publié le 7 mars 2019 sur le site internet de la BCE.

## 2 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 31 octobre 2018 au 29 janvier 2019

Toshi Nakamura et Pamina Karl

**Le présent encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE durant les septième et huitième périodes de constitution de réserves de 2018, comprises entre le 31 octobre 2018 et le 18 décembre 2018 et entre le 19 décembre 2018 et le 29 janvier 2019, respectivement.** Tout au long de ces périodes, les taux des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt sont demeurés inchangés à 0,00 %, 0,25 % et – 0,40 %, respectivement. Parallèlement, l'Eurosystème a continué d'acquérir des titres du secteur public, des obligations sécurisées, des titres adossés à des actifs et des titres du secteur des entreprises dans le cadre de son programme d'achats d'actifs (APP), avec une cible d'achats nets mensuels de 15 milliards d'euros en moyenne jusqu'à fin décembre 2018. Le programme est ensuite entré dans la phase de réinvestissement le 1<sup>er</sup> janvier 2019.

### Besoin de refinancement

**Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, est ressorti à 1 511,5 milliards d'euros, soit une hausse de 51,8 milliards par rapport à la précédente période sous revue (qui couvrait les cinquième et sixième périodes de constitution de 2018).** Cette hausse du besoin de refinancement résulte en grande partie de l'évolution du solde des facteurs autonomes, qui a augmenté en moyenne de 51,4 milliards d'euros pour atteindre 1 384,5 milliards au cours de la période sous revue, tandis que les réserves obligatoires ont augmenté en moyenne de 0,4 milliard pour s'établir à 127,1 milliards.

**L'accroissement du solde des facteurs autonomes résulte d'une hausse des facteurs de retrait et d'une diminution des facteurs d'apport de liquidité.** Parmi les facteurs de retrait de liquidité, les billets en circulation et les autres facteurs autonomes ont augmenté en moyenne de 16,8 milliards d'euros pour s'inscrire à 1 210 milliards et de 18,5 milliards pour ressortir à 730,7 milliards, respectivement, évolution partiellement contrebalancée par une diminution de 23,3 milliards des dépôts des administrations publiques qui se sont établis à 236,1 milliards. La contribution la plus significative à l'accroissement du solde des facteurs autonomes a résulté des avoirs nets libellés en euros, qui ont diminué en moyenne de 46,7 milliards d'euros pour s'établir à 153,5 milliards. Les engagements en euros de l'Eurosystème envers les non-résidents de la zone euro ont augmenté en moyenne de 50,5 milliards d'euros, reflétant un profil saisonnier plus prononcé en fin d'année qu'à la fin du

trimestre durant la précédente période sous revue <sup>14</sup> et apportant ainsi une contribution négative aux avoirs nets moyens libellés en euros (apporteurs de liquidité).

**Tableau A**  
Situation de liquidité de l'Eurosystème

**Engagements – besoin de refinancement**

(moyennes, en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 31 octobre 2018 au 29 janvier 2019						Précédente période sous revue : du 1 <sup>er</sup> août 2018 au 30 octobre 2018	
	Septième et huitième périodes de constitution		Septième période de constitution : du 31 octobre au 18 décembre		Huitième période de constitution : du 19 décembre au 29 janvier		Cinquième et sixième périodes de constitution	
<b>Facteurs autonomes de la liquidité</b>	<b>2 176,8</b>	<b>(+12,0)</b>	<b>2 162,5</b>	<b>(-19,3)</b>	<b>2 193,4</b>	<b>(+30,9)</b>	<b>2 164,8</b>	<b>(+40,9)</b>
Billets en circulation	1 210,0	(+16,8)	1 202,4	(+8,1)	1 218,8	(+16,4)	1 193,1	(+16,6)
Dépôts des administrations publiques	236,1	(-23,3)	240,2	(-43,0)	231,3	(-8,9)	259,4	(+20,0)
Autres facteurs autonomes	730,7	(+18,5)	719,9	(+15,5)	743,3	(+23,4)	712,2	(+4,3)
<b>Comptes courants</b>	<b>1 357,6</b>	<b>(-0,5)</b>	<b>1 379,4</b>	<b>(+10,4)</b>	<b>1 332,1</b>	<b>(-47,2)</b>	<b>1 358,0</b>	<b>(+26,2)</b>
<b>Instruments de politique monétaire</b>	<b>764,9</b>	<b>(-14,8)</b>	<b>762,7</b>	<b>(+4,3)</b>	<b>767,4</b>	<b>(+4,6)</b>	<b>779,7</b>	<b>(-0,4)</b>
Réserves obligatoires <sup>1</sup>	127,1	(+0,4)	126,8	(+0,1)	127,4	(+0,6)	126,7	(+2,5)
Facilité de dépôt	637,8	(-15,2)	635,9	(+4,2)	640,0	(+4,0)	653,0	(-2,9)
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

<sup>14</sup> Les engagements en euros de l'Eurosystème envers les non-résidents de la zone euro sont constitués principalement des dépôts libellés en euros sur des comptes ouverts auprès de l'Eurosystème par les banques centrales de pays n'appartenant pas à la zone euro. Les fins de trimestre, et dans une moindre mesure les fins de mois, donnent généralement lieu à des hausses de ces dépôts, les banques commerciales étant plus réticentes à accepter des espèces, que ce soit sur le marché des opérations en blanc ou sur celui des opérations garanties, à l'approche des dates d'arrêtés des bilans. Le 31 décembre 2018, les engagements libellés en euros envers les non-résidents de la zone euro sont ressortis en hausse à 459,3 milliards d'euros, contre une moyenne de 315,3 milliards durant les septième et huitième périodes de constitution. Cela correspond à un effet plus prononcé que celui observé le 30 septembre 2018, lorsque ces engagements avaient atteint 301,7 milliards d'euros, contre une moyenne de 264,7 milliards durant les cinquième et sixième périodes de constitution.

## Actifs – offre de liquidité

(moyennes, en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 31 octobre 2018 au 29 janvier 2019						Précédente période sous revue : du 1 <sup>er</sup> août 2018 au 30 octobre 2018	
	Septième et huitième périodes de constitution		Septième période de constitution : du 31 octobre au 18 décembre		Huitième période de constitution : du 19 décembre au 29 janvier		Cinquième et sixième périodes de constitution	
<b>Facteurs autonomes de la liquidité</b>	<b>792,7</b>	<b>(-39,2)</b>	<b>802,5</b>	<b>(-23,0)</b>	<b>781,3</b>	<b>(-21,2)</b>	<b>831,9</b>	<b>(+10,9)</b>
Avoirs extérieurs nets	639,2	(+7,4)	625,1	(-0,1)	655,8	(+30,7)	631,8	(+1,9)
Avoirs nets libellés en euros	153,5	(-46,7)	177,4	(-22,9)	125,5	(-51,9)	200,1	(+8,9)
<b>Instruments de politique monétaire</b>	<b>3 379,8</b>	<b>(+35,7)</b>	<b>3 375,6</b>	<b>(+18,1)</b>	<b>3 384,7</b>	<b>(+9,1)</b>	<b>3 344,1</b>	<b>(+53,0)</b>
<i>Opérations d'open market</i>	3 379,7	(+35,7)	3 375,5	(+18,0)	3 384,6	(+9,1)	3 344,0	(+53,0)
Opérations d'appels d'offres	732,5	(-6,6)	733,2	(-1,5)	731,8	(-1,5)	739,1	(-14,0)
Opérations principales de refinancement	7,3	(+2,5)	6,8	(-0,1)	7,9	(+1,1)	4,8	(+2,9)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	4,7	(+0,1)	4,4	(+0,7)	5,0	(+0,6)	4,6	(-2,8)
Opérations TLTRO I	0,0	(-5,5)	0,0	(-1,5)	0,0	(+0,0)	5,5	(-5,6)
Opérations TLTRO II	720,5	(-3,7)	722,0	(-0,6)	718,8	(-3,1)	724,2	(-8,5)
Portefeuilles d'achats fermes de titres	2 647,2	(+42,2)	2 642,3	(+19,6)	2 652,8	(+10,5)	2 604,9	(+67,0)
1 <sup>er</sup> programme d'achats d'obligations sécurisées	4,3	(-0,2)	4,3	(-0,1)	4,3	(-0,0)	4,5	(-0,2)
2 <sup>e</sup> programme d'achats d'obligations sécurisées	4,0	(-0,0)	4,0	(-0,0)	4,0	(-0,0)	4,0	(-0,2)
3 <sup>e</sup> programme d'achats d'obligations sécurisées	262,3	(+3,9)	262,1	(+2,2)	262,6	(+0,5)	258,4	(+3,8)
Programme pour les marchés de titres	73,0	(-1,2)	73,0	(-1,0)	73,1	(+0,1)	74,2	(-9,3)
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	27,6	(+0,3)	27,7	(+0,6)	27,6	(-0,1)	27,3	(-0,2)
Programme d'achats de titres du secteur public	2 098,7	(+30,9)	2 095,0	(+13,0)	2 103,1	(+8,2)	2 067,8	(+63,6)
Programme d'achats de titres du secteur des entreprises	177,1	(+8,4)	176,3	(+4,9)	178,1	(+1,9)	168,7	(+9,5)
Facilité de prêt marginal	0,1	(+0,0)	0,1	(+0,1)	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,0)

## Autres informations fondées sur la liquidité

(moyennes, en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle: du 31 octobre 2018 au 29 janvier 2019						Précédente période sous revue : du 1 <sup>er</sup> août 2018 au 30 octobre 2018	
	Septième et huitième périodes de constitution		Septième période de constitution : du 31 octobre au 18 décembre		Huitième période de constitution : du 19 décembre au 29 janvier		Cinquième et sixième périodes de constitution	
Besoin global de refinancement	1 511,5	(+51,8)	1 487,2	(+3,8)	1 539,9	(+52,8)	1 459,8	(+32,3)
Facteurs autonomes <sup>2</sup>	1 384,5	(+51,4)	1 360,4	(+3,6)	1 412,6	(+52,2)	1 333,1	(+29,8)
Excédent de liquidité	1 868,2	(-16,1)	1 888,4	(+14,3)	1 844,6	(-43,7)	1 884,3	(+20,8)

## Évolutions des taux d'intérêt

(moyennes ; pourcentages)

	Période sous revue actuelle: du 31 octobre 2018 au 29 janvier 2019						Précédente période sous revue : du 1 <sup>er</sup> août 2018 au 30 octobre 2018	
	Septième et huitième périodes de constitution		Septième période de constitution : du 31 octobre au 18 décembre		Huitième période de constitution : du 19 décembre au 29 janvier		Cinquième et sixième périodes de constitution	
Opérations principales de refinancement	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilité de prêt marginal	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilité de dépôt	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)
Eonia	-0,363	(-0,00)	-0,360	(+0,01)	-0,366	(-0,01)	-0,362	(+0,00)

Source : BCE.

Notes : Tous les chiffres du tableau sont arrondis à la centaine de millions d'euros la plus proche. Les chiffres entre parenthèses indiquent la variation par rapport à la précédente période sous revue ou de constitution.

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

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

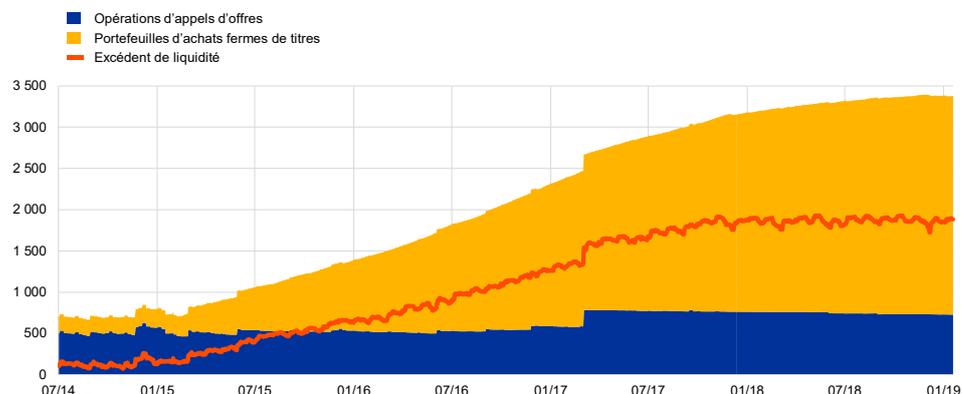
## Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

**Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations d'*open market* (opérations d'appels d'offres et achats dans le cadre de l'APP) a augmenté de 35,7 milliards d'euros pour s'établir à 3 379,8 milliards (cf. graphique A). Cette hausse résulte entièrement des achats nets dans le cadre de l'APP, tandis que la demande a légèrement diminué pour les opérations d'appels d'offres.**

### Graphique A

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

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

**Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des opérations d'appels d'offres a légèrement diminué durant la période sous revue, de 6,6 milliards d'euros, pour s'établir à 732,5 milliards. Cette diminution s'explique entièrement**

par une baisse de 9,2 milliards d'euros de l'encours moyen des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO). La liquidité moyenne fournie par les opérations principales de refinancement a augmenté de 2,5 milliards d'euros, atteignant 7,3 milliards, hausse qui a partiellement contrebalancé la diminution des TLTRO.

**La liquidité fournie par le biais des portefeuilles de titres de l'Eurosystème liés à la mise en œuvre de la politique monétaire a augmenté de 42,2 milliards d'euros pour s'établir à 2 647,2 milliards, en moyenne, sous l'effet des achats nets dans le cadre de l'APP, qui se sont poursuivis jusqu'à décembre 2018. Toutefois, l'ampleur de la hausse s'est réduite de 24,8 milliards d'euros par rapport à la précédente période sous revue.**

La liquidité fournie par le programme d'achats de titres du secteur public, par le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées, par le programme d'achats de titres du secteur des entreprises et par le programme d'achats de titres adossés à des actifs a augmenté en moyenne de 30,9 milliards d'euros, de 3,9 milliards, de 8,4 milliards et de 0,3 milliard, respectivement. Les remboursements d'obligations détenues dans le cadre du programme pour les marchés de titres et des deux programmes précédents d'achats d'obligations sécurisées se sont élevés au total à 1,3 milliard d'euros.

## Excédent de liquidité

**Suite aux évolutions examinées en détail précédemment, l'excédent de liquidité moyen a légèrement diminué par rapport à la précédente période sous revue, de 16,1 milliards d'euros, pour s'établir à 1 868,2 milliards (cf. graphique A).**

Cette baisse reflète un accroissement du solde des facteurs autonomes, principalement durant la huitième période de constitution, résultant en partie des évolutions de fin d'année des engagements en euros envers les non-résidents, qui n'ont été que partiellement contrebalancées par la liquidité fournie par le biais des achats dans le cadre de l'APP, qui se sont ralentis fin décembre, avant d'entrer dans une phase de réinvestissement le 1<sup>er</sup> janvier. S'agissant de la répartition de l'excédent de liquidité entre les comptes courants et la facilité de dépôt, les encours moyens sur les comptes courants ont légèrement diminué, de 0,5 milliard d'euros, pour s'établir à 1 357,6 milliards, tandis que le recours moyen à la facilité de dépôt a diminué de 15,2 milliards pour s'établir à 637,8 milliards.

## Évolutions des taux d'intérêt

**Les taux sur le marché monétaire des prêts au jour le jour, en blanc et garantis, sont demeurés proches du taux de la facilité de dépôt de la BCE.** Sur le compartiment des opérations en blanc, l'Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro) s'est établi en moyenne à - 0,363 %, pratiquement inchangé par rapport à la précédente période sous revue. L'Eonia a fluctué entre un point bas de - 0,374 % observé le 21 décembre et un point haut de - 0,335 % enregistré le 27 décembre. Sur le marché des opérations garanties, l'écart entre les taux moyens des opérations de pension au jour le jour pour le panier de garanties standard et le panier étendu sur le

marché *general collateral (GC) Pooling*<sup>15</sup> s'est réduit. Par rapport à la période précédente, le taux moyen des opérations de pension au jour le jour pour le panier de garanties standard a augmenté de 2 points de base, ressortant à – 0,417 %, tandis que celui du panier étendu a diminué de 2 points de base, à – 0,406 %. La baisse enregistrée fin 2018 sur les taux des opérations de pension des émetteurs des pays du « cœur » de la zone euro (*core repo rates*) est moins prononcée que celle de fin 2017. Cela pourrait indiquer que les intervenants de marché ont adopté des pratiques plus efficaces en matière de gestion des garanties. En outre, la facilité de prêts de titres dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public de l'Eurosystème a continué de favoriser le bon fonctionnement du marché du repo.

---

<sup>15</sup> Le marché GC Pooling permet de négocier les accords de pension sur la plateforme Eurex contre des paniers standardisés de garanties.

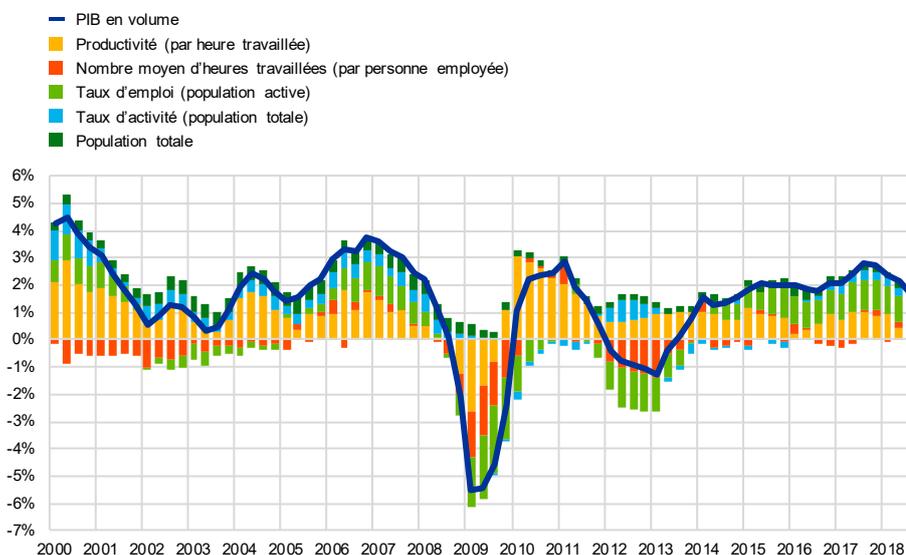
Vasco Botelho et António Dias da Silva

**Le présent encadré analyse les évolutions du marché du travail de la zone euro en lien avec les récentes variations de la croissance du PIB.** Le marché du travail est resté relativement robuste tout au long de 2018, malgré le ralentissement de la croissance du PIB en volume. Une décomposition du PIB entre productivité du travail, situation sur le marché du travail et tendances démographiques montre une plus grande contribution de l'emploi à la croissance du PIB en volume (cf. graphique A). Au cours des trois premiers trimestres 2018, la croissance économique a été fortement soutenue par la croissance de l'emploi et la baisse constante du taux de chômage. Ces évolutions contrastent nettement avec les tendances constatées durant la phase initiale de la reprise et soulignent la vigueur du marché du travail dans la zone euro dans le contexte du ralentissement de la croissance du PIB en 2018. En effet, malgré la grande hétérogénéité observée entre les différents pays de la zone euro, en décembre 2018, le taux de chômage agrégé de la zone euro était à son niveau le plus bas depuis octobre 2008, et le ratio emploi-population active était supérieur à son niveau de 2008 <sup>16</sup>.

### Graphique A

#### Décomposition de la croissance du PIB en volume

(en pourcentage, taux de croissance annuels)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Le PIB en volume est décomposé en productivité du travail (PIB en volume/nombre total d'heures travaillées), nombre moyen d'heures travaillées par personne employée, taux d'emploi (emploi total/population active), taux d'activité (population active/population) et population totale. La population active est définie comme la somme du nombre de travailleurs occupant un emploi et du nombre de chômeurs.

<sup>16</sup> L'hétérogénéité des taux de chômage reste élevée, avec une différence de plus de 15 points de pourcentage entre les taux les plus élevés et les taux les plus bas des pays de la zone euro. Le ratio emploi-population active, défini ici comme l'emploi total divisé par la tranche de la population âgée de 15 à 74 ans, a augmenté de 0,8 point de pourcentage, passant de 58,7 % à 59,5 %, entre le troisième trimestre 2008 et le troisième trimestre 2018.

**Une relation statique simple estimée entre emploi/chômage et PIB illustre les bonnes performances du marché du travail depuis le début de la reprise dans la zone euro (cf. graphique B).** La croissance de l'emploi a été supérieure de 0,4 point de pourcentage à son niveau attendu à fin 2018, sur la base d'une relation statique de long terme entre emploi et croissance du PIB. Les résidus positifs observés pour l'emploi depuis le début de la reprise se sont encore accentués au cours des trois derniers trimestres de 2018, le ralentissement du PIB en glissement annuel n'étant pas accompagné d'une décélération proportionnelle de la croissance de l'emploi. Ces écarts positifs se traduisent également en résidus positifs pour la croissance du nombre total d'heures travaillées, qui a augmenté davantage qu'attendu compte tenu du taux de croissance du PIB. De même, le taux de chômage reflète également de robustes performances du marché du travail, sa tendance étant inférieure à la valeur attendue estimée par la loi statique d'Okun traditionnelle. Le dynamisme du marché du travail est généralisé à l'ensemble des pays <sup>17</sup>, la relation d'Okun faisant systématiquement état de performances supérieures aux attentes sur les marchés du travail, peut-être en raison des réformes structurelles qui ont contribué à de plus fortes créations d'emplois au cours de la reprise économique récente <sup>18</sup>.

## Graphique B

### Résidus des estimations statiques d'Okun

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les estimations reposent sur les données de la période comprise entre le premier trimestre 1998 et le troisième trimestre 2018. Résidus d'une relation statique d'Okun qui relie les variations annuelles du taux de chômage, le taux de croissance annuel de l'emploi total et le taux de croissance annuel du nombre total d'heures travaillées au taux de croissance annuel du PIB en volume de la même période.

### Toutefois, les performances actuelles du marché du travail dépendent de la nature des chocs affectant le ralentissement observé du PIB en volume.

Une approche statique d'Okun implique une relation de long terme entre la croissance du PIB en volume et la situation sur le marché du travail, ne prenant pas en compte les

<sup>17</sup> À l'exception, au troisième trimestre 2018, de l'Italie, avec des résidus négatifs pour l'emploi et le taux de chômage, mais des écarts positifs pour le nombre total d'heures ; de l'Estonie, avec des résidus négatifs pour l'emploi et le nombre total d'heures travaillées, mais positifs pour le taux de chômage ; et de Malte, avec des écarts positifs pour l'emploi, le nombre total d'heures travaillées et le taux de chômage.

<sup>18</sup> Cf. par exemple, l'encadré intitulé « La dynamique récente de l'emploi et les réformes structurelles » dans l'article « [La relation entre emploi et PIB depuis la crise](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2016, et l'encadré intitulé « *Labour and product market regulation, worker flows and output responsiveness* » dans « *Structural policies in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 210, BCE, juin 2018.

dynamiques à court et à long terme de l'ajustement du marché du travail aux fluctuations du cycle d'activité. L'utilisation d'une spécification dynamique pour évaluer le profil temporel entre la croissance du PIB en volume et la situation sur le marché du travail montrerait que les performances du marché du travail dépendent non seulement des variations actuelles de la croissance du PIB en volume mais également des innovations antérieures du PIB <sup>19</sup>. En outre, les élasticités implicites d'Okun étant inférieures à l'unité, les fluctuations de la croissance du PIB en volume pourraient impliquer une réaction légèrement plus prolongée et limitée de l'emploi total, du taux de chômage et des heures totales. De plus, la robuste performance actuelle du marché du travail et sa trajectoire future pourraient également être affectées par la nature spécifique des chocs affectant l'économie.

**Globalement, ces résultats mettent en évidence la forte dynamique du marché du travail depuis le début de la reprise et soulignent la récente robustesse du marché du travail face au ralentissement récent du PIB en volume en 2018.**

En effet, alors que la croissance du PIB a fléchi de 0,7 point de pourcentage en 2018, la croissance de l'emploi n'a diminué que de 0,2 point de pourcentage, les résidus statiques d'Okun devenant encore plus négatifs pour le chômage et plus positifs pour l'emploi et les heures totales. Cependant, le marché du travail est également caractérisé par une réaction prolongée aux variations du PIB, qui sera l'un des divers facteurs influençant l'évolution du marché du travail au cours des trimestres à venir.

---

<sup>19</sup> Cf. l'encadré intitulé « Analyse quantitative de la relation emploi/PIB de la zone euro » dans l'article « [La relation entre emploi et PIB depuis la crise](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2016.

## 4 Nouvelles caractéristiques de l'indice des prix à la consommation harmonisé : groupes analytiques, données scannées et *web-scraping*

Martin Eiglsperger

**Les indices des prix à la consommation harmonisés (IPCH) relatifs aux produits alimentaires, aux produits manufacturés, aux services et à l'énergie sont des mesures utilisées par la BCE dans le cadre de son analyse plus détaillée de l'inflation dans la zone euro.** À partir de la publication de l'IPCH de janvier 2019, ces groupes analytiques – ou agrégats spéciaux – sont fondés sur une allocation plus exacte des produits. En conséquence, la distinction entre biens et services et entre produits alimentaires transformés et non transformés est désormais plus précise. Cette amélioration a été obtenue en établissant des agrégats spéciaux à partir de la classification générique de l'IPCH – la « classification européenne des fonctions de consommation des ménages » (ECOICOP) – ce qui fournit un niveau de ventilation plus détaillé que la classification par produit utilisée jusqu'à présent. L'extension du recours aux données de supermarché scannées (*web-scraping*) constitue une autre amélioration récente. Cette technique qui permet d'extraire automatiquement des données en masse de sites internet – est également plus largement appliquée. Dans l'ensemble, ces changements permettent de mieux refléter les évolutions effectives des prix à la consommation dans l'économie, notamment parce qu'ils accroissent la couverture des prix de vente.

**La BCE suit et analyse l'inflation par le biais de l'IPCH réparti sur les postes suivants : produits alimentaires non transformés, produits alimentaires transformés, produits manufacturés, services et énergie.** Ces agrégats spéciaux présentent souvent des propriétés spécifiques, comme par exemple la plus grande volatilité des IPCH relatifs aux produits alimentaires non transformés et à l'énergie. Certaines mesures de l'inflation sous-jacente sont calculées en excluant certains de ces agrégats spéciaux<sup>20</sup>. En général, les agrégats spéciaux sont utilisés pour mieux analyser et comprendre les déterminants de l'inflation.

**Dans l'Union européenne, les instituts de statistique ont introduit un niveau de détail supplémentaire dans la classification de l'IPCH par objet de consommation.** À son niveau le plus détaillé, l'ECOICOP inclut environ 300 sous-catégories, par exemple « Équipement de téléphonie mobile » (auparavant, le niveau de ventilation le plus détaillé regroupait l'ensemble des équipements de téléphonie et de télécopie dans une seule catégorie). La « réparation des équipements de téléphonie ou de télécopie » a également été classée dans une catégorie à part. Les instituts de statistique fournissent des ventilations de leurs IPCH nationaux en conformité avec l'ECOICOP pour différents intervalles de temps. Tandis que la France et la Lituanie ont entièrement recalculé la série chronologique, les données publiées par l'Irlande et la Finlande ne commencent qu'en 2017.

---

<sup>20</sup> Cf. l'article « [Les mesures de l'inflation sous-jacente pour la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018.

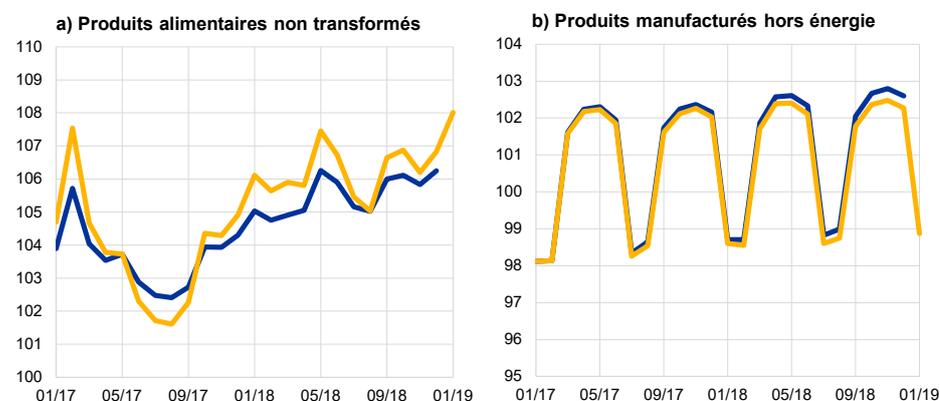
**Les indices de prix pour les groupes analytiques fondés sur la classification plus détaillée des produits par objet de consommation ont été introduits lors de la publication de l'IPCH de la zone euro pour janvier 2019.** Eurostat, l'office de statistique de l'Union européenne, est remonté jusqu'en janvier 2017 pour le calcul de ces nouveaux agrégats spéciaux et ce pour la zone euro et l'Union européenne dans son ensemble, ainsi que pour chacun des États membres de l'UE. Les anciens agrégats spéciaux de l'IPCH ont été remplacés. Jusqu'en décembre 2016, les données relatives aux agrégats spéciaux de l'IPCH sont restées fondées sur une ventilation moins détaillée, ce qui implique une rupture statistique dans les séries chronologiques respectives. Le graphique A montre comment le niveau plus détaillé de ventilation par produit affecte l'IPCH pour les produits alimentaires non transformés et pour les produits manufacturés hors énergie. Abstraction faite de la distinction établie entre produits alimentaires transformés et non transformés, les effets des données plus détaillées sur les agrégats spéciaux sont relativement mineurs. Néanmoins, cela peut avoir des conséquences en termes de prévisions et de désaisonnalisation des agrégats spéciaux de l'IPCH.

### Graphique A

Classification plus détaillée pour les IPCH de la zone euro relatifs aux produits alimentaires non transformés et aux produits manufacturés hors énergie

(indice : 2015 = 100)

— Ventilation existante  
— Ventilation plus détaillée



Source : Eurostat.

**Disposer d'IPCH pour les produits alimentaires, les biens, les services et l'énergie établis à partir d'une classification plus détaillée des produits par objet de consommation constitue une amélioration importante.** Cela contribue à mieux identifier les déterminants de l'inflation, tels que les hausses de salaire pour les activités de service. La modélisation économétrique de l'inflation par groupes analytiques devrait également tirer profit d'une allocation plus précise.

**Lors de la publication des IPCH de janvier 2019, le recours aux données extraites par « web-scraping » s'est encore étendu ; les données de supermarché scannées sont déjà utilisées par plusieurs instituts de statistique.** Traditionnellement, les prix dans les points de vente physiques sont relevés par des enquêteurs, qui se concentrent sur les prix des variantes de produits les plus vendues

et se rendent dans les magasins au moins une fois par mois ; pour les prix les plus volatils, les visites sont plus fréquentes. Si dans de nombreux États membres de l'UE, le relevé des prix dans les magasins reste au centre de la collecte d'échantillons de données IPCH, de nombreux instituts de statistique commencent toutefois à utiliser les données scannées et issues du « *web-scraping* » ou intensifient leur recours à ces méthodes.

**Ces nouvelles méthodes de collecte fournissent considérablement plus de données de prix, qui reflètent la variabilité des produits et couvrent un plus grand nombre de jours d'ouverture des commerces relevés dans un même mois.** Contrairement à la collecte standard des prix tirés d'enquêtes dans les points de vente physiques, le calcul des indices à partir de données scannées utilise le chiffre d'affaires réalisé par codes-barres (code article international – GTIN) ou autre code d'identification de produit. Les prix sont obtenus en divisant le chiffre d'affaires pour un certain produit, identifié par son code article, par le volume vendu. Les données scannées garantissent que beaucoup plus de produits sont inclus sur un laps de temps plus long. Par rapport à un relevé ponctuel, les prix tirés de données scannées sont plus proches de la moyenne pour le mois.

**Les nouvelles méthodes de collecte de données nécessitent de nouvelles approches statistiques.** Le volume de données nettement plus important oblige les instituts de statistique à traiter celles-ci de façon automatisée. La compilation des indices de prix par produits à partir de données scannées pose plusieurs problèmes, en particulier le traitement des prix promotionnels et l'accroissement des volumes d'achat déclenché par ces promotions. Le faible chiffre d'affaires dans les périodes suivant des promotions, pondéré des volumes de ventes, a tendance à afficher une dérive baissière lorsque les formules des indices des prix établis sont appliquées <sup>21</sup>. Dans la plupart des cas, les instituts de statistique qui utilisent des données scannées compilent des indices sans dérive en n'incorporant pas les pondérations de l'indice dérivées d'un chiffre d'affaires simultané. Les chercheurs en statistique développent actuellement des méthodes visant à prendre en compte le chiffre d'affaires à l'aide de pondérations des dépenses tout en évitant les biais à la baisse <sup>22</sup>.

**Des produits relancés peuvent également être à l'origine de problèmes en termes de compilation lorsque des données scannées sont utilisées.** Même s'ils conservent leurs caractéristiques fondamentales, les produits relancés sont susceptibles de changer de code article et d'être vendus à un prix plus élevé. Compiler les indices des prix au niveau des codes articles ne permettrait pas de prendre en compte de telles hausses de prix. Il est donc nécessaire de développer des méthodes qui identifient les relances même lorsque les codes articles ont changé.

**Une plus large gamme de variantes de produits, une plus grande fréquence d'enregistrement et une meilleure couverture du mois de collecte constituent les trois manières par lesquelles les données scannées et extraites par**

<sup>21</sup> Cf., par exemple, de Haan (J.) et van der Grient (H.), « *Eliminating chain drift in price indexes based on scanner data* », *Journal of Econometrics*, vol. 161(1), p. 36-46, mars 2011.

<sup>22</sup> Cf., par exemple, Chessa (A.), Verburg (J.) et Willenborg (L.), « *A Comparison of Price Index Methods for Scanner Data* », présentée lors de la 15<sup>e</sup> réunion de l'Ottawa Group, 10-12 mai 2017, Eltville am Rhein, Allemagne.

« **web-scraping** » affectent l'IPCH. Les données scannées se rapportent habituellement à une période de deux ou trois semaines dans un mois. Les estimations rapides de l'IPCH sont susceptibles de couvrir des périodes moins longues que celles-ci. Par conséquent, l'utilisation de données scannées peut parfois entraîner des révisions plus importantes et/ou plus fréquentes des estimations rapides. Dans l'ensemble, un plus important volume de données implique que les indices de prix mensuels sont plus affectés par la fixation des prix des supermarchés et des commerçants sur internet. Par exemple, le week-end ainsi que les jours d'ouverture des commerces avant les fêtes de Pâques et de Noël sont mieux couverts lorsque l'on utilise ces nouvelles méthodes.

**Les données scannées sont de meilleurs indicateurs des évolutions de prix liées à des promotions.** Les prix de vente pendant les fêtes de Noël peuvent avoir une incidence, en particulier lorsque les données scannées sont incorporées pour la première fois, puisque la formule de l'IPCH nécessite un chaînage sur décembre. En général, avec le recours aux données scannées, les prix de vente sont couverts de façon plus exhaustive, dans le temps et en termes de produits, ce qui implique que les indices de prix fondés sur des données scannées peuvent se révéler nettement plus volatils.

## 5 Nouvelle méthode relative à l'indice des prix des voyages organisés en Allemagne et son incidence sur les taux de l'inflation mesurée par l'IPCH

**Martin Eiglsperger**

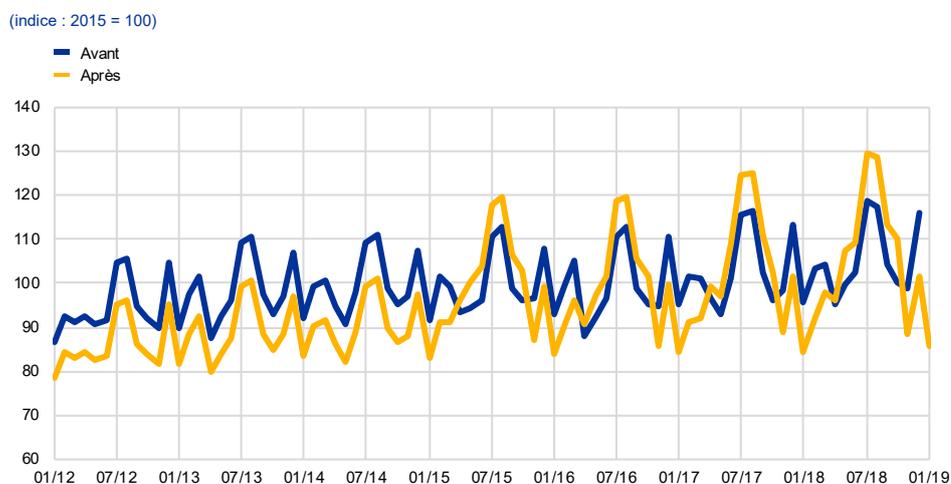
**Les indices des prix à la consommation harmonisés (IPCH) sont régulièrement actualisés pour tenir compte de modifications des pondérations des différentes composantes de la consommation et des rubriques de l'IPCH, et parfois aussi en raison d'améliorations méthodologiques.** Une de ces améliorations découle d'une modification du mode de calcul de l'indice des prix des voyages organisés rentrant dans l'IPCH pour l'Allemagne, mise en œuvre avec la publication de l'IPCH de janvier 2019. Cette modification a entraîné des révisions des taux de variation annuels de l'IPCH pour l'Allemagne, mais aussi pour l'ensemble de la zone euro.

**L'indice de prix allemand relatif aux voyages organisés présente désormais un profil saisonnier plus significatif.** Tandis que la méthode précédente utilisait des pondérations des dépenses saisonnières – c'est-à-dire des pondérations différentes de l'indice des prix des voyages organisés à différents moments de l'année – la nouvelle approche utilise des pondérations annuelles fixes sur toute l'année. Cela signifie que l'indice des prix des voyages organisés n'est plus affecté par le changement de pondérations saisonnières au début et à la fin des saisons. Cependant, l'application de pondérations fixes implique que durant les périodes hors saison, quand les prix des voyages saisonniers ne sont pas observables, les variations de prix manquantes doivent être estimées. Par exemple, en été, il est nécessaire d'inclure les estimations des variations de prix des voyages normalement faits l'hiver et, en hiver, il est nécessaire d'utiliser des estimations pour les variations des prix en été. L'estimation est effectuée au moyen d'une imputation, dans laquelle les variations des prix des vacances lors des périodes hors saison sont estimées à partir de l'évolution des prix des autres voyages réellement effectués à cette saison. Tandis que l'approche précédente traitait séparément les vacances d'hiver et les vacances d'été, la nouvelle méthode utilise un échantillon qui comporte également des destinations vers lesquelles des voyages sont effectués sur toute l'année civile. Une relation est ainsi établie entre les évolutions des prix des voyages saisonniers.

**La modification méthodologique s'est traduite par un profil saisonnier plus prononcé de l'indice des prix des voyages organisés de l'Allemagne ainsi que de la zone euro.** Le graphique A montre que l'indice relatif à la zone euro présente une variation saisonnière plus prononcée qu'avant, avec des valeurs plus élevées pour les mois d'été et plus faibles pour les mois d'hiver. Même si le nouvel indice varie davantage entre les pics et les creux saisonniers, son profil est toutefois moins irrégulier.

## Graphique A

### Indice des prix des voyages organisés pour la zone euro avant et après la révision



Source : Eurostat.

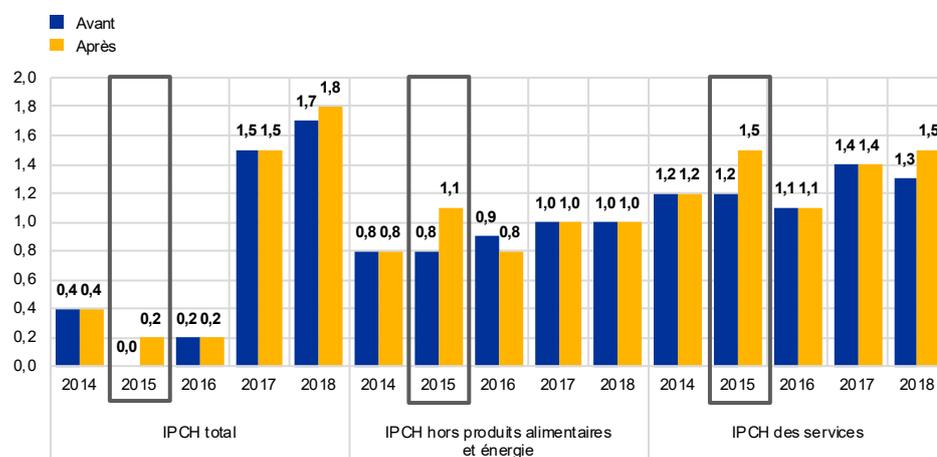
**Les données révisées ont eu une incidence considérable sur les taux de variation annuels de plusieurs agrégats de l'IPCH de la zone euro pour la première année d'intégration de la modification méthodologique ; par la suite, l'incidence est plus modérée (cf. graphique B).** À partir de 2015, les valeurs de l'indice utilisent des données calculées selon la nouvelle méthode, tandis que l'indice de 2014 et des années antérieures repose encore sur le traitement précédent des voyages organisés. Les taux de variation annuels pour 2015 sont calculés à l'aide de valeurs de l'indice reposant sur des méthodes différentes, et sont donc sujets à des distorsions <sup>23</sup>. À partir de 2016, les taux reposent intégralement sur la nouvelle méthode et sont donc exempts de distorsions. L'incidence sur les taux de croissance annuels pour la période allant de 2016 à 2018 est relativement faible.

<sup>23</sup> Cf. « *Improved calculation of HICP special aggregates and German package holidays methodological change* », Eurostat, février 2019, p. 2.

## Graphique B

### Incidence de la modification méthodologique de l'indice allemand des prix des voyages organisés sur les agrégats de l'IPCH pour la zone euro

(taux d'inflation annuels)



Source : Eurostat.

Note : Le taux de croissance annuel de l'IPCH des services enregistré pour 2017 et 2018, après la révision, est également affecté par l'introduction d'une classification plus détaillée des produits ; cf. l'encadré 4 du présent *Bulletin économique*.

**Les utilisateurs doivent faire abstraction des distorsions dans les taux de croissance annuels, en particulier pour 2015, dans l'évaluation des évolutions passées de l'inflation.** Cela est particulièrement le cas, par exemple, pour l'IPCH hors produits alimentaires et énergie de la zone euro utilisé comme mesure de l'inflation sous-jacente (cf. graphique C). La révision de la série déforme la perception d'années consécutives de faible inflation sous-jacente. À des fins d'analyse, les utilisateurs peuvent corriger la série des variations annuelles en pourcentage de plusieurs façons <sup>24</sup>. Une approche simple pour disposer de taux d'inflation annuels ne comportant pas de données fondées sur des méthodes différentes consiste à utiliser jusqu'en décembre 2015 les taux de variation annuels basés sur l'indice précédant la modification méthodologique, et à utiliser les taux de croissance annuels tirés de l'indice calculé selon la nouvelle méthode à partir de janvier 2016 <sup>25</sup>.

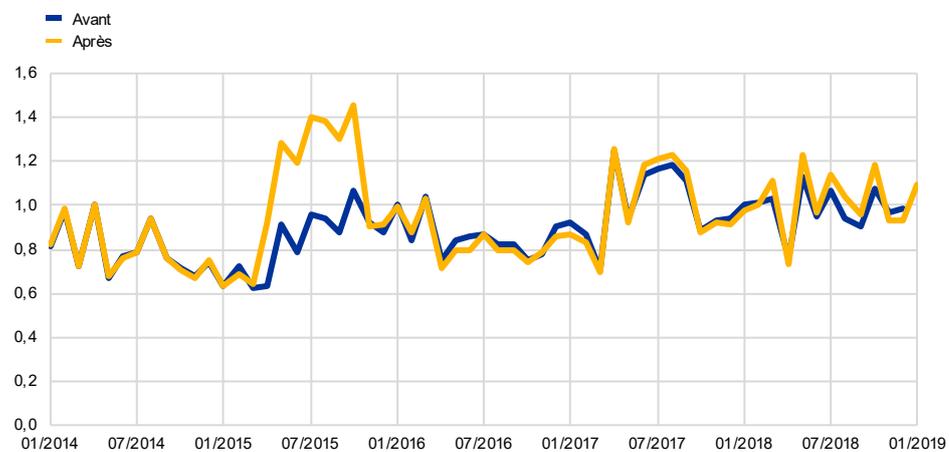
<sup>24</sup> Des approches limitant l'incidence des distorsions peuvent s'appuyer sur l'utilisation de techniques d'analyse de séries chronologiques telles que la correction des variations saisonnières.

<sup>25</sup> Toutefois, cette méthode ne peut pas être utilisée pour dériver une série chronologique de l'IPCH. L'IPCH est un indice de prix reposant sur une formule de type Laspeyres (cf. « *Harmonised Index of Consumer Prices (HICP), Methodological Manual* », Eurostat, novembre 2018, p. 170.), ce qui signifie que les pondérations de dépenses annuelles sont appliquées aux indices composants et non pas à leurs taux de croissance.

### Graphique C

#### IPCH hors produits alimentaires et énergie de la zone euro avant et après la révision

(taux de variation annuels)



Source : Eurostat.

## Le différentiel entre les taux d'intérêt et de croissance et la dynamique de la dette publique

Cristina Checherita-Westphal

**La différence entre le taux d'intérêt moyen que les administrations publiques paient sur leur dette et le taux de croissance nominal de l'économie est une variable essentielle dans l'analyse de la dynamique de la dette et de la soutenabilité de la dette souveraine.**

La variation de la dette publique entre deux années se compose des intérêts versés sur le stock de dette, du déficit primaire (excédent des dépenses, hors paiements d'intérêts, par rapport aux recettes) et d'autres facteurs (ajustements dette-déficit). S'agissant des ratios par rapport au PIB, la variation de la dette est principalement déterminée par le solde primaire et par la différence entre le taux d'intérêt et le taux de croissance du PIB. Si le différentiel entre les taux d'intérêt et de croissance ( $i - g$ ) est strictement positif, un excédent budgétaire primaire est nécessaire pour stabiliser ou pour réduire le ratio dette/PIB. Plus le niveau initial de la dette est élevé, plus l'excédent primaire devra l'être. Inversement, un écart entre le taux d'intérêt de la dette publique et le taux de croissance durablement négatif ( $i < g$ ) impliquerait que les ratios de dette pourraient être réduits même en cas de déficits budgétaires primaires (inférieurs à l'effet d'endettement induit par le différentiel)<sup>26</sup>.

**Récemment, l'écart  $i - g$  est devenu négatif dans la plupart des économies avancées, y compris dans des États membres de la zone euro.** D'après les prévisions d'automne 2018 de la Commission européenne, l'ensemble des pays de la zone euro, à l'exception de l'Italie, ont affiché un différentiel  $i - g$  négatif en 2017. Celui-ci devrait s'accroître dans douze États membres de la zone euro d'ici 2020, mais se maintenir en territoire négatif dans tous les pays, hormis en Italie.

**Le débat sur le rôle de la politique budgétaire dans un contexte de différentiel durablement négatif entre les taux d'intérêt et de croissance a été ravivé par Olivier Blanchard lors de son discours de 2019 en tant que président à l'American Economic Association (AEA)<sup>27</sup>.** En prenant l'exemple des États-Unis, il a démontré que le coût de la dette publique pourrait être inférieur aux hypothèses traditionnellement retenues dans les discussions politiques. Cela s'explique par le fait que le taux d'intérêt sûr (des États-Unis) (une approximation des taux obligataires marginaux) est inférieur au taux de croissance du PIB nominal, ce qui constitue davantage une norme historique qu'une exception. Lorsque le différentiel  $i - g$  est négatif, la dette publique peut n'avoir aucun coût budgétaire. Elle est néanmoins

<sup>26</sup> 
$$\Delta b_t = \left( \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} \right) b_{t-1} - pb_t + dda_t \quad (\text{eq. 1})$$

L'équation 1 (l'équation classique de l'accumulation de la dette) fournit un cadre comptable simple permettant de décomposer la variation du ratio de dette brute des administrations publiques rapportée au PIB ( $\Delta b_t$ ) en ses principaux déterminants, à savoir : (a) l'« effet boule de neige », c'est-à-dire l'incidence de la différence entre le taux d'intérêt nominal moyen de la dette publique ( $i_t$ ) et le taux de croissance nominal du PIB ( $g_t$ ) multipliée par le ratio dette/PIB au cours de la période précédente ( $b_{t-1}$ ) ; (b) le ratio du solde (de l'excédent) budgétaire primaire ( $pb_t$ ) ; et (c) l'ajustement dette-déficit en proportion du PIB ( $dda_t$ ) ou l'ajustement stocks-flux, comprenant des facteurs qui affectent la dette mais ne sont pas inclus dans le solde budgétaire (comme des acquisitions ou des ventes d'actifs financiers).

<sup>27</sup> « *Public Debt and Low Interest Rates* », discours prononcé à l'American Economic Association par le président Olivier Blanchard, Atlanta, 5 janvier 2019. La conférence consistait essentiellement en une présentation de ses travaux universitaires récents intitulés « *Public Debt and Low Interest Rates* ».

susceptible d'entraîner des coûts sociaux, mais ceux-ci pourraient également être moins lourds que ne l'envisagent généralement les hypothèses. Il découlerait de cette assertion que les États-Unis peuvent soutenir (ou refinancer) des dettes (plus) importantes sans coûts significatifs. L'auteur souligne toutefois que l'objectif de la conférence n'est pas en soi de plaider en faveur de dettes plus élevées, mais de permettre un débat plus riche qu'à l'heure actuelle sur la politique de la dette et sur des règles adéquates en la matière.

**Les modèles théoriques ne fournissent pas de conclusions tranchées quant au signe et à l'ampleur du différentiel entre le taux d'intérêt de la dette publique et le taux de croissance.** En général, les modèles reposent sur l'hypothèse que la contrainte budgétaire intertemporelle s'applique, c'est-à-dire que la valeur actualisée des excédents primaires futurs devrait être égale au niveau présent de la dette (les trajectoires de dette explosives n'étant pas envisagées). Si la théorie classique de la croissance suppose un écart  $i - g$  positif pour les économies en état stationnaire (qui suivent une trajectoire de croissance équilibrée), y compris en ce qui concerne le taux sûr, selon des modèles à générations imbriquées avec incertitude non diversifiable ou des modèles de bulles rationnelles, un différentiel négatif entre le taux d'intérêt de la dette publique et la croissance pourrait coexister avec une économie dynamiquement efficace<sup>28</sup>. En outre, il y a lieu de reconnaître que ces modèles analysent le « taux sans risque », tandis que la prise en compte du risque de crédit souverain ou de la possibilité de défaut augmenterait le coût de la dette publique<sup>29</sup>.

**Sur le plan empirique, le différentiel entre les taux d'intérêt et de croissance pertinent pour la dynamique de la dette publique, tel que défini ci-avant, a été positif pour les économies matures avancées sur de longues périodes.** La valeur de  $i - g$  pour les économies matures a oscillé autour d'un point de pourcentage sur des périodes de temps prolongées<sup>30</sup>. Des valeurs positives sont aussi généralement observées pour les principales économies de la zone euro (cf. graphique A). En revanche, des écarts  $i - g$  négatifs sont enregistrés pour les économies avancées pendant les périodes de surchauffe ou, plus généralement, pour les économies émergentes. Comme l'indique la littérature empirique<sup>31</sup>, les principaux facteurs qui sont à l'origine de l'« énigme » des différentiels durablement négatifs dans les économies émergentes sont la répression financière, y compris durant les périodes d'hyperinflation, et, dans une certaine mesure, l'effet de rattrapage en matière de revenus. Enfin, le solde primaire joue également un rôle non négligeable

<sup>28</sup> Blanchard (O.) et Fischer (S.), « *Lectures on Macroeconomics* », The MIT Press, Cambridge, 1989, et Blanchard (2019), *op. cit.*

<sup>29</sup> Pour un résumé de cette littérature, cf. D'Erasmus (P.), Mendoza (E.) et Zhang (J.), « *What is a Sustainable Public Debt?* », *Handbook of Macroeconomics*, vol. 2B, 2016.

<sup>30</sup> Cf. Escolano (J.), « *A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates* », *IMF Technical Notes and Manuals*, Washington DC, 2010. Une publication majeure de l'OCDE sur des mesures destinées à assurer la soutenabilité de la dette publique (Blanchard *et al.*, 1991) conclut que même si le fait que la configuration d'un différentiel négatif soit « facilement rejetée pour des motifs théoriques et empiriques demeure une curiosité théorique, [...] Il est toutefois généralement admis que la condition d'un taux d'intérêt supérieur au taux de croissance se vérifie probablement, sinon toujours, du moins à moyen et à long termes ». Cf. Blanchard (O.), Chouraqui (J.-C.), Hagemann (R.) et Sartor (N.), « *The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question* », *Economic Studies*, n° 15, OCDE, Paris, 1990.

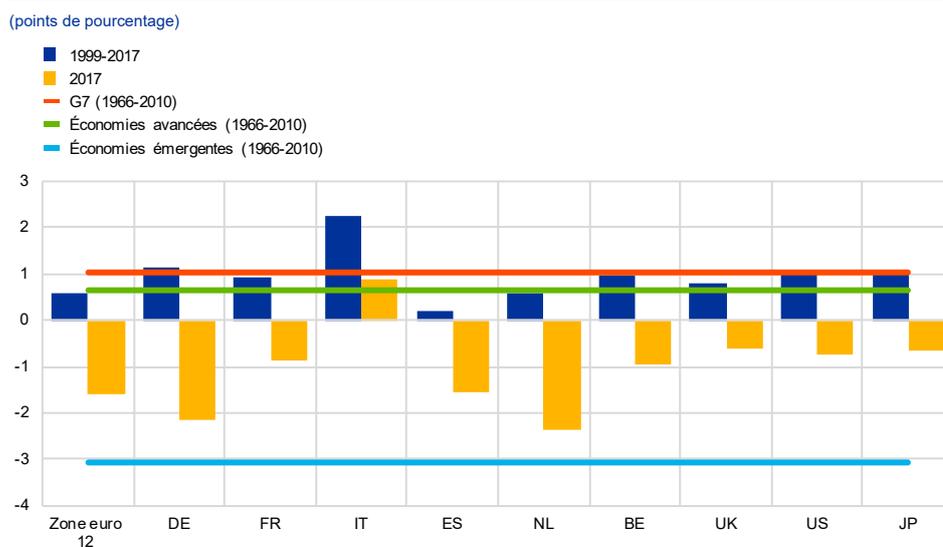
<sup>31</sup> Cf., par exemple, Escolano (J.), Shabunina (A.) et Woo (J.), « *The Puzzle of Persistently Negative Interest-Rate–Growth Differentials: Financial Repression or Income Catch-Up?* », *Fiscal Studies*, vol. 38(2), 2017.

dans la dynamique de la dette. Même en cas d'écart  $i - g$  négatif, des déficits primaires suffisamment importants empêcheraient les ratios de dette de se stabiliser. À cet égard, les excédents primaires observés dans la plupart des pays de la zone euro ont contribué à imprimer une trajectoire baissière à ces ratios <sup>32</sup>.

**De plus, alors que les taux d'intérêt ont affiché une tendance baissière manifeste depuis les années 1980, le taux de croissance du PIB a, dans une certaine mesure, suivi le même mouvement.** Depuis les années 1980 en particulier, les taux d'intérêt réels dans les économies avancées se sont inscrits en baisse et, dans le sillage de la crise financière mondiale, ils ont chuté à des niveaux exceptionnellement bas. Cette évolution est souvent allée de pair avec un recul des taux d'intérêt naturel ou neutre estimés, lequel a, à son tour, été associé dans de nombreuses études à un ralentissement de la croissance potentielle de la production <sup>33</sup>. Une question subsiste dès lors à propos de la différence tendancielle entre les deux variables, et plus précisément en ce qui concerne le différentiel applicable aux emprunts publics.

### Graphique A

#### Différentiel entre le taux d'intérêt de la dette publique et le taux de croissance ( $i - g$ )



Sources : Prévisions économiques de l'automne 2018 de la Commission européenne (AMECO) pour les données portant sur 1999-2017 (barres) et Escolano *et al.* (2017) pour les données portant sur 1996-2010 (lignes).

Notes : Le graphique présente l'écart entre le taux d'intérêt nominal moyen appliqué à la dette publique ( $i$ ) et le taux de croissance du PIB nominal ( $g$ ). En termes annuels,  $i$  se définit comme le ratio entre les paiements globaux d'intérêts au moment  $t$  et le stock de dette en  $t-1$ , qui est ensuite calculé en moyenne pour les périodes présentées dans le graphique. De manière générale, les séries AMECO couvrent la dette des administrations publiques selon la définition du SEC 2010 (pour les États-Unis, il s'agit de la dette fédérale). Les lignes horizontales représentent le différentiel  $i - g$  moyen sur la période 1966-2010 (tous les pays de l'échantillon ne sont pas disponibles pour l'ensemble de la période, comme expliqué dans Escolano *et al.*, 2017). Les pays présentés sont les six plus grandes économies de la zone euro. La zone euro 12 comprend la Belgique, l'Allemagne, l'Irlande (à l'exception des valeurs extrêmes pour les années 2015 et 2016), la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal et la Finlande. Les valeurs figurant dans le graphique pour la zone euro 12 représentent des moyennes simples de l'écart  $i - g$  dans l'ensemble de l'échantillon. Les autres groupes de pays sont ceux décrits dans Escolano *et al.* (2017) et correspondent globalement aux définitions des économies avancées et émergentes établies par le FMI.

<sup>32</sup> D'après les prévisions d'automne 2018 de la Commission, le solde primaire de la zone euro devrait avoir été excédentaire (+1,2 % du PIB) en 2018, contrairement aux déficits des États-Unis (-2,1 % du PIB) et du Japon (-1,5 % du PIB). Tous les pays de la zone euro, hormis la France, l'Espagne et la Lettonie, devraient avoir enregistré un excédent primaire en 2018.

<sup>33</sup> Cf. Brand (C.), Bielecki (M.) et Penalver (A.), « *The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy* » *Occasional Paper Series*, n° 217, BCE, Frankfurt am Main, 2018.

**La littérature empirique <sup>34</sup> identifie plusieurs facteurs influençant la dynamique du différentiel.**

On constate que le vieillissement de la population est un facteur pertinent permettant d'expliquer la baisse du taux d'intérêt naturel, ainsi que le recul du taux de croissance du PIB potentiel <sup>35</sup>. De plus, la littérature identifie l'« excès d'épargne mondiale » (dont les excédents des transactions courantes des économies émergentes donnent une approximation), ainsi que l'effet ponctuel de la mise en place de l'Union monétaire européenne <sup>36</sup> comme des facteurs pertinents contribuant au repli de l'écart  $i - g$  dans les économies avancées. Les conditions conjoncturelles et les politiques économiques semblent, elles aussi, jouer un rôle non négligeable. Le différentiel peut s'élargir rapidement en période de récession, en particulier dans des pays lourdement endettés. Plus généralement, on constate que des situations budgétaires plus fragiles (endettement et déficits plus sévères) sont associées à un différentiel  $i - g$  plus élevé. Le tableau A présente des moyennes historiques de l'écart  $i - g$  pour la zone euro 12, compte tenu de ratios de dette publique élevés et de la position dans le cycle conjoncturel. Le différentiel est, en moyenne, plus grand lorsque la dette publique est importante (pour la période 1999-2017, 1,7 point de pourcentage lorsque la dette est supérieure ou égale à 90 % du PIB, contre 0,0 lorsqu'elle est inférieure à 90 % ; des résultats comparables sont enregistrés pour la période plus longue débutant en 1985). Cette situation s'explique en partie par la position dans le cycle : en périodes de conjoncture défavorable, l'écart  $i - g$  est nettement plus élevé qu'en périodes de conjoncture économique normale ou favorable (3,0 par rapport à - 0,5 pour la période 1999-2017). Néanmoins, durant des périodes économiquement difficiles, les pays affichant un endettement plus lourd présentent des différentiels plus larges (3,8 par rapport à 2,5) <sup>37</sup>.

---

<sup>34</sup> Cf., par exemple, Escolano *et al.*, *op. cit.*, ainsi que Turner (D.) et Spinelli (F.), « *Explaining the interest-rate-growth differential underlying government debt dynamics* », *OECD Economics Department Working Papers*, n° 919, OECD, Paris, 2011.

<sup>35</sup> Cf. l'article intitulé « [L'impact économique du vieillissement de la population et des réformes des retraites](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2018.

<sup>36</sup> Alors que la contraction des écarts de rendement au début de l'UEM a réduit le différentiel  $i-g$  dans certaines parties de la zone euro, la crise financière et celle de la dette souveraine ont entraîné des retournements brutaux des différentiels durant une certaine période.

<sup>37</sup> Une analyse empirique relative à l'échantillon pour la zone euro 12 montre que la dette et les déficits publics (valeur actuelle, valeur retardée d'un an, moyennes à cinq ans) constituent des déterminants significatifs de l'écart  $i - g$  après prise en compte de l'écart de production, de la croissance de la PGF, du taux de dépendance des personnes âgées, de la croissance de la population, du taux d'intérêt à court terme, du différentiel  $i - g$  des États-Unis, ainsi que des effets fixes par pays et par année.

## Tableau A

Différentiels entre taux d'intérêt et taux de croissance historiques moyens ( $i-g$ ), compte tenu de la dette publique et des effets du cycle conjoncturel

(points de pourcentage, zone euro 12)

	Situation globale	Dette publique plus basse (< 90 % PIB)	Dette publique élevée (≥ 90 % PIB)
1985-2017	0,9	0,4	1,9
1999-2017	0,6	0,0	1,7
	Situation globale	Périodes de conjoncture économique normale et favorable (EP ≥ -1.5)	Périodes de conjoncture économique défavorable (EP < -1.5)
1985-2017	0,9	0,1	2,9
1999-2017	0,6	-0,5	3,0
	Situation globale	Périodes de conjoncture économique défavorable et dette publique plus basse (EP < -1.5 et dette < 90 %)	Périodes de conjoncture économique défavorable et dette publique élevée (EP < -1.5 et dette ≥ 90 %)
1985-2017	2,9	2,4	3,7
1999-2017	3,0	2,5	3,8

Sources : Base de données AMECO de la Commission européenne, ayant fait l'objet d'une extrapolation pour la période 1985-2017, avec d'autres sources, lorsque cela s'avérait nécessaire.

Notes : Les différentiels taux d'intérêt-taux de croissance présentés sont des moyennes simples pour l'ensemble des pays de la zone euro 12 (cf. graphique A) pour les périodes respectives. Un endettement élevé est défini comme un ratio de dette publique rapporté au PIB d'au moins 90 %. Un écart de production de - 1,5 % est le seuil séparant les périodes de conjoncture économique défavorable des périodes normales dans la matrice de flexibilité de la CE (2015). Les résultats sont comparables pour un échantillon de 24 économies avancées, comprenant les 19 pays de la zone euro, ainsi que le Danemark, la Suède, le Royaume-Uni, les États-Unis et le Japon.

**Dans la zone euro, le niveau actuellement bas des différentiels entre taux d'intérêt de la dette publique et taux de croissance ne doit pas être considéré comme une incitation à afficher des taux d'endettement plus élevés, en particulier en cas de marge de manœuvre budgétaire limitée.** Un endettement public important pose des défis économiques de taille <sup>38</sup>. Alors que des dépenses et des investissements publics efficaces peuvent accroître le potentiel de croissance à moyen terme d'un pays et atténuer les effets conjoncturels négatifs d'un ralentissement <sup>39</sup>, les taux d'endettement élevés actuellement observés dans de nombreuses économies limitent ces canaux, particulièrement la capacité de mener une politique budgétaire contracyclique en périodes de conjoncture économique défavorable. Les risques spécifiques aux pays, ainsi que les risques internationaux sur les plans économique et politique, nécessitent des politiques visant à limiter les vulnérabilités des pays.

<sup>38</sup> Pour une analyse des risques associés à un endettement élevé, cf. l'article intitulé « [Stratégies de réduction de la dette publique dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2016.

<sup>39</sup> Pour plus de détails, cf. l'article intitulé « [La composition des finances publiques dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2017.

## 7 Évaluation par la Commission européenne des déséquilibres macroéconomiques et des progrès en matière de réformes en 2019

Nick Ligthart

**La Commission européenne a publié le 27 février 2019 son évaluation annuelle, fondée sur les recommandations par pays (RPP) adoptées en juillet 2018, des déséquilibres macroéconomiques et des progrès engrangés en matière de réformes structurelles.** Cette évaluation fait partie intégrante du Semestre européen, le cadre pour la coordination des politiques économiques et budgétaires dans l'UE. Au titre de ce cadre, la procédure pour les déséquilibres macroéconomiques (PDM) prévoit un dispositif permettant d'évaluer les déséquilibres macroéconomiques. Elle vise à prévenir l'émergence de déséquilibres nuisibles et à les corriger efficacement lorsqu'ils sont considérés comme excessifs <sup>40</sup>.

### Les déséquilibres macroéconomiques

**D'après la Commission, le nombre de pays en proie à des déséquilibres est, de manière générale, passé de 11 en 2018 à 13 (cf. tableau A).** Cette année, trois pays ont été recensés comme présentant des « déséquilibres excessifs », à savoir l'Italie, Chypre et la Grèce. Si l'Italie et Chypre relevaient déjà de cette classification l'an dernier, la Grèce a été versée dans cet exercice pour la première fois cette année, étant donné qu'elle a quitté son programme d'assistance financière durant l'été 2018. Les principaux défis auxquels elle devra faire face sont une lourde dette publique, une position extérieure nette négative, une très grande proportion de créances douteuses, un taux de chômage qui demeure élevé et une croissance potentielle faible. Chypre est toujours confrontée à des défis liés à la fois à l'abondance de créances douteuses et aux niveaux élevés de la dette extérieure, ainsi que des dettes des secteurs privé et public. S'agissant de l'Italie, la Commission estime que les risques pesant sur la soutenabilité budgétaire de même que la stagnation généralisée de la dynamique des réformes voire leur régression éclipsent désormais les progrès enregistrés précédemment. De surcroît, la Commission a revu la classification de deux pays dans son évaluation actuelle. La classification de la Croatie a été ramenée de « déséquilibres excessifs » à « déséquilibres », à la faveur entre autres de la diminution des dettes des secteurs privé et public ainsi que de la dette extérieure. La classification de la Roumanie a également été révisée, passant de « pas de déséquilibre » à « déséquilibres » en raison de facteurs tels que la perte de compétitivité et un creusement des déséquilibres des transactions courantes.

<sup>40</sup> Pour identifier les déséquilibres, la Commission utilise un tableau de bord normalisé pour sélectionner les pays qui nécessitent un examen approfondi. L'examen approfondi peut déboucher sur l'une des trois conclusions suivantes : « pas de déséquilibre », « déséquilibres » ou « déséquilibres excessifs ». Si la Commission détecte des déséquilibres, elle adresse au pays concerné des recommandations de politique afin de les résorber. Lorsque les déséquilibres sont jugés graves au point d'être qualifiés d'« excessifs », la Commission peut prendre des mesures supplémentaires en recommandant que le Conseil engage la procédure concernant les déséquilibres excessifs (PDE).

## Tableau A

### Conclusions de la Commission relatives à la PDM pour 2019

Pas de déséquilibre			Déséquilibres			Déséquilibres excessifs	Déséquilibres excessifs et application du volet correctif (PDE)
BE	LT	PL	BG	HR	GR		
CZ	LU	SI	DE	NL	IT		
DK	HU	SK	IE	PT	CY		
EE	MT	FI	ES	RO			
LV	AT	UK	FR	SE			

Source : Commission européenne.

Notes : Les trois pays indiqués en bleu (la Croatie, la Roumanie et la Grèce) sont ceux dont la classification au titre de la PDM a été modifiée en 2019. Pour tous les pays relevant du groupe « pas de déséquilibre », la Commission a déjà estimé au terme de la première phase de la procédure – le rapport sur le mécanisme d’alerte – qu’il n’existait pas de déséquilibre. Dès lors, aucun examen approfondi n’a été dressé pour ces pays.

**En dépit de la persistance de déséquilibres excessifs dans certains États membres, la procédure concernant les déséquilibres excessifs n’a encore jamais été déclenchée depuis son instauration en 2012.** Au titre du volet dit correctif de la PDM, le Conseil peut exiger d’un État membre présentant des déséquilibres excessifs qu’il soumette un plan de mesures correctives et peut *in fine* imposer des amendes si nécessaire. La non-activation répétée de la procédure concernant les déséquilibres excessifs risque de compromettre la crédibilité et l’efficacité de l’ensemble de la procédure. Le graphique A montre qu’un quart des États membres de l’UE ont été confrontés à des déséquilibres excessifs qui ont persisté pendant plusieurs années consécutives. Tandis que certains pays sont parvenus à atténuer les déséquilibres au fil du temps, la persistance de déséquilibres excessifs sur plusieurs années dans certains pays laisse penser que la correction des déséquilibres pourrait être stimulée par la PDM. La mobilisation de tous les outils disponibles – en ce compris l’activation du volet correctif de la procédure pour les pays en proie à des déséquilibres excessifs – pourrait accroître l’efficacité et la crédibilité de la procédure. Cette mobilisation a également été réclamée explicitement par les cinq présidents dans leur rapport de 2015 <sup>41</sup> et, plus récemment, par la Cour des comptes européenne <sup>42</sup>.

<sup>41</sup> Juncker (J.-C.) *et al.*, « Compléter l’Union économique et monétaire européenne », juin 2015.

<sup>42</sup> Cour des comptes européenne, « Audit de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM) », Rapport spécial n° 3, 2018.

## Graphique A

États membres de l'UE considérés comme présentant des déséquilibres excessifs



Source : Commission européenne.

Notes : Le graphique montre les pays jugés par la Commission européenne comme présentant des « déséquilibres excessifs » au cours des années considérées. Un pays soumis à un programme d'ajustement économique intègre automatiquement la PDM à l'issue du programme. En 2012, aucun pays n'était considéré comme présentant des déséquilibres excessifs.

**La persistance de déséquilibres macroéconomiques, qu'ils soient excessifs ou non, rend les États membres vulnérables aux chocs macroéconomiques négatifs et tend à accroître la probabilité de récessions, qui comportent souvent des coûts sociaux et économiques élevés.** Bien que l'UE ait présenté une croissance économique au cours des sept dernières années, les incertitudes liées à des facteurs géopolitiques, la menace du protectionnisme et les déséquilibres macroéconomiques font peser des risques baissiers sur l'activité économique. Il importe dès lors que les États engagent des réformes ambitieuses pour renforcer la résistance de leurs économies aux chocs négatifs.

**Le niveau d'endettement, tant public que privé, reste historiquement élevé dans certains États membres, ce qui rend plus difficile la réaction à un ralentissement ou à des chocs négatifs.** Ces dernières années, le renforcement de la croissance économique a contribué à réduire les ratios dette/PIB, mais l'endettement demeure très important dans certains cas. Les sociétés sont parvenues à réduire leurs niveaux de dette plus rapidement que les ménages. Parallèlement, dans plusieurs pays, le lourd endettement des secteurs public et privé se traduit par des stocks substantiels de dette extérieure, ce qui souligne la nécessité de garantir des excédents courants suffisants.

**Afin de soutenir le rééquilibrage et d'éviter de nouveaux déséquilibres de la compétitivité-coûts au sein de l'UE, l'accélération de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre dans certains pays doit faire l'objet d'un suivi scrupuleux.** En particulier, dans les pays enregistrant un excédent courant dont la Commission estime qu'ils affichent une demande intérieure insuffisante ainsi que des pénuries de main-d'œuvre, une croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre supérieure à la moyenne de la zone euro pourrait faciliter le rééquilibrage entre les pays de la zone euro. Dans le même temps, une détérioration relative de la compétitivité-coûts dans des pays plus vulnérables présentant un taux de chômage

plutôt élevé devrait être étroitement surveillée, de façon à éviter une inversion de l'ajustement positif réalisé ces dernières années.

## Les progrès en matière de réformes

**Il demeure primordial d'engager des réformes afin de remédier à ces déséquilibres, et les progrès réalisés au niveau des réformes recommandées sont évalués chaque année par la Commission.** Plus précisément, la Commission a examiné la mise en œuvre des RPP adoptées en juillet 2018 par le Conseil. Chacune d'elle fournit des orientations dans un domaine de politique spécifique à un État membre.

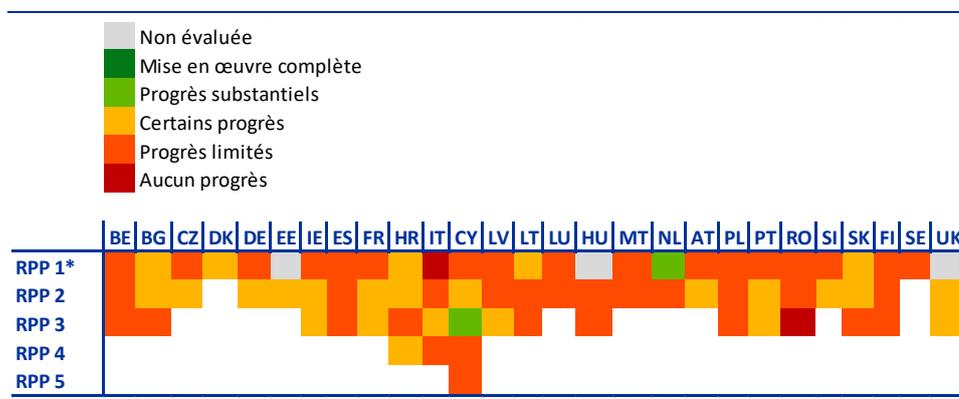
**Dans son évaluation, la Commission n'a une nouvelle fois constaté que des avancées mineures au niveau des réformes recommandées.** Les progrès accomplis sont classés en cinq catégories : « aucun progrès », « progrès limités », « certains progrès », « progrès substantiels » et « mise en œuvre complète »<sup>43</sup>. Le tableau B résume les évaluations de cette année. Sur 73 RPP, aucune n'a été complètement mise en œuvre et seules deux l'ont été de manière substantielle. Pour l'écrasante majorité (soit plus de 90 %) des RPP, la Commission a conclu que les États membres avaient réalisé, au mieux, certains progrès ou des progrès limités. Dans le cas de deux RPP, aucun progrès n'a été observé. Selon la méthodologie de la Commission, « aucun progrès » signifie que l'État membre concerné n'a pas même « annoncé de façon crédible » des mesures visant à donner suite à la recommandation de politique. Enfin, et c'est le point le plus préoccupant, en dépit de leur grande vulnérabilité, les pays présentant des déséquilibres excessifs n'ont pas accompli de progrès beaucoup plus importants en matière de réformes que la moyenne de l'UE durant l'année écoulée. Il en va de même des pays en proie à des déséquilibres. Globalement, les progrès en matière de réformes ont été aussi faibles cette année que l'an dernier<sup>44</sup>.

<sup>43</sup> « 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 de mesure pour donner suite aux RPP.

<sup>44</sup> 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.

**Tableau B**

Évaluation par la Commission européenne de la mise en œuvre des RPP de 2018



Source : Commission européenne.

Notes : L'évaluation de la RPP 1\* ne tient pas compte du respect du Pacte de stabilité et de croissance, que la Commission européenne évaluera ultérieurement au printemps 2019. La mention « non évaluée » s'applique à des cas où la RPP 1 concerne essentiellement ou exclusivement le Pacte de stabilité et de croissance.

**Les progrès en matière de réformes ont été inégaux. Ils sont particulièrement insuffisants sur les marchés des biens et des services et dans le domaine des finances publiques.** Des efforts légèrement plus soutenus ont été fournis en ce qui concerne le secteur financier et les marchés du travail. Parallèlement, la Commission a même épinglé des retours en arrière sur certaines réformes, par exemple sur le plan de la soutenabilité à long terme des finances publiques (y compris en matière de retraites).

**De nouvelles réformes destinées à améliorer le climat des investissements sont essentielles afin d'encourager des investissements ciblés améliorant la productivité, la croissance potentielle et la résilience.** Selon la Commission, les principaux obstacles aux investissements sont la qualité médiocre des institutions et la lourdeur des réglementations. La création d'un environnement propice aux investissements contribuera à renforcer les investissements axés sur la productivité et sur la croissance, qui sont essentiels à ce stade du cycle conjoncturel. Les investissements doivent, à leur tour, être bien ciblés pour être les plus efficaces possible. Si des investissements dans l'éducation, la recherche, le développement et l'innovation sont nécessaires dans la plupart des pays de l'UE, il importe que ceux-ci soient réalisés dans les secteurs où ils augmenteraient le plus la croissance de la productivité et la compétitivité. À cet effet, la Commission a adopté une mesure positive en ajoutant une nouvelle annexe aux rapports par pays. Celle-ci identifie les besoins et les goulets d'étranglement spécifiques à chaque pays en matière d'investissements, et vise également à mieux aligner l'utilisation des fonds de l'UE sur l'analyse du Semestre européen.

# Article

## 1 Bilan du programme d'achats d'actifs de l'Eurosystème après l'arrêt des achats nets d'actifs

Felix Hammermann, Kieran Leonard, Stefano Nardelli et Julian von Landesberger

*Faisant suite à la décision prise par le Conseil des gouverneurs en décembre 2018 de mettre un terme aux achats nets d'actifs dans le cadre de l'APP (asset purchase programme), le présent article étudie la mise en œuvre et les effets des achats d'actifs. L'APP s'est révélé un instrument flexible et efficace pour assouplir les conditions monétaires et financières, conforter la reprise économique, contrecarrer les pressions désinflationnistes et ancrer les anticipations d'inflation, favorisant ainsi un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation vers l'objectif de stabilité des prix. L'APP s'intégrait dans un train de mesures de politique monétaire où figuraient également les taux d'intérêt négatifs appliqués à la facilité de dépôt, les indications prospectives sur l'évolution future des taux directeurs (forward guidance) et les opérations ciblées de refinancement à plus long terme (TLTRO), créant ensemble des synergies qui ont amélioré l'efficacité de chacune des composantes de ce train de mesures. Du point de vue de la mise en œuvre, l'Eurosystème a veillé à ce que les achats d'actifs soient réalisés sans heurt et de manière flexible en s'efforçant de respecter le principe de neutralité de marché et en atténuant d'éventuels effets secondaires indésirables sur le fonctionnement du marché.*

*Si les achats nets d'actifs ont pris fin, les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP continueront d'être réinvestis car ce réinvestissement, conjugué aux indications approfondies sur la trajectoire future des taux directeurs, apporte le soutien monétaire que le Conseil des gouverneurs juge nécessaire pour la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.*

### 1 Introduction

**L'APP fait partie d'un train de mesures de politique monétaire qui a été lancé mi-2014 pour conforter le mécanisme de transmission de la politique monétaire et fournir le degré de soutien monétaire nécessaire afin de garantir la stabilité des prix.** La marge de manœuvre pour de nouvelles réductions des taux d'intérêt était devenue très limitée après l'assouplissement des conditions monétaires dans le sillage des crises financière et de la dette souveraine *via* un abaissement des taux directeurs et le déploiement de mesures sans précédent destinées à favoriser la transmission de la politique monétaire. L'APP, conjugué à des taux d'intérêt négatifs sur la facilité de dépôt, à la *forward guidance* et aux TLTRO, a permis à la BCE d'atteindre son objectif de stabilité des prix. L'APP recouvre le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3, lancé le 20 octobre 2014), le programme

d'achats de titres adossés à des actifs (ABSPP, lancé le 21 novembre 2014), le programme d'achats de titres du secteur public (PSPP, lancé le 9 mars 2015) et le programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP, lancé le 8 juin 2016). Les achats nets d'actifs dans le cadre de l'APP ont été effectués jusqu'à fin décembre 2018, pour un montant total de 2 600 milliards d'euros. Un instantané du portefeuille détenu au titre de l'APP en décembre 2018 montre que le PSPP contribue pour la plus grande part, soit 82 % du total des achats nets, suivi du CBPP3 (10 %), du CSPP (7 %) et de l'ABSPP (1 %). La taille du portefeuille de titres du programme APP est actuellement maintenue inchangée grâce au réinvestissement des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

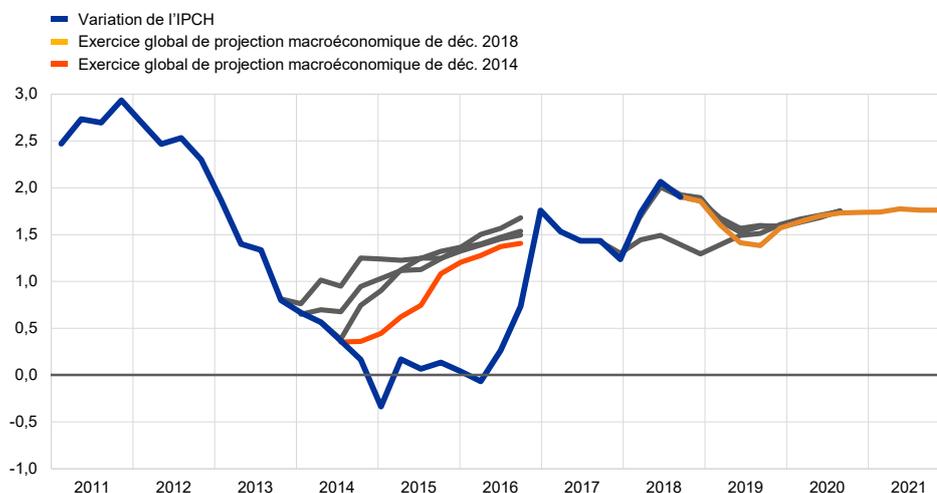
## 2 La logique de politique monétaire ayant présidé au lancement de l'APP

**Après une récession en W dans le sillage des crises financière et de la dette souveraine, la zone euro a enregistré une période prolongée de désendettement, une reprise manquant anormalement de consistance et une inflation durablement faible.** Les conditions du crédit bancaire ont commencé à se détériorer et les volumes de prêts (en particulier ceux concernant les sociétés non financières) à se contracter fin 2011. La faiblesse persistante de la dynamique de croissance sous-jacente a entretenu la sous-utilisation des capacités de production, comme le montrent également les niveaux élevés du chômage. Les taux d'inflation ont affiché une tendance prolongée à la baisse : s'agissant de l'inflation sous-jacente, l'évolution s'explique par la faiblesse générale de l'économie, tandis que la baisse des prix des composantes volatiles, énergie et produits alimentaires, a influencé les chiffres de l'inflation totale. On considérait généralement que l'inflation dans la zone euro resterait atone puis reculerait au fil du temps, comme l'ont reflété les ajustements à la baisse successifs des projections macroéconomiques établies par la plupart des organisations internationales et la BCE (cf. graphique 1). La variation annuelle de l'IPCH de la zone euro est ressortie en baisse, à - 0,2 %, en décembre 2014 et les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème ont intégré de nouvelles révisions à la baisse substantielles des prévisions d'inflation, de 1,1 % à 0,7 % en 2015 et de 1,4 % à 1,3 % en 2016.

## Graphique 1

### Variation de l'IPCH effectif et projeté, intégrant les révisions

(en pourcentage ; en rythme annuel)



Sources : Projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème et calculs de la BCE.

Notes : Les lignes grises du graphique correspondent à la variation de l'IPCH projeté sous-tendant les séries de projections de 2014 et 2018 de l'exercice (global) de projection macroéconomique.

**L'atonie persistante de l'inflation en 2013-2014 a contribué à une tendance à la baisse des anticipations d'inflation et à un accroissement du risque que ces perspectives perdent tout ancrage par rapport à l'objectif de stabilité des prix de la BCE.** Les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché ont glissé vers des niveaux extrêmement bas. Fin décembre 2014, la fonction de densité de probabilité de l'inflation de la zone euro déduite du prix des options indiquait que les marchés attribuaient une probabilité de près de 50 % à la déflation et n'envisageaient qu'une faible probabilité de voir l'inflation annuelle atteindre un niveau proche de 2 % voire supérieur (cf. graphique 9 ci-après). Ces évolutions dénotaient des risques qu'une période de faible inflation se prolongeant trop longtemps soit de plus en plus ancrée dans les anticipations d'inflation, avec des conséquences néfastes pour la stabilité des prix.

**Afin d'inverser la tendance baissière de l'inflation et de prévenir un désancrage des anticipations d'inflation, l'APP a été conçu pour prolonger et compléter les mesures de politique monétaire existantes.** Avec l'APP, annoncé en janvier 2015, le PSPP, un programme supplémentaire reposant sur des achats de titres de créance émis par des entités publiques, a été lancé pour compléter les deux programmes d'achats d'actifs en cours, le CBPP3 et l'ABSPP.

**Durant la période 2015-2018, les achats nets d'actifs dans le cadre de l'APP ont été le principal instrument de politique monétaire et leur montant et leur durée ont été reliés à la réalisation d'un ajustement durable de l'évolution de l'inflation vers l'objectif de stabilité des prix.** En janvier 2015, après l'annonce de l'APP, les achats nets d'actifs sont devenus le principal instrument de la politique monétaire et le Conseil des gouverneurs a adopté une *forward guidance* structurée. La première partie de cette *guidance* avait trait au principal instrument lui-même et représentait la combinaison d'une formulation établie en fonction du temps et d'une

formulation établie en fonction de l'état de l'économie. La jambe définie en fonction du temps énonçait que les achats nets d'actifs seraient réalisés à un certain rythme mensuel au moins jusqu'à une date spécifique (cf. figure 1). La jambe définie en fonction de l'état de l'économie établissait une relation explicite avec l'objectif de stabilité des prix (« ou au-delà si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif »). Comme le montre la figure 1, après la première annonce en janvier 2015, le Conseil des gouverneurs a prolongé le programme au moyen d'une série de recalibrages, ayant permis de repousser successivement l'horizon minimum pour les achats mensuels et d'ajuster le rythme des achats suivant les besoins afin de réaliser des progrès sur la voie d'un ajustement durable. La deuxième partie de la *forward guidance* concernait la période au cours de laquelle le Conseil des gouverneurs estimait qu'il ne serait pas opportun de relever les taux directeurs de la BCE. En mars 2016, la durée de cette période a été reliée à l'arrêt des achats nets d'actifs.

**Figure 1**

Synthèse de l'APP et des autres mesures de politique monétaire entre juin 2014 et décembre 2018

APP		Autres mesures de politique monétaire
	juin 2014	<b>TLTRO I</b> Échéance maximum en septembre 2018, utilisation dépendant des prêts nets et remboursements anticipés obligatoires Opérations principales de refinancement : 0,15 % Facilité de prêt marginal : 0,40 % Facilité de dépôt : -0,10 %
<b>ABSPP-CBPP3</b> Achats de titres adossés à des actifs et d'obligations sécurisées	sept. 2014	
<b>PSPP achats de titres du secteur public</b> Achats mensuels de 60 milliards d'euros jusqu'à septembre 2016, y compris ABSPP/CBPP3	janv. 2015	Opérations principales de refinancement : 0,05 % Facilité de prêt marginal : 0,30 % Facilité de dépôt : -0,20 %
<b>Recalibrage de l'APP I</b> Prolongement à mars 2017 et réinvestissement des remboursements au titre du principal	déc. 2015	Opérations principales de refinancement : 0,05 % Facilité de prêt marginal : 0,30 % Facilité de dépôt : -0,30 %
<b>Recalibrage de l'APP II</b> Achats mensuels de 80 milliards d'euros et relèvement de la limite de détention par émission pour certains émetteurs	mars 2016	Opérations principales de refinancement : 0,00 % Facilité de prêt marginal : 0,25 % Facilité de dépôt : -0,40 %
<b>CSPP achats de titres du secteur des entreprises</b>		
<b>Recalibrage de l'APP III</b> Achats mensuels de 60 milliards d'euros jusqu'à décembre 2017, durée résiduelle minimum des titres éligibles au PSPP réduite de deux ans à un an et achats à un taux inférieur au taux de la facilité de dépôt si nécessaire	juin 2016	
	déc. 2016	<b>TLTRO II</b> Pas de remboursement anticipé obligatoire et taux minimum de prêt correspondant au taux de la facilité de dépôt
<b>Recalibrage de l'APP IV</b> Achats mensuels de 30 milliards d'euros jusqu'à septembre 2018 (à partir de janvier 2018)	oct. 2017	
<b>APP en transition</b> Achats mensuels de 15 milliards d'euros jusqu'à décembre 2018	juin 2018	
<b>APP en transition</b> Arrêt des achats nets et réinvestissement des titres arrivant à échéance	déc. 2018	

Source : BCE.

**Le Conseil des gouverneurs a adopté les modalités de l'APP conformément à l'objectif principal de stabilité des prix.** Les caractéristiques de l'architecture de l'APP ont été adaptées pour fournir le degré de soutien monétaire nécessaire à la mission de maintien de la stabilité des prix lorsqu'il est apparu difficilement envisageable d'abaisser encore les taux directeurs. Conformément à l'interdiction du financement monétaire énoncée à l'article 123 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, les achats de titres du secteur public ont été limités au marché secondaire.

**L'APP a été conçu pour prendre en compte les structures des marchés et l'organisation institutionnelle de la zone euro.** Les achats d'instruments de la dette publique ont été déterminés par la clé de répartition du capital de la BCE, qui précise la part du capital de la BCE attribuable à chacune des banques centrales nationales. Dans le même temps, les programmes relatifs au secteur privé se sont appuyés sur la capitalisation boursière des obligations éligibles figurant dans les achats.

### 3 Les questions relatives à la mise en œuvre

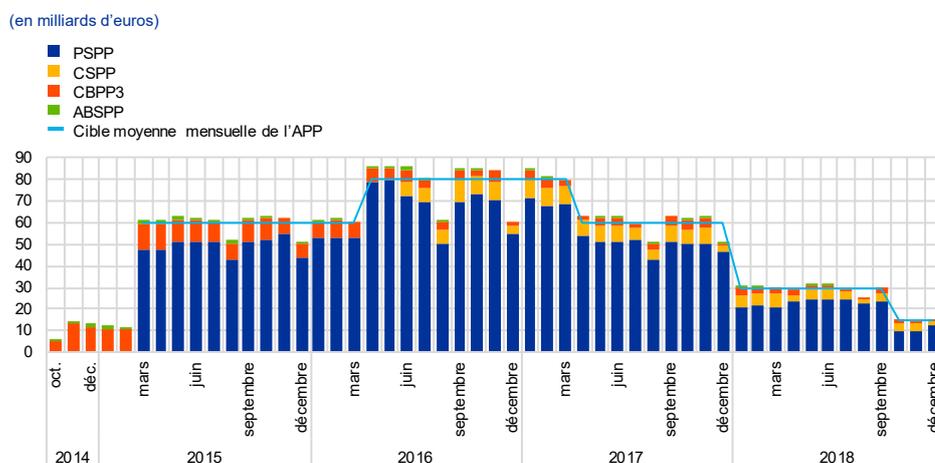
#### 3.1 La neutralité pour le marché

**Dans la mise en œuvre de l'APP, l'Eurosystème avait pour objectif de garantir la neutralité pour le marché afin de réduire au maximum l'incidence sur les prix relatifs de l'univers des titres éligibles et les effets secondaires indésirables pour le fonctionnement du marché.** Par exemple, bien que visant à affecter les prix des obligations, les achats dans le cadre de l'APP ont été effectués en cherchant à préserver le mécanisme de découverte du prix et à limiter les distorsions de la liquidité de marché. Les principales caractéristiques conçues afin de garantir la neutralité pour le marché dans le cadre de la mise en œuvre de l'APP sont détaillées ci-après.

**Des cibles mensuelles claires et observables ont été définies pour l'APP, tenant compte également des profils saisonniers de la liquidité de marché.** La cible moyenne mensuelle de l'APP définie à l'avance par le Conseil des gouverneurs a été décomposée en interne en orientations relatives aux achats mensuels par programme. Le programme réalisé sur le marché le plus liquide, le PSPP, a servi de coussin permettant d'assurer la réalisation précise de l'objectif d'achats mensuels totaux. En outre, l'Eurosystème a tenu compte des profils saisonniers de l'activité du marché des valeurs à revenu fixe, notamment de la diminution de la liquidité de marché de mi-juillet à fin août et en décembre. L'activité d'achats a été concentrée autour de ces périodes (cf. graphique 2). Chaque mois, les orientations relatives aux achats ont été exprimées en totaux mensuels, et non pas en volumes quotidiens stricts, conférant de la flexibilité à la réalisation quotidienne des achats.

## Graphique 2

### Rythme et composition des achats nets dans le cadre de l'APP



Source : BCE.

Note : Les cibles moyennes mensuelles de l'APP ont été initialement définies par le Conseil des gouverneurs de la BCE au début du PSPP en mars 2015.

**La communication préalable exhaustive sur les paramètres opérationnels de l'APP a soutenu le mécanisme de découverte du prix.** Ces paramètres définissent le périmètre de l'APP avec (a) des critères d'éligibilité rigoureux, conformes aux procédures applicables dans le cadre du dispositif de garanties de l'Eurosystème<sup>45</sup> et recourant à l'expertise de spécialistes en gestion des garanties de l'Eurosystème, (b) des restrictions d'échéances<sup>46</sup>, (c) l'exclusion de certains émetteurs<sup>47</sup>, (d) des cadres de valorisation pour garantir que les achats ont été effectués en tenant compte des prix de marché disponibles, et (e) différents systèmes de limitation<sup>48</sup>.

**Pour la composition des achats, l'Eurosystème a adopté une approche fondée sur des règles visant à maintenir une diversification suffisante entre les émetteurs et les contreparties.** Les achats effectués dans le cadre de l'APP ont été généralisés à l'ensemble des juridictions, des compartiments d'échéances, des émetteurs et des types d'obligations éligibles en termes de types de coupons différents et de types de garanties différents, par exemple. Pour le PSPP, la clé de répartition du capital de la BCE a fourni une indication simple et stable, applicable à la composition des achats dans les différentes juridictions.

<sup>45</sup> Les actifs ont ainsi été soumis à une exigence minimale en matière de qualité du crédit de niveau 3 sur l'échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème, ce qui impliquait d'avoir au moins une note d'évaluation du crédit attribuée par un organisme externe d'évaluation du crédit agréé par le dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème. Les actifs devaient être également libellés en euros et émis et réglés dans la zone euro. Pour les titres adossés à des actifs, les débiteurs sous-jacents devaient être principalement situés dans la zone euro.

<sup>46</sup> À fin 2018, l'échéance résiduelle minimale pour le PSPP était d'un an et l'échéance résiduelle maximale de 30 ans. L'échéance résiduelle minimale pour le CSPP était de six mois et l'échéance résiduelle maximale de 30 ans. Aucune restriction d'échéance n'a été définie pour le CBPP3 ou l'ABSPP.

<sup>47</sup> Les titres émis par les établissements de crédit n'étaient pas éligibles pour le CSPP. Les titres de créance des structures de défaillance n'étaient pas éligibles pour le PSPP.

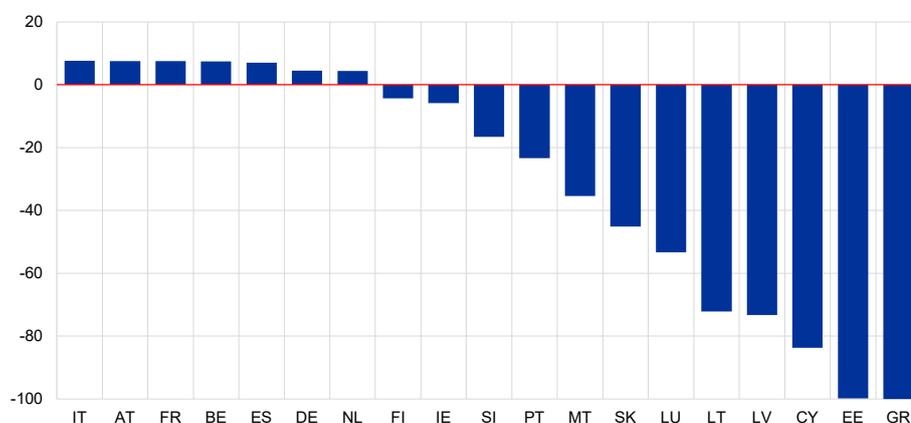
<sup>48</sup> La limite d'émission pour les programmes d'achats de titres du secteur privé était de 70 %, avec des limites inférieures pour le CSPP dans des cas particuliers. La limite d'émission pour le PSPP était de 33 % de l'encours de l'émission, moyennant une vérification au cas par cas que cela ne placerait pas l'Eurosystème en situation de détenir une minorité de blocage, au titre de clauses d'action collective (auquel cas la limite serait fixée à 25 %). Pour le PSPP, la limite de détention par émetteur était également de 33 %.

**L'Eurosystème a orienté la répartition de ses achats mensuels pour aligner aussi étroitement que possible la part d'une juridiction dans le stock d'achats du PSPP sur sa part respective dans la clé de répartition du capital de la BCE à la fin de la phase d'achats nets d'actifs.** Le graphique 3 illustre la divergence de la part d'achats nets cumulés fin 2018 par rapport à la clé de répartition du capital de la BCE pour chaque juridiction. Par exemple, le stock de titres allemands détenus par l'Eurosystème à fin 2018 était supérieur de 4,5 % à la part de l'Allemagne dans la répartition du capital de la BCE. Cet excédent s'élève à 22,3 milliards d'euros.

### Graphique 3

Écart de la part des achats nets cumulés par rapport à la clé de répartition du capital de la BCE à fin 2018

(en pourcentage)



Source : BCE.

**Une part relative du volume de titres acquis dans le cadre du PSPP supérieure à la clé de répartition du capital de la BCE dans une juridiction donnée résultait mécaniquement de la nécessité de contrebalancer des écarts négatifs dans d'autres juridictions.** Ces écarts négatifs sont apparus pour deux raisons.

Premièrement, les obligations d'État grecques ont été inéligibles pour le PSPP sur toute la durée de la phase d'achats nets d'actifs. Deuxièmement, la disponibilité d'obligations à l'achat a connu des limitations apparues, par exemple, pour des obligations détenues jusqu'à l'échéance par les investisseurs ou en raison de la taille globale de l'univers des titres éligibles dans certaines juridictions.

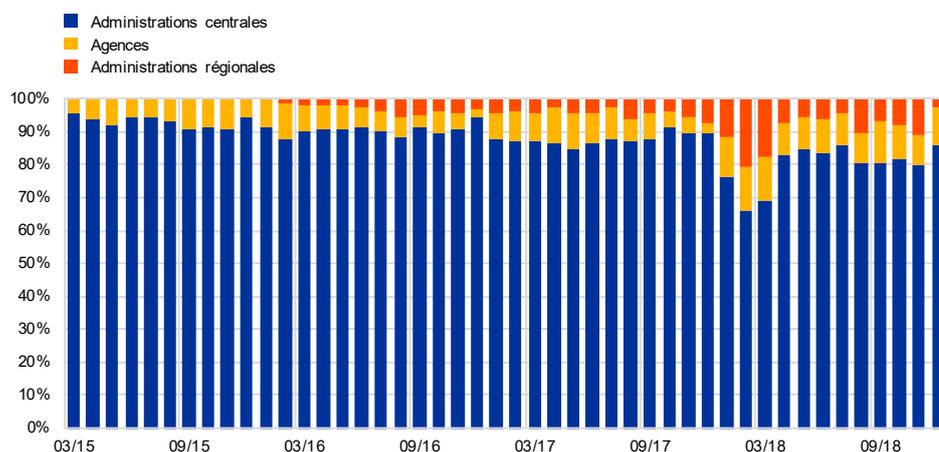
**Les achats dans le cadre de l'APP ont été effectués régulièrement, tandis qu'une certaine flexibilité a été préservée pour s'adapter aux conditions prévalant sur le marché (cf. encadré 1).** L'Eurosystème a cherché à maintenir une présence continue sur le marché tout au long de la journée, évitant ainsi de dominer temporairement le marché. En fonction des modalités opérationnelles d'une banque centrale, la flexibilité peut notamment être liée au choix des titres à acheter, au moment de l'exécution des opérations et au montant total des achats de la journée. En outre, la répartition flexible des achats entre les différentes catégories d'actifs contenues dans un programme a également contribué à préserver la neutralité pour le marché. À titre d'illustration de cette flexibilité, la part des achats des administrations

régionales en proportion des achats totaux dans le cadre du PSPP a fortement fluctué en 2018 (cf. graphique 4).

#### Graphique 4

##### Achats des administrations centrales, des agences et des administrations régionales

(parts en pourcentage des achats du PSPP)



Source : BCE.

### Encadré 1

#### Les méthodes d'achat

Bryan Gurhy et Beatriz Sotomayor

#### L'Eurosystème a effectué près de 225 000 opérations dans le cadre de l'APP de 2014 à 2018.

Ces opérations ont été réalisées dans le respect des conventions du marché de valeurs à revenu fixe respectif et aux côtés des autres intervenants de marché. Avec le temps, l'Eurosystème a affiné ses méthodes d'achat pour refléter les évolutions de la situation des marchés. Cet encadré présente les principales caractéristiques des achats de l'APP.

#### Toutes les BCN de l'Eurosystème ainsi que la BCE ont effectué des achats dans le cadre de l'APP, la BCE coordonnant également la mise en œuvre des programmes.

Les achats du PSPP ont été effectués par l'ensemble de l'Eurosystème. Le CBPP3 a été réalisé par un grand nombre de BCN et par la BCE, tandis que six BCN spécialisées<sup>49</sup> ont acheté des actifs dans le cadre du CSPP. En avril 2017, les achats au titre de l'ABSPP avaient été effectués exclusivement par six BCN agissant en tant que gestionnaires d'actifs internes<sup>50</sup>. Auparavant, des gestionnaires d'actifs extérieurs et des BCN avaient réalisé conjointement des achats dans le cadre de l'ABSPP.

**Les achats dans le cadre des programmes d'achats de titres du secteur privé ont été effectués aux côtés des autres intervenants de marché sur le marché primaire et sur le marché secondaire, les parts proportionnelles variant dans le temps en fonction des profils d'émission et de la liquidité du marché secondaire (cf. graphique A).** La taille standard de l'offre

<sup>49</sup> Les six banques centrales spécialisées étaient la Banque nationale de Belgique, la Deutsche Bundesbank, le Banco de España, la Banque de France, la Banca d'Italia et la Suomen Pankki – Finlands Bank.

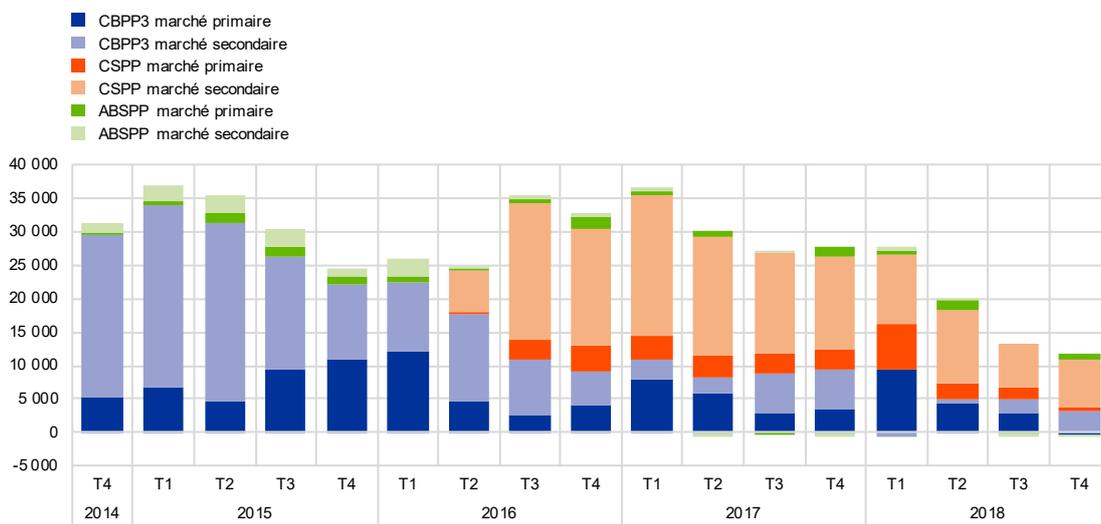
<sup>50</sup> Les banques centrales concernées étaient la Banque nationale de Belgique, la Deutsche Bundesbank, le Banco de España, la Banque de France, la Banca d'Italia et De Nederlandsche Bank.

de l'Eurosystème sur le marché primaire a été fixée afin de réaliser un équilibre entre le soutien des émissions individuelles et la flexibilité offerte par les achats sur le marché secondaire.

## Graphique A

### Ventilation des programmes d'achats d'actifs du secteur privé entre marchés primaire et secondaire

(en millions d'euros)



Source : BCE.

Notes : Achats approchés à partir de la variation des avoirs. Les valeurs négatives pour une sous-catégorie correspondent à des remboursements supérieurs aux achats bruts de la période.

**La majorité des achats effectués dans le cadre de l'APP résultent de transactions bilatérales avec des contreparties.** Ces transactions ont été réalisées *via* de grandes plateformes électroniques et sous forme de transactions audio. La négociation bilatérale implique de répondre de façon flexible aux offres des intervenants de marché, de faire des demandes de prix auprès de plusieurs contreparties pour le même titre, puis d'effectuer la transaction au meilleur prix. Les négociations bilatérales conviennent particulièrement bien à la liquidité et à l'hétérogénéité des marchés obligataires de la zone euro car elles peuvent être adaptées à la situation des marchés pour éviter les distorsions de marché. Par exemple, les titres achetés par l'Eurosystème dans le cadre du PSPP proviennent de 110 émetteurs <sup>51</sup>, tandis que les autres grandes banques centrales n'ont généralement fait d'acquisitions qu'auprès d'un seul émetteur souverain pour mettre en œuvre leurs programmes d'achats d'actifs de grande ampleur.

**La Deutsche Bundesbank, la Banque de France, le Lietuvos Bankas et De Nederlandsche Bank ont procédé à des adjudications régulières sur des compartiments de marché spécifiques lors de la mise en œuvre du PSPP.** La décision de procéder à des adjudications reflète l'intention de parvenir à certains volumes tout en tenant compte de considérations de transparence. Dans les jours précédant chaque adjudication, les intervenants de marché ont reçu une liste des titres que chaque BCN envisageait d'acheter aux prix en vigueur sur le marché. Cela donnait aux contreparties une « fenêtre de liquidité » bien identifiée chaque semaine pour faire part de leur intérêt à la vente de titres spécifiques tout en bénéficiant d'un *pricing* égal garanti. Certaines BCN ont concentré leurs adjudications sur les obligations illiquides, qu'il était difficile de se procurer

<sup>51</sup> Outre les 17 administrations centrales émettrices, les titres acquis dans le cadre du PSPP proviennent de 43 agences éligibles pour le PSPP et de 43 administrations régionales et six institutions supranationales de l'UE ainsi que d'une société non financière.

de façon bilatérale, tandis que d'autres ont utilisé les adjudications pour des obligations liquides afin de favoriser la transparence des prix pour d'autres intervenants de marché. L'Eurosystème a appliqué les mêmes règles de transaction pour aligner le prix d'achat lors de négociations bilatérales et d'enchères inversées sur le prix offert sur le marché.

**La méthode de négociation mettant en concurrence les offres (*bid wanted in competition* – BWIC) est spécifique au marché des titres adossés à des actifs.** Les BWIC sont organisées par des négociateurs pour le compte d'investisseurs afin de vendre des portefeuilles de titres adossés à des actifs et d'en garantir la meilleure exécution en invitant un grand nombre d'acheteurs potentiels. L'ABSPP a participé régulièrement aux BWIC pour les juridictions tant liquides que moins liquides et pour l'ensemble des catégories de titres adossés à des actifs utilisés en garantie. La part des achats effectués dans le cadre de l'ABSPP *via* BWIC est toutefois relativement faible, l'Eurosystème ayant cherché à acheter aux conditions du marché sans pousser les prix vers des niveaux artificiellement élevés. La BCE a créé une structure de gouvernance pour évaluer tous les titres achetés et fournir des indications sur une valorisation de marché appropriée.

---

### 3.2 La liquidité des marchés de valeurs à revenu fixe et son interaction avec la mise en œuvre de l'APP

**Dans le cadre de l'APP, les achats ont été effectués de manière à préserver la liquidité des marchés de valeurs à revenu fixe de la zone euro.** Les services de l'Eurosystème ont évalué régulièrement les indicateurs de la liquidité des marchés obligataires. En tenant compte également de la connaissance du marché, ces évaluations indiquent que la conception de l'APP a permis de limiter les effets potentiellement préjudiciables au fonctionnement du marché et que l'incidence de l'APP sur la liquidité de marché a été tout au plus temporaire <sup>52</sup>.

**Les modalités des achats quotidiens, et en particulier la sélection au jour le jour des titres à acheter, ont été appliquées en vue de préserver les conditions de la liquidité de marché.** L'Eurosystème a activement intégré les offres d'un large éventail de contreparties dans la sélection quotidienne des obligations. En outre, des efforts importants ont été entrepris pour éviter d'acheter des titres qui seraient rares, selon la mesure d'indicateurs de la valeur relative, de faire baisser les prix sur le marché du repo et les volumes des transactions.

**Le montant des opérations individuelles a reflété le montant des offres constatées.** Dans le cadre de l'APP, l'opération moyenne sur le marché secondaire est comprise entre 4 millions d'euros pour le CSPP et 14 millions pour le PSPP. Ces moyennes masquent une hétérogénéité de la composition, le montant des opérations augmentant pour les titres les plus liquides et diminuant pour les obligations illiquides.

**L'utilisation d'un large éventail de contreparties a facilité la mise en œuvre harmonieuse des achats et favorisé la concurrence, l'Eurosystème traitant avec**

---

<sup>52</sup> Cf. Jurskas *et al.*, « La liquidité des marchés de la dette souveraine de la zone euro depuis le début du PSPP », *Bulletin économique*, numéro 2, BCE, 2018, p. 46-49.

**plus de 350 contreparties.** Une très grande majorité des achats réalisés dans le cadre de l'APP font intervenir des contreparties établies dans un pays différent de la banque centrale qui se porte acquéreur, ce qui a également affecté la répartition des soldes Target 2 dans les différentes juridictions <sup>53</sup>. Les différentes banques centrales ont élargi leur éventail de contreparties pour atteindre tous les compartiments concernés du marché des titres à revenu fixe. La mise en œuvre de l'APP a ainsi évité des effets persistants dans la microstructure des compartiments du marché obligataire grâce à la mise en concurrence des contreparties. Dans ce contexte, l'Eurosystème a adopté un large éventail d'outils de transparence pour réduire au maximum les avantages en termes d'information pour les contreparties éligibles. Ces initiatives ont contribué à établir une égalité de traitement entre intervenants sur les marchés financiers tout en préservant l'exécution rapide des opérations (cf. encadré 2).

## Encadré 2

### Donner plus de transparence aux avoirs agrégés constitués dans le cadre de l'APP

---

Kieran Leonard et Beatriz Sotomayor

**La transparence a joué un rôle central dans l'APP en permettant aux intervenants de marché de mieux comprendre la mise en œuvre des programmes.** La publication régulière d'informations sur les achats et les avoirs au titre de l'APP sur le site internet de la BCE a été complétée par des informations supplémentaires sur le CSPP dans un encadré de l'édition de juin 2017 du *Bulletin économique* <sup>54</sup>. Des données similaires sur les portefeuilles agrégés du CBPP3 et de l'ABSPP sont présentées ci-après. En outre, l'encadré présente une comparaison de l'échéance moyenne pondérée des achats nets cumulés au titre du PSPP avec l'univers des titres éligibles correspondant.

**Les achats dans le cadre du CBPP3 ont été globalement orientés vers une référence fondée sur la capitalisation boursière des titres éligibles, en tenant bien compte des conditions de la liquidité sur le marché.** Cela a permis de réaliser des achats dans un large éventail de pays de manière régulière. L'Eurosystème a été réactif à la disponibilité des obligations considérées individuellement dans la mise en œuvre quotidienne.

---

<sup>53</sup> Cf. l'encadré 1 intitulé « [Le programme d'achats d'actifs de la BCE et les soldes TARGET : la mise en œuvre de la politique monétaire et au-delà](#) », *Bulletin économique*, numéro 3, BCE, 2017, p. 23-29 et l'encadré 2 « [Les soldes TARGET et le programme d'achats d'actifs](#) », *Bulletin économique*, numéro 7, BCE, 2016, p. 25-29.

<sup>54</sup> Cf. l'encadré 2 intitulé « [Le programme d'achats de titres du secteur des entreprises de la BCE : mise en œuvre et impact](#) », *Bulletin économique*, numéro 4, BCE, 2017, p. 45-52.

**Tableau A**

Répartition par pays et par notations des avoirs au titre du CBPP3 et des titres de référence à fin 2018

Répartition du risque par pays			Répartition des notations de crédit		
Juridiction	Avoirs	Référence	Notation	Avoirs	Référence
FR	26,2 %	30,0 %	AAA	68,9 %	76,5 %
DE	22,0 %	22,8 %	AA	28,1 %	20,4 %
ES	21,8 %	15,1 %	A	2,7 %	2,7 %
IT	11,5 %	9,0 %	BBB	0,3 %	0,3 %
NL	5,7 %	8,3 %			
FI	3,7 %	4,6 %			
AT	3,3 %	4,4 %			
Reste de la zone euro	5,7 %	5,9 %			

Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : La référence est construite à partir de l'univers des titres éligibles à fin 2018. Les pondérations de certaines catégories d'obligations sécurisées ont été corrigées à la baisse pour rendre compte de leur insuffisante disponibilité et de leur illiquidité. Seules les obligations ayant fait l'objet d'une notation figurent dans les données pour la répartition des notations de crédit. Les notations sont constituées par la meilleure note d'évaluation du crédit. Les répartitions sont effectuées en fonction de la valeur nominale.

**L'approche fondée sur la capitalisation boursière a évolué au cours du temps, les pondérations de référence attachées à certains titres ayant diminué à mesure que certaines catégories d'obligations sécurisées sont devenues de plus en plus difficiles à acquérir.**

Par exemple, le lancement des TLTRO II a accru l'attrait de la conservation des obligations sécurisées à titre de garantie par rapport à leur placement sur le marché. Pour en tenir compte, la pondération relative des obligations sécurisées conservées en portefeuille a été réduite pour la référence des titres éligibles au CBPP3.

**Pour tenir compte de la nature dynamique de l'univers des titres éligibles au CBPP3, dont les profils d'émission et les conditions de liquidité sont variables selon les juridictions, la référence fondée sur la capitalisation boursière a été régulièrement actualisée afin d'orienter les achats futurs.** Cette approche évolutive est la principale explication des différences visibles dans le tableau A, où, par exemple, les avoirs au titre du CBPP3 en obligations sécurisées espagnoles sont largement supérieurs à ce qu'impliquerait la référence courante. En parallèle, la part des obligations sécurisées françaises dans les portefeuilles a augmenté au fil du temps, suivant l'augmentation de leur pondération de référence. Les écarts dans la répartition des notations entre les avoirs au titre du CBPP3 et la référence courante reflètent également les résultats de l'approche évolutive.

**S'agissant de l'ABSPP, les achats bruts cumulés ont été ajoutés à la présentation des avoirs pour fournir une illustration plus précise de la mise en œuvre dans l'ensemble de l'Eurosystème (cf. tableau B).** Cette information supplémentaire est nécessaire pour refléter le remboursement plus rapide des titres adossés à des actifs par rapport à celui d'autres catégories d'actifs à revenu fixe, avec des achats bruts cumulés de 51,6 milliards d'euros contre des avoirs de seulement 27,5 milliards à fin 2018.

**Tableau B**

Répartition par pays, par garanties et par notations des avoirs au titre de l'ABSPP et de l'ensemble des titres éligibles à fin 2018

Juridiction	Répartition du risque par pays			Répartition des notations de crédit		
	Achats bruts	Avoirs	Univers	Notation	Avoirs	Univers
NL	41,4 %	50,1 %	38,1 %	AAA	87,0 %	80,0 %
IT	18,7 %	13,5 %	15,4 %	AA	12,1 %	15,4 %
DE	17,2 %	12,7 %	16,0 %	A	0,8 %	4,4 %
ES	8,2 %	9,8 %	10,8 %	BBB	0,1 %	0,2 %
FR	8,0 %	6,9 %	10,4 %	Ventilation par types de garanties		
IE	2,5 %	3,7 %	4,1 %	Garantie	Avoirs	Univers
PT	2,3 %	1,6 %	3,3 %	RMBS	71,5 %	61,9 %
FI	1,0 %	1,0 %	0,6 %	Crédit auto	19,7 %	20,3 %
BE	0,7 %	0,7 %	1,3 %	Crédit consommation	6,3 %	8,4 %
				Crédit-bail	1,1 %	6,2 %
				Créances sur cartes de crédit	0,8 %	1,3 %
				Prêts aux PME	0,6 %	1,9 %

Sources : BCE, Bloomberg, publications d'entreprises.

Notes : L'univers est une mesure théorique des titres de tranche senior disponibles à l'achat éligibles en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème à fin 2018. La répartition des notations de crédit est fondée sur la deuxième meilleure notation concordant avec l'éligibilité en garantie. Les répartitions sont effectuées en fonction de l'encours.

**Les achats bruts dans le cadre de l'ABSPP sont plus largement répartis entre les différentes juridictions que ne sembleraient l'indiquer les avoirs à fin 2018, reflétant la prévalence de différents types d'actifs dans chaque pays.** Par exemple, les crédits automobiles dominent le marché allemand des titres adossés à des actifs. Ces titres ont une durée de vie moyenne pondérée très inférieure à celle des titres adossés à des prêts immobiliers résidentiels (*residential mortgage backed securities* – RMBS), qui sont plus courants aux Pays-Bas. De plus, la composition du portefeuille reflète également la capitalisation boursière et la liquidité de marché. Les marchés principaux dont les titres ont un rendement plus faible ont généralement donné lieu à une offre active de titres en plus grand nombre, ce qui a entraîné, par exemple, une certaine surreprésentation des RMBS hollandais dans le portefeuille. Cependant, les autres titres et les titres à rendement élevé ont été largement détenus jusqu'à l'échéance par les investisseurs et n'ont pas été offerts dans la même proportion à l'Eurosystème. En outre, il y a eu une concentration plus forte en titres émis depuis le début de l'ABSPP, compte tenu de la capacité d'acquérir des titres sur le marché primaire et par conséquent d'acheter de plus grands volumes lors de ces émissions dans le cadre de ce programme. Cela a entraîné une moindre présence dans les juridictions où les émissions sont plus faibles depuis octobre 2014, comme l'Espagne et le Portugal.

**S'agissant du PSPP, une comparaison de l'échéance moyenne pondérée (EMP) des achats nets cumulés avec l'EMP de l'univers des titres éligibles montre qu'elles étaient globalement en ligne à fin 2018 (cf. tableau C).** La répartition des EMP des univers de titres éligibles entre les différentes juridictions reflète les profils d'émission passés des émetteurs de titres éligibles au PSPP. La mesure de l'EMP des achats nets cumulés intègre la contribution d'obligations qui ne sont plus éligibles en raison d'une échéance inférieure à un an et reflète globalement la disponibilité des différentes obligations à l'achat au cours du temps. De plus, les titres assortis d'une échéance à court ou moyen terme lors du lancement du PSPP étaient déjà largement détenus par l'Eurosystème en raison du Programme pour les marchés de titres. Ces avoirs ont limité la capacité d'achat de ces

obligations au titre du PSPP dans certaines juridictions. Par conséquent la mesure de l'EMP pour les achats nets cumulés dans ces juridictions est supérieure à ce qu'elle aurait été autrement.

## Tableau C

### Échéances moyennes pondérées par juridiction pour le PSPP à fin 2018

(années)

Juridiction	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	LT	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI	EU	Total
<b>Achats nets cumulés</b>	9,2	6,3	0,0	8,8	0,0	8,3	7,3	7,5	5,8	8,7	8,5	4,9	10,6	7,2	8,1	7,8	10,6	9,1	7,1	7,5	7,4
<b>Univers des titres éligibles</b>	10,1	7,2	0,0	8,8	0,0	8,2	7,9	7,7	5,1	9,8	9,1	5,7	9,9	8,2	8,1	7,2	10,2	8,9	7,6	8,2	7,9

Notes : La mesure de l'EMP pour les achats nets cumulés dans les juridictions où ils ont été effectués dans le cadre du Programme pour les marchés de titres de la BCE (SMP) est supérieure à ce qu'elle aurait été si de nombreux titres assortis d'une échéance à court ou moyen terme n'avaient pas déjà été largement acquis dans le cadre du SMP.

### 3.3 Les prêts de titres

**Les facilités de prêt de titres de l'APP ont constitué une réponse aux conditions difficiles rencontrées sur le marché du repo.** Conjugée à l'expansion progressive des avoirs au titre du PSPP, l'augmentation de la demande d'actifs liquides de haute qualité, conformément aux exigences réglementaires, a contribué à l'existence de conditions difficiles sur le marché du repo en 2016. Les achats de l'Eurosystème ont réduit la disponibilité effective de titres pour les intervenants de marché, ce qui aurait pu entraîner une pénurie d'obligations pouvant être utilisées en garantie<sup>55</sup> et une diminution de la liquidité de marché, également susceptibles de perturber le mécanisme de découverte du prix. L'approche de l'Eurosystème pour les prêts de titres a permis de réduire au maximum ces conséquences involontaires de l'APP<sup>56</sup>.

**L'Eurosystème pratique des activités de prêts de titres, qui se poursuivent dans la phase de réinvestissement de l'APP, de manière décentralisée sur la base de principes communs.** L'Eurosystème agit comme un filet de sécurité sans réduire l'activité normale du marché des pensions<sup>57</sup>. Du fait de l'organisation institutionnelle de l'Eurosystème, la mise en œuvre des prêts de titres est décentralisée et utilise différents canaux de prêts (par exemple les prêts bilatéraux ou par l'intermédiaire de conservateurs). Comme illustré dans la partie supérieure du graphique 5, la part des emprunts publics allemands négociés avec une garantie spéciale – ce qui signifie qu'ils sont négociés avec une prime par rapport aux garanties générales sur le marché du repo – a fortement augmenté en 2016. L'Eurosystème a réagi en apportant plusieurs modifications aux facilités de prêts de

<sup>55</sup> Les obligations d'État sont la principale catégorie de garanties utilisées sur le marché du repo en raison de leur sécurité et de leur liquidité.

<sup>56</sup> Les titres du PSPP ont été mis à disposition à des fins de prêts en avril 2015, peu après le début des achats. Les prêts de titres du CSPP par les BCN de l'Eurosystème sont également obligatoires, tandis que les prêts d'avoirs du CBPP3 sont volontaires. Toutefois, les avoirs de chaque juridiction émettrice d'obligations sécurisées sont mis à disposition à des fins de prêts par au moins une banque centrale de l'Eurosystème. Les prêts d'avoirs de l'ABSPP sont possibles en principe, mais aucune demande n'a été reçue depuis le début du programme.

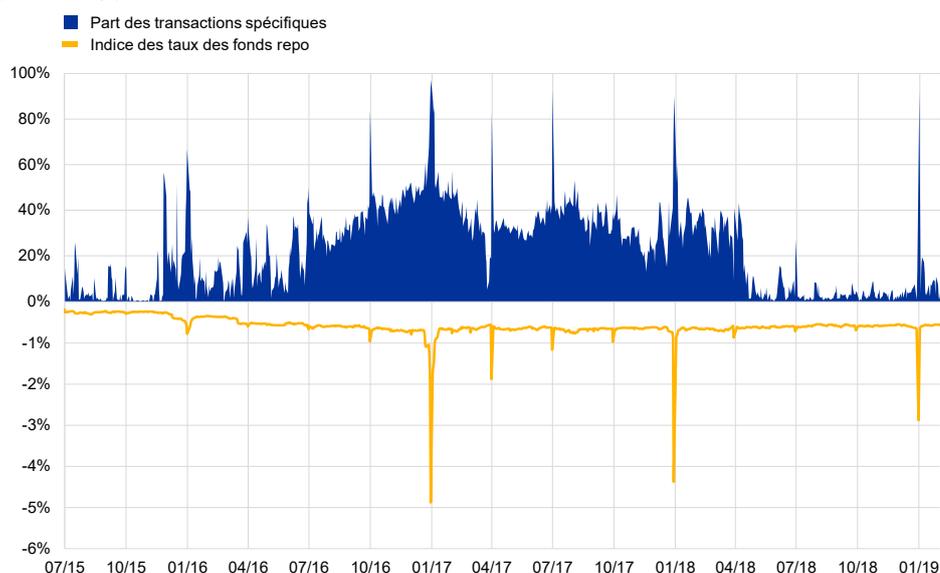
<sup>57</sup> Pour ce faire, le prêt est effectué avec une certaine marge contre une garantie générale (pour les prêts contre titres), et la garantie espèces optionnelle (seulement pour le PSPP) est proposée à un taux égal au taux le plus bas entre celui de la facilité de dépôt moins 30 points de base et celui observé sur le marché du repo.

titres, comme la possibilité d'emprunter des obligations contre une garantie en espèces. Cette modification, introduite en décembre 2016, a effectivement accru l'offre d'obligations disponibles sur le marché du repo et réduit la part des obligations négociées avec une garantie spéciale <sup>58</sup>. Plusieurs autres bénéficiaires effectifs ont également amélioré leurs facilités de prêts de titres au cours de cette période.

### Graphique 5

Évolution du marché du repo pour les emprunts publics allemands – part du compartiment du spécifique dans le volume total et évolution du taux du repo

(en pourcentage)



Sources : Calculs de la BCE, NEX Data et MTS Markets.

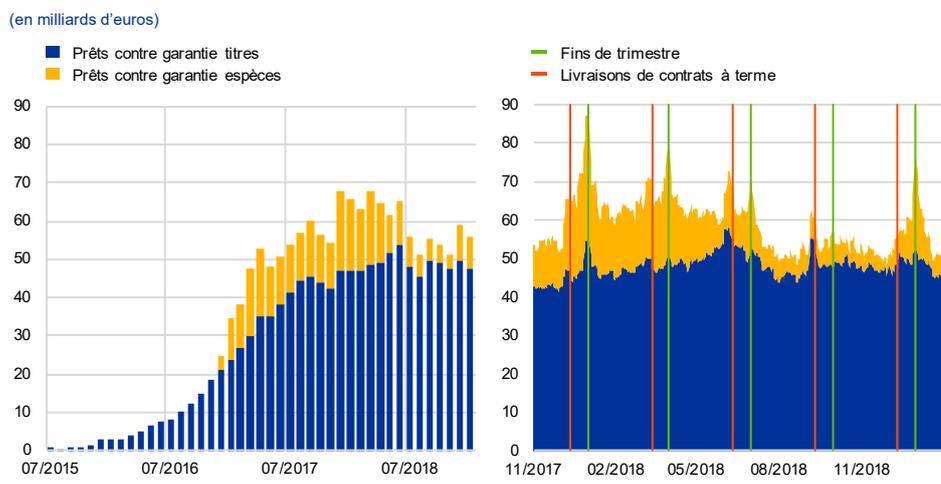
Notes : Le compartiment du spécifique correspond aux volumes négociés au moins 25 points de base au-dessous de l'obligation allemande spécifique la moins chère d'un jour donné. Ces transactions sont exprimées en part du volume total d'un jour donné quelconque.

**Le solde de prêts du PSPP a fluctué, enregistrant des pics en fin de trimestre et avant les dates de livraison des contrats à terme.** À fin 2017, la valeur de marché des obligations prêtées a enregistré un pic de 87 milliards d'euros, dont 33 milliards ont été prêtés contre une garantie espèces (cf. graphique 6, partie droite). La moyenne mensuelle du solde de prêts s'est toutefois stabilisée entre 50 milliards d'euros et 60 milliards depuis mi-2018, soit entre 2,4 % et 2,8 % des avoirs mensuels respectifs du PSPP (cf. graphique 6, partie gauche).

<sup>58</sup> La limite globale pour les prêts de titres contre espèces a été fixée initialement à 50 milliards d'euros et a été relevée à 75 milliards en mars 2018, reflétant également la hausse du stock d'actifs acquis dans l'intervalle.

## Graphique 6

### Solde de prêts du PSPP réparti en prêts contre garantie titres et contre garantie espèces



Sources : Calculs de la BCE.

Notes : Les montants sont en valeur de marché. À compter du 15 décembre 2016, l'Eurosystème a offert la possibilité d'accepter également des espèces en garantie pour les facilités de prêt de titres dans le cadre du PSPP.

## 4 Transmission et impact sur la macroéconomie

### 4.1 Principaux canaux de transmission

**L'APP a permis une amélioration substantielle des conditions de financement via plusieurs canaux de transmission, et chaque mesure individuelle de politique monétaire, en s'inscrivant dans un ensemble de mesures, a bénéficié de synergies se renforçant mutuellement.** D'après les informations provenant d'études d'événements, les rendements ont fortement diminué sur l'ensemble des compartiments des marchés financiers après l'annonce de l'APP<sup>59</sup>. Au cours de la mise en œuvre de l'APP, la baisse des taux débiteurs des banques et l'expansion du crédit ont contribué à assouplir les conditions de financement, à favoriser le raffermissement de la reprise économique et à contrer les forces désinflationnistes. Comme en atteste une abondante littérature, l'APP opère *via* trois canaux principaux : le canal du signal, le canal du rééquilibrage des portefeuilles et le canal de la transmission directe<sup>60</sup>. Le train de mesures de politique monétaire dont l'APP fait

<sup>59</sup> Cf. Dell'Ariccia (G.), Rabanal (P.) et Sandri (D.), « *Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom* », *Journal of Economic Perspectives*, volume 32, numéro 4, automne 2018, p. 147-172 ; Altavilla (C.), Carboni (G.) et Motto (R.), « *Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area* », *Working Paper Series*, n° 1864, BCE, novembre 2015 ; De Santis (R.), « *Impact of the asset purchase programme on euro area government bond yields using market news* », *Working Paper Series*, n° 1939, BCE, juillet 2016 ; et De Santis (R.) et Holm-Hadulla (F.), « *Flow effects of central bank asset purchases on euro area sovereign bond yields: evidence from a natural experiment* », *Working Paper Series*, n° 2052, BCE, mai 2017.

<sup>60</sup> Pour une vue d'ensemble des canaux et d'autres analyses, cf. l'article intitulé « *La transmission des récentes mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2015, et l'article intitulé « *Impact des mesures non conventionnelles de la BCE sur les conditions de financement : bilan à partir des informations récentes* », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2017.

partie a créé, entre les différentes mesures, des synergies qui se renforcent mutuellement.

**Par le canal du signal, l'APP a mis en évidence l'intention de la BCE de fournir un soutien monétaire suffisant pendant une période prolongée, ce qui a également contribué à ancrer les anticipations relatives aux taux directeurs.**

L'APP a renforcé le signal que les taux d'intérêt directeurs demeureraient faibles pendant longtemps. La dimension de signalisation des achats massifs d'actifs par les banques centrales a toujours été considérée comme une composante importante de la transmission de ces programmes de politique monétaire. Cette composante a été renforcée en mars 2016, lorsque, dans sa communication, le Conseil des gouverneurs a indiqué que la trajectoire future attendue des taux directeurs était subordonnée à la fin des achats nets d'actifs.

**Par le canal du rééquilibrage des portefeuilles, l'APP a comprimé les rendements pour un grand nombre de catégories d'actifs, les taux négatifs appliqués aux réserves favorisant davantage encore le processus de rééquilibrage.**

Lorsque les prix des actifs acquis augmentent, leurs rendements diminuent. La baisse des rendements incite les investisseurs à vendre ces titres afin de toucher la plus-value associée. Les vendeurs ne considérant pas nécessairement la liquidité reçue comme un substitut parfait des actifs cédés, ils réinvestissent et rééquilibrent leurs portefeuilles au profit d'autres actifs, comme les titres et les prêts (cf. également l'encadré 4). Ce processus est renforcé par les taux négatifs appliqués aux réserves<sup>61</sup>. En conséquence, les rendements ont également diminué sur d'autres compartiments de marché non ciblés par les achats des banques centrales, notamment les marchés de la dette et des actions non libellés en euros<sup>62</sup>.

**Au sein du canal du rééquilibrage des portefeuilles, l'extraction du risque de durée a été un mécanisme particulièrement pertinent du point de vue de son incidence sur la composante prime de terme des rendements à moyen et long terme (cf. encadré 3).** Les achats d'actifs réduisent le risque de durée encouru par les investisseurs privés, ce qui accroît leur capacité à supporter des risques et les incite à rétablir le profil de risque global désiré de leur portefeuille en investissant dans différents actifs. Par conséquent, l'extraction de la durée affecte la valorisation des échéances et des catégories d'actifs au-delà des actifs acquis.

**Par le canal de la transmission directe, qui entre en jeu notamment dans le cadre de l'ABSPP et du CBPP3, l'APP a directement amélioré les conditions de crédit pour le secteur privé non financier.** Dans le même temps, le CBPP et les TLTRO ont interagi afin de favoriser les prêts aux petites et moyennes entreprises (PME) également<sup>63</sup>. Plus généralement, les TLTRO ont allégé les coûts de financement des banques participantes, réduisant ainsi les éventuels effets défavorables, sur l'activité de prêt bancaire, des taux négatifs appliqués aux réserves.

<sup>61</sup> Cf. Ryan (E.) et Whelan (K.), « *Quantitative Easing and the Hot Potato Effect: Evidence from the Euro Area Banks* », *Research Technical Paper*, vol. 2019, n° 1, Banque centrale d'Irlande, 2019.

<sup>62</sup> Cf. « *The international dimension of the ECB's asset purchase programme* », discours de Benoît Cœuré, membre du Directoire de la BCE, à la réunion du Foreign Exchange Contact Group, Francfort-sur-le-Main, 11 juillet 2017.

<sup>63</sup> Cf. l'article intitulé « *La transmission des taux directeurs aux taux débiteurs des IFM à l'ère de la politique monétaire non conventionnelle* », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2017.

Les achats des banques centrales ont fait monter les prix des ABS et des obligations sécurisées, abaissé le taux de marché versé par les émetteurs et encouragé les banques à créer davantage de prêts dans le but de les reconditionner et de les céder. Par ce mécanisme, les achats d'obligations ont soutenu les conditions d'emprunt dans le secteur privé non financier. De même, le CSPP a réduit les coûts de financement des entreprises ayant directement accès aux marchés financiers et favorisé le report des grandes entreprises du financement bancaire vers le financement de marché, libérant ainsi de la capacité sur les bilans des banques pour financer les prêts aux PME <sup>64</sup>.

### Encadré 3

L'impact de l'APP sur la structure par terme des rendements obligataires de la zone euro – évaluation à partir d'un modèle

---

Fabian Eser, Wolfgang Lemke et Andreea Liliana Vladu

**La prime de terme, qui est une composante des rendements, reflète le risque de duration agrégé supporté par les investisseurs.** Les rendements obligataires à long terme sans risque possèdent deux composantes : les anticipations moyennes de taux d'intérêt à court terme sur la durée de vie de l'obligation et une prime de terme. Cette dernière recouvre l'exposition au risque actuelle et future attendue des différentes obligations (le risque de duration qui leur est spécifique), ainsi que la rémunération par unité d'exposition au risque. Cette rémunération – le « prix du risque » – dépend, quant à elle, du risque de duration agrégé devant être supporté par le marché.

**Les achats d'actifs des banques centrales réduisent le risque de duration global devant être absorbé par les investisseurs privés, ce qui réduit le prix du risque et, donc, la prime de terme.** Élément important, l'effet des achats d'actifs sur la prime de terme dépend de la trajectoire de l'ensemble du portefeuille des obligations acquises, pondérées par leur duration. Pour une obligation à dix ans, une baisse du risque de duration agrégé dans cinq ans, par exemple, réduit la rémunération du risque correspondante dans le futur, et donc également la prime de terme actuelle.

**L'impact de l'APP sur la prime de terme peut être estimé à l'aide d'un modèle de structure par terme sans arbitrage** <sup>65</sup>. Trois facteurs déterminent les taux obligataires ; l'un d'eux reflète le risque de duration encouru sur le flottant détenu par des intervenants de marché supposés devoir rééquilibrer leur portefeuille d'obligations en cas de variation des prix de ces dernières <sup>66</sup>. Le modèle relie les variations actuelles et futures de cette partie du flottant aux variations des primes de terme

---

<sup>64</sup> Cf. l'article intitulé « L'impact du programme d'achats de titres du secteur des entreprises sur les marchés des obligations d'entreprises et sur le financement des sociétés non financières de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2018.

<sup>65</sup> Le modèle est décrit plus en détail dans Eser (F.), Lemke (W.), Nyholm (K.), Radde (S.) et Vladu (A.), « *Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve* », à paraître in 2019 sous forme de *ECB Working Paper*. Il possède un cadre similaire à celui de Li (C.) et Wei (M.), « *Term Structure Modeling with Supply Factors and the Federal Reserve's Large-Scale Asset purchase Programs* », *International Journal of Central Banking*, 9(1), 3-39, 2013, qui est utilisé par la Réserve fédérale afin d'estimer l'impact sur les rendements des achats massifs d'obligations souveraines.

<sup>66</sup> Les sociétés non financières, les ménages, les fonds d'investissement monétaires et les institutions financières monétaires (hors Eurosystem) sont des catégories d'agents considérées comme sensibles aux variations de prix. En revanche, les portefeuilles de l'Eurosystem – que ce soit au titre de la politique monétaire ou non – relatifs aux institutions officielles hors-zone euro (en particulier les réserves de change des banques centrales), les portefeuilles d'emprunts publics intra-zone euro et les portefeuilles des sociétés d'assurance et des fonds de pension sont considérés comme insensibles aux variations de prix.

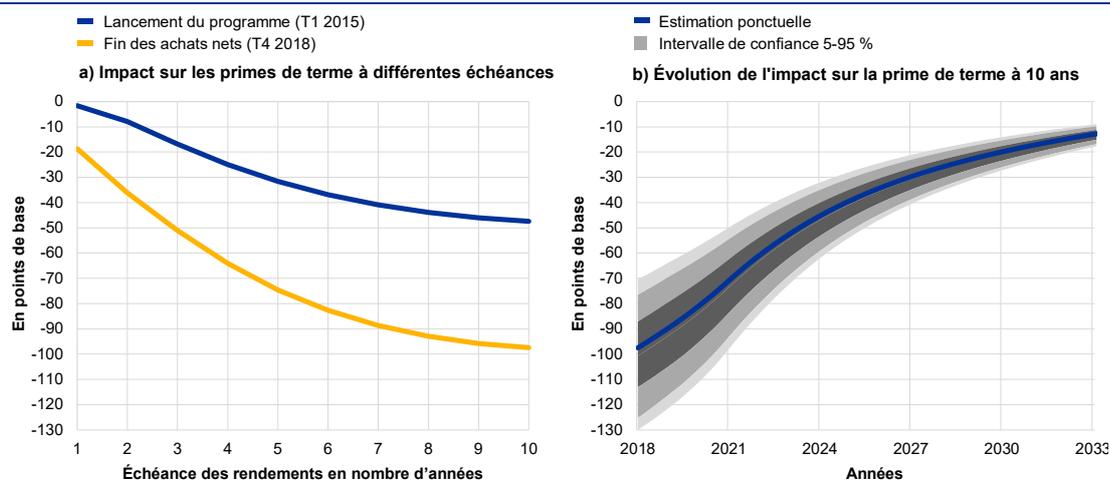
actuelles, ce qui permet d'expliquer l'incidence des volumes actuels et futurs attendus de l'APP sur la courbe des rendements <sup>67</sup>.

**La compression des rendements souverains due à la réduction du flottant d'obligations actuel et attendu induite par l'APP est estimée à environ 100 points de base pour l'échéance à dix ans (cf. graphique A, partie gauche).** Le graphique illustre l'impact de l'APP sur les primes de terme de l'ensemble de la structure par terme au moment de l'annonce du PSPP et à la fin des achats nets d'actifs en décembre 2018. L'impact est plus important sur les échéances plus longues.

**Pour l'avenir, le volume substantiel d'actifs acquis et les réinvestissements à venir signifient la poursuite de l'extraction d'une part importante du risque de duration, même après la fin des achats nets d'actifs (cf. graphique A, partie droite).** Le graphique retrace l'évolution de la compression de la prime de terme à dix ans, à partir de projections du flottant à la fin des achats nets d'actifs. L'impact sur la prime de terme se dissipe progressivement au fil du temps, ce qui reflète le vieillissement du portefeuille – c'est-à-dire sa perte progressive de duration à mesure que les titres détenus arrivent à maturité – ainsi qu'une réduction progressive du portefeuille qui, selon les anticipations des intervenants de marché, interviendra finalement après la fin de l'horizon attendu des réinvestissements.

## Graphique A

Impact estimé de l'APP sur les rendements souverains dans la zone euro



Source : À partir de Eser, Lemke, Nyholm, Radde et Vladu (2019).

Notes : La partie gauche montre l'ampleur estimée de la compression, due à l'APP, de la composante prime de terme des rendements souverains assortis d'échéances comprises entre un an et dix ans dans la zone euro, au moment de l'introduction de l'APP (T1 2015) ainsi qu'à la fin de la phase d'achats nets en décembre 2018. La partie droite indique l'évolution des estimations ponctuelles de la compression des primes de terme des rendements à dix ans. L'intervalle de confiance reflète une incertitude liée aux paramètres autour de ces estimations ponctuelles, construite à l'aide des techniques de rééchantillonnage bootstrap/Monte Carlo. Les rendements de la zone euro sont représentés par les rendements zéro coupon pondérés du PIB des quatre principales juridictions de la zone.

**La quantification de l'impact de l'APP sur la courbe des rendements doit prendre en compte plusieurs niveaux d'incertitude.** Si l'on prend en compte l'incertitude liée aux paramètres dans l'estimation du modèle, l'impact de l'APP sur les primes de terme à dix ans se situe actuellement au sein d'une fourchette comprise entre 70 et 130 points de base <sup>68</sup>. D'autres sources d'incertitude sont

<sup>67</sup> Les projections requises du flottant à chaque moment considéré sont établies à partir des paramètres de l'APP communiqués par le Conseil des gouverneurs et des anticipations du secteur privé telles qu'approximées par les informations tirées d'enquêtes.

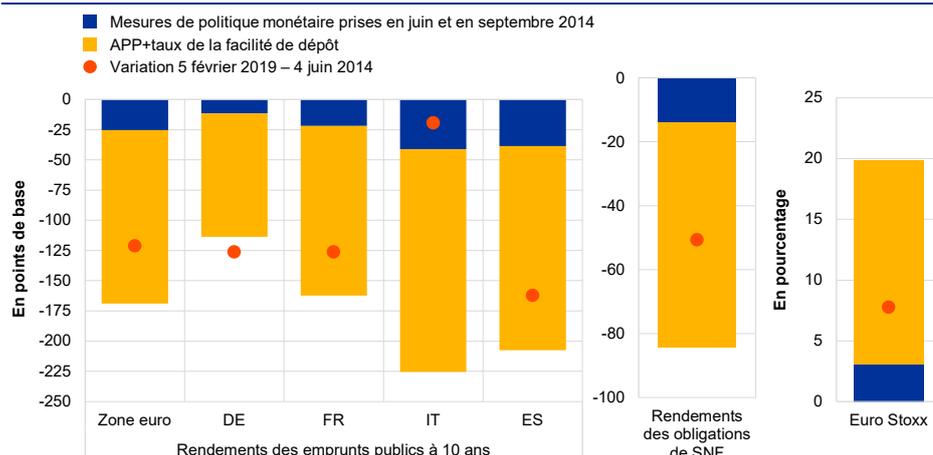
<sup>68</sup> Le graphique 7 présente des informations supplémentaires établies à l'aide d'autres cadres méthodologiques, ainsi que l'incidence d'autres mesures prises depuis juin 2014.

liées à la spécification du modèle, à la fenêtre d'estimation et à la quantification de la mesure du flottant.

**L'APP a assoupli les conditions de financement sur l'ensemble des catégories d'actifs.** La liquidité injectée par l'APP a stabilisé les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire à des niveaux proches du taux de la facilité de dépôt de la BCE et, avec les taux négatifs et la *forward guidance*, elle a ancré la trajectoire attendue des taux du marché monétaire à un niveau compatible avec l'orientation souhaitée de la politique monétaire. Le graphique 7 présente l'effet d'assouplissement cumulé estimé de l'APP sur les différentes catégories d'actifs – ainsi que l'effet d'autres mesures d'assouplissement – par rapport aux variations effectives des prix d'actifs enregistrées depuis 2014<sup>69</sup>. Selon les estimations, l'APP a fait baisser les rendements souverains ainsi que les rendements des obligations émises par les sociétés non financières (SNF), et a contribué à la hausse des prix des actions.

### Graphique 7

#### Impact des mesures de politique monétaire sur les prix et les rendements financiers



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Le graphique montre l'impact des mesures de politique monétaire de juin et septembre 2014, de l'APP et des réductions du taux de la facilité de dépôt sur les prix et les rendements financiers. L'incidence des mesures de politique monétaire de juin et septembre 2014 est estimée à l'aide d'une méthodologie fondée sur l'étude d'événements, qui se concentre sur les effets d'annonce des mesures ; cf. l'article du *Bulletin économique* de la BCE intitulé « La transmission des récentes mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE » (Numéro 7/2015). L'impact des réductions du taux de la facilité de dépôt résulte des effets d'annonce de la réduction de ce taux en septembre 2014, tandis que l'impact des réductions du taux de la facilité de dépôt intervenues par la suite est difficile à distinguer de celui provenant des ajustements simultanés de l'APP. Ces deux effets sont donc présentés ensemble. L'APP recouvre les effets des mesures relatives aux achats d'actifs adoptées lors des réunions du Conseil des gouverneurs de janvier et décembre 2015, de mars et décembre 2016 et d'octobre 2017. L'incidence de l'APP de janvier 2015 est estimée à l'aide de deux exercices d'étude d'événements portant sur un grand nombre d'événements qui, à compter de septembre 2014, ont influé sur les anticipations des marchés concernant le programme ; cf. Altavilla (C.), Carboni (G.) et Motto (R.), *op. cit.*, et De Santis (R.), *op. cit.* La quantification de l'impact du train de mesures adopté en décembre 2015 sur les prix d'actifs repose sur une évaluation exhaustive comprenant des études d'événements et des exercices contrefactuels à partir de modèles. L'impact de l'ensemble des mesures prises en mars 2016 et en décembre 2016 est évalué à l'aide d'exercices contrefactuels fondés sur des modèles. L'incidence du train de mesures adopté en octobre 2017 est évaluée à l'aide de deux modèles : un cadre de modélisation de la structure par terme semblable à celui utilisé dans l'encadré 3 et un cadre de régression code ISIN par code ISIN comparable à celui de D'Amico (S.) et King (T.B.), « *Flow and stock effects of large-scale treasury purchases: Evidence on the importance of local supply* », *Journal of Financial Economics*, vol. 108, numéro 2, 2013, p. 425-448.

### Les banques ont joué un rôle capital dans la transmission des achats nets d'actifs aux conditions de financement.

L'intermédiation financière reposant sur les banques reste très importante, en dépit d'une tendance en faveur du financement de marché dans la structure de financement des SNF de la zone euro au cours des dix

<sup>69</sup> L'encadré 3 présente des informations supplémentaires concernant l'impact de l'APP.

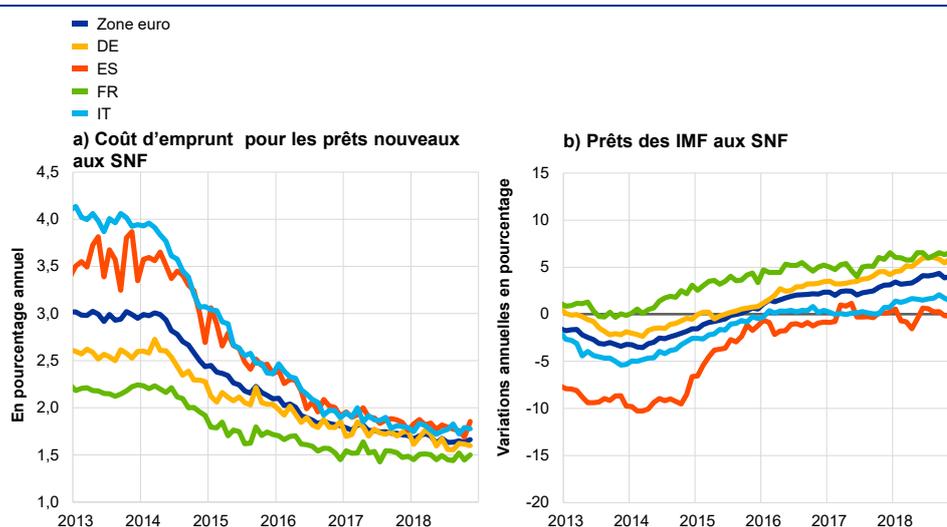
dernières années. Associé au taux d'intérêt négatif sur la facilité de dépôt et aux TLTRO, l'APP a incité les banques à réinvestir les recettes tirées des cessions d'actifs en création de crédit (cf. encadré 4).

**En conséquence, les taux débiteurs des banques ont baissé de façon constante et convergé dans l'ensemble des pays de la zone euro depuis mi-2014.**

Les taux débiteurs composites sur les prêts consentis aux SNF s'établissent actuellement à des niveaux proches de leurs points bas historiques (cf. graphique 8, partie gauche). Les résultats fondés sur des modèles indiquent que l'APP et les réductions du taux de la facilité de dépôt ont entraîné une baisse de 50 points de base environ des taux sur les prêts bancaires consentis aux SNF depuis juin 2014, en raison de leur incidence sur la courbe des rendements <sup>70</sup>. La dispersion, importante par le passé, des coûts d'emprunt entre les différents pays de la zone euro s'est progressivement réduite, au point d'être presque complètement résorbée.

**Graphique 8**

Coût d'emprunt pour les prêts nouveaux aux SNF et les prêts des IFM aux SNF



Source : BCE.

Notes : L'indicateur relatif au coût total de l'emprunt est calculé en agrégeant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. Les prêts sont corrigés des cessions, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. IFM signifie institutions financières monétaires. Les dernières observations se rapportent à novembre 2018.

**On constate également que l'APP a contribué de manière significative au redressement de la croissance des prêts.**

Les volumes de prêts aux SNF ont recommencé à afficher une croissance positive mi-2015. D'après les simulations fondées sur des modèles, près de la moitié du taux de croissance annuel des volumes de prêts aux SNF au troisième trimestre 2018 (4,3 %, cf. graphique 8, partie droite)

<sup>70</sup> Cette estimation est à comparer à une baisse globale de 129 points de base des taux sur les prêts bancaires aux SNF entre juin 2014 et octobre 2018. L'estimation se fonde sur les mécanismes de transmission des taux débiteurs qui agissent *via* la relation entre les rendements des emprunts publics et les coûts de financement des banques, notamment : (a) les mécanismes de transmission habituels utilisés pour les projections, et (b) les modèles de transmission utilisant des informations granulaires relatives aux bilans bancaires. Concernant (ii), cf. Altavilla (C.), Canova (F.) et Ciccarelli (M.), « *Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through* », *Journal of Monetary Economics*, 2019, à paraître. En outre, les TLTRO ont exercé une pression à la baisse supplémentaire sur les taux débiteurs des banques.

peut être attribuée aux effets de l'APP <sup>71</sup>. L'encadré 4 présente des informations plus détaillées concernant la transmission, par l'intermédiaire des banques, de l'APP à l'activité de prêt.

## Encadré 4

### Impact de l'APP sur l'activité de prêt aux entreprises

Miguel Boucinha et Sarah Holton

**Les mesures de politique monétaire prises depuis mi-2014 ont contribué dans leur ensemble à soutenir les conditions de prêt, d'où la difficulté à isoler l'incidence de chacune d'elles.** On peut remédier à ce problème en utilisant des données granulaires. Il est possible d'identifier la contribution de l'APP à l'activité de prêt aux entreprises en rapprochant les informations qualitatives au niveau des banques, issues de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey* – BLS), des caractéristiques des bilans des banques considérées isolément et de leurs flux de prêts.

**Les données granulaires montrent que les banques ont enregistré diverses entrées de liquidité au titre de l'APP** <sup>72</sup>. Les achats d'actifs accroissent la liquidité bancaire directement par les biais de cessions d'obligations par les banques et indirectement par l'augmentation des dépôts résultant des cessions d'obligations par leurs clients. Rapprocher l'enquête BLS des données de bilan confirme que, en moyenne, les banques dont les portefeuilles d'obligations souveraines étaient plus importants juste avant l'introduction de l'APP ont fait état d'une incidence plus forte du programme sur la liquidité (cf. graphique A, partie gauche). En moyenne, à peine plus de 20 % de banques, en pourcentage net, ont déclaré que le programme avait eu une incidence positive sur la liquidité, tandis que pour les banques dont le portefeuille d'obligations souveraines était relativement élevé fin 2014, le pourcentage net d'entre elles faisant état d'une incidence positive augmente de 10 points de pourcentage pour s'établir à plus de 30 %. Les banques pour lesquelles la liquidité s'est accrue en raison de l'APP ont donc pu ajuster leurs portefeuilles au profit d'autres actifs, tels que les prêts.

**Il apparaît, dans le cas des banques dont les entrées de liquidité en liaison avec l'APP sont plus importantes, que la croissance des prêts aux entreprises a été plus forte à la suite de la mise œuvre du programme.** En utilisant les données de l'enquête BLS relatives aux entrées de liquidité pour identifier les banques davantage exposées à la politique monétaire, la partie droite du graphique A indique que, dans ce groupe de banques, la croissance cumulée des prêts a été plus élevée que dans les autres banques après l'introduction de l'APP. Si le graphique A met en évidence l'efficacité de la politique menée, la tendance peut néanmoins résulter d'autres facteurs induisant une confusion, tels que l'environnement macroéconomique, les modèles d'activité bancaire et les

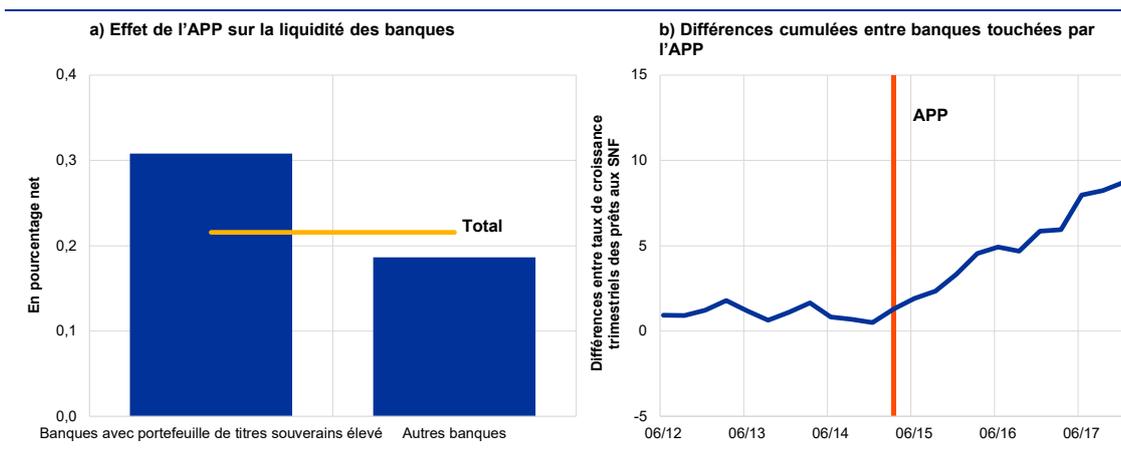
<sup>71</sup> Ce chiffre correspond à la moyenne d'autres estimations : (a) des simulations à partir de modèles DSGE qui ont pour but de mettre en évidence l'impact de l'APP à partir de Darracq Pariès (M.) et Kühl (M.), « *The optimal conduct of central bank asset purchases* », *Working Paper Series*, n° 1973, BCE, 2016 ; (b) des estimations de l'impact de l'APP établies à partir d'un modèle VAR avec des paramètres variables dans le temps et une volatilité stochastique tirée d'un article de Gambetti (L.) et Musso (A.), « *The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP)* », *Working Paper Series*, n° 2075, BCE, 2017 ; (c) des estimations par pays de l'impact des chocs de politique monétaire non conventionnelle établies à partir d'un modèle BVAR multi-pays tiré de Altavilla (C.), Giannone (D.) et Lenza (M.), « *The financial and macroeconomic effects of the OMT announcements* », *International Journal of Central Banking*, vol. 12(3), septembre 2016, p. 29-57.

<sup>72</sup> Cf. également Altavilla (C.), Canova (F.) et Ciccarelli (M.), *op. cit.* ; Albertazzi (U.), Becker (B.) et Boucinha (M.), « *Portfolio rebalancing and the transmission of large-scale asset programmes: evidence from the euro area* », *Working Paper Series*, n° 2125, BCE, 2018.

conditions de la demande pour les banques plus exposées à la politique monétaire. Afin d'établir un lien de causalité concernant l'impact du programme sur l'offre de crédit, il est nécessaire de prendre en compte ces facteurs. Une analyse fondée sur un modèle montre que, même après prise en compte des caractéristiques bancaires (qu'elles soient variables dans le temps ou fixes et non observables), des conditions de la demande et de la variation macroéconomique, on constate que l'APP continue d'être un facteur important de l'augmentation de l'offre de crédit pour les banques qui ont été davantage exposées aux entrées de liquidité associées à l'APP <sup>73</sup>.

## Graphique A

Impact de l'APP sur la liquidité et sur l'activité de prêt des banques



Sources : BCE et calculs de la BCE ; Altavilla, Boucinha, Holton et Ongena (2018).

Notes : Le graphique de la partie gauche montre les pourcentages nets, c'est-à-dire la différence entre le pourcentage de banques faisant état d'un impact positif et d'un impact négatif. Les banques détenant un montant élevé d'obligations souveraines sont celles qui se situent dans le 75e percentile en termes de portefeuilles d'obligations souveraines par rapport aux principaux actifs en décembre 2014. Les autres banques correspondent au reliquat. Le graphique de la partie droite présente les différences cumulées des taux de croissance trimestriels entre les banques qui, en moyenne, ont déclaré que l'impact de l'APP sur leur situation de liquidité avait été plus positif et les autres banques. La ligne rouge indique le début des achats dans le cadre de l'APP en mars 2015.

## 4.2 Impact sur l'économie et sur l'inflation de la zone euro, et progrès accomplis vers un ajustement durable de la trajectoire d'inflation

**Associé à d'autres mesures de politique monétaire, l'APP a apporté une contribution substantielle à la reprise économique et à la formation des anticipations d'inflation.** D'après les calculs des services de l'Eurosystème, l'impact global des mesures de politique monétaire adoptées depuis mi-2014 sur le taux d'inflation de la zone euro s'élève, selon les estimations, à 1,9 point de pourcentage environ, en données cumulées, entre 2016 et 2020, avec un point haut en 2016 et 2017 (cf. tableau 1). L'impact sur la croissance du PIB en volume est d'ampleur similaire.

<sup>73</sup> Cf. Altavilla (C.), Boucinha (M.), Holton (S.) et Ongena (S.), « *Credit supply and demand in unconventional times* », *Working Paper Series*, n° 2202, BCE, 2018.

**Tableau 1**

Impact des mesures non conventionnelles de politique monétaire sur l'inflation et sur la croissance du PIB en volume dans la zone euro

	Inflation (en points de pourcentage)						Croissance du PIB en volume (en points de pourcentage)					
	2016	2017	2018	2019	2020	Données cumulées (2016-2020)	2016	2017	2018	2019	2020	Données cumulées (2016-2020)
<b>Ensemble des mesures prises depuis juin 2014</b>	0,85	0,49	0,22	0,21	0,16	1,9	0,79	0,48	0,31	0,2	0,08	1,9

Sources : Calculs des services de l'Eurosystème et modèles des BCN fondés sur les pays

Notes : Le tableau présente l'impact estimé de l'ensemble des mesures adoptées depuis mi-2014. L'évaluation prend comme référence la série de données tirée de l'exercice global de projection macroéconomique de l'Eurosystème (*Broad Macroeconomic Projection Exercise – BMPE*) de décembre 2018. Les estimations sont calculées à l'aide de différents cadres de modélisation, notamment la suite de modèles développés par les services de la BCE et des BCN, ainsi que les modèles des BCN fondés sur les pays. La somme des composantes peut ne pas être égale au total, en raison des écarts d'arrondis.

**En juin 2018, le Conseil des gouverneurs a indiqué qu'il prévoyait de mettre un terme aux achats nets avant la fin de l'année, décision qu'il a confirmée en décembre 2018.** Les décisions prises par le Conseil des gouverneurs à différents stades du programme d'achats d'actifs de prolonger, d'étendre, de réduire et finalement de mettre fin aux achats nets d'actifs se sont systématiquement appuyées sur son évaluation des progrès accomplis sur la voie d'un ajustement durable de l'inflation. En juin 2018, après examen des progrès réalisés, le Conseil des gouverneurs a fait part de son intention de mettre fin aux achats nets d'actifs en décembre 2018, sous réserve que les données disponibles confirment ses perspectives d'inflation à moyen terme. La fin des achats nets d'actifs a en effet été confirmée en décembre 2018.

**L'évaluation faisant apparaître des progrès significatifs s'appuyait sur un examen approfondi prenant en compte, entre autres éléments, les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème, les mesures des pressions sur les prix et sur les salaires et les incertitudes entourant les perspectives d'inflation.** L'évaluation positive par le Conseil des gouverneurs, en juin et en décembre 2018, des progrès accomplis sur la voie d'un ajustement durable de l'inflation a été soutenue par un ancrage plus solide des anticipations d'inflation à long terme, par la vigueur sous-jacente de la demande intérieure et par le maintien d'un degré élevé de soutien monétaire, ce qui suscitait la confiance en la poursuite d'une convergence durable de l'inflation, même après la fin des achats nets d'actifs.

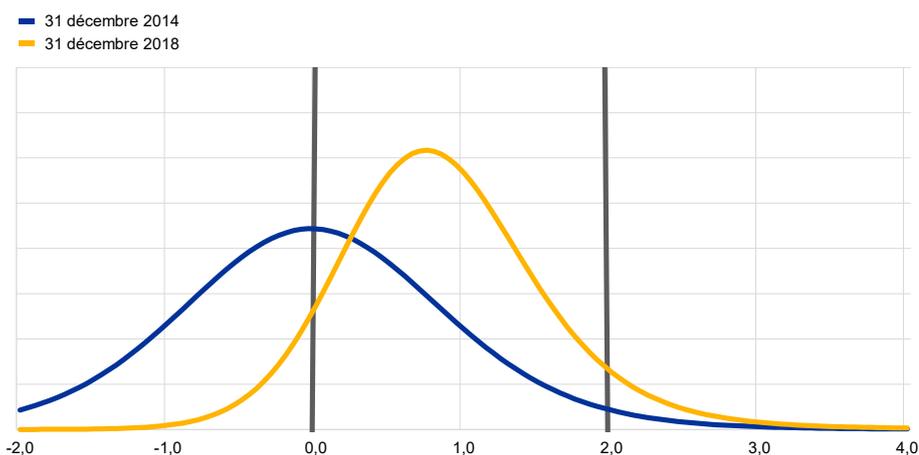
**Au cours de l'année 2018, les projections à moyen terme relatives à l'inflation totale se sont rapprochées de 2 % (cf. graphique 1).** En outre, l'incertitude entourant les perspectives d'inflation a fortement reculé, et le risque de déflation a pratiquement disparu. Les anticipations d'inflation mesurées à l'aide de différentes sources se sont progressivement améliorées, évoluant vers des niveaux plus proches de la cible d'inflation de la BCE. La distribution prévisionnelle établie à partir d'évaluations fondées sur des modèles, de mesures de la compensation de l'inflation fondées sur les marchés (cf. graphique 9) et de mesures tirées d'enquêtes des anticipations d'inflation a montré que des progrès substantiels avaient été accomplis. En outre, alors que les mesures de l'inflation sous-jacente sont demeurées généralement modérées, les pressions sur les coûts de main-d'œuvre ont continué de

se renforcer dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et de tensions sur les marchés du travail, autant d'indications supplémentaires du caractère durable du retour de l'inflation totale vers la cible de la BCE.

### Graphique 9

Fonction de densité de probabilité tirée des options de la compensation d'inflation dans la zone euro au cours des deux prochaines années

(variations annuelles en pourcentage, densité)



Source : BCE.

Notes : Le graphique montre la fonction de densité de probabilité établie à partir des options zéro coupon sur l'inflation à cinq ans. Ces probabilités neutres au risque peuvent différer de manière significative des probabilités physiques ou vraies. Elles sont estimées à l'aide d'options d'achat (« *caplets* ») et de vente (« *floorlets* ») avec différents prix d'exercice sur l'indice IPCHXT (ex tabac) de la zone euro (avec un décalage de trois mois), en supposant une valorisation des options selon la formule Black-Scholes et des volatilités implicites qui varient selon le prix d'exercice (le « *smile* de volatilité »).

**Enfin, il a été jugé que la trajectoire future de l'inflation était devenue plus résistante au fil du temps, d'où sa moins forte dépendance aux achats nets d'actifs.** Conformément aux profils de propagation qui caractérisent les interventions conventionnelles et non conventionnelles de politique monétaire, le profil estimé de l'impact des ajouts en termes nets au portefeuille au titre de l'APP a eu tendance à diminuer progressivement au fil du temps. Sur la base de ces éléments, les évolutions actuelles et futures de l'inflation ont pu être jugées moins dépendantes des achats nets d'actifs.

## 5 Perspectives

**La décision du Conseil des gouverneurs en décembre 2018 de mettre fin aux achats nets d'actifs s'est accompagnée de la décision de poursuivre les réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP et de renforcer ses indications sur la trajectoire des taux directeurs et sur les réinvestissements.** En décembre 2018, le Conseil des gouverneurs a achevé la transition des achats nets d'actifs aux taux directeurs comme nouvel instrument principal de politique monétaire. S'agissant du premier élément constitutif de sa *forward guidance*, et de même que la structure adoptée durant la période d'achats nets d'actifs, les indications fournies depuis

décembre 2018 par le Conseil des gouverneurs au sujet de la trajectoire des taux directeurs comportent un volet temporel (c'est-à-dire que les taux d'intérêt directeurs de la BCE « resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 ») et un volet dépendant de la situation, qui relie l'évolution des taux directeurs à l'objectif de stabilité des prix (« 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 »). Le deuxième élément constitutif de la *forward guidance* établit une relation directe en chaîne (*chained*) entre l'horizon des réinvestissements et l'instrument principal de la politique monétaire. Ainsi, le Conseil des gouverneurs affirme actuellement son intention de poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

**Au cours de la phase de réinvestissement, l'Eurosystème continuera d'adhérer au principe de neutralité pour le marché grâce à une mise en œuvre souple et flexible.** À cette fin, les remboursements au titre du principal seront réinvestis afin de permettre une présence régulière et équilibrée sur le marché. En 2019, le montant des remboursements au titre de l'APP s'élèvera à 203 milliards d'euros, soit des réinvestissements mensuels moyens de presque 17 milliards. Pour des raisons opérationnelles, l'ampleur globale et la composition de l'APP sont susceptibles d'enregistrer des écarts limités et temporaires lors de la phase de réinvestissement. Tout ajustement de l'allocation des portefeuilles entre les différentes juridictions sera progressif et calibré de manière à préserver la stabilité des conditions de marché.

**Dans l'ensemble, l'APP a permis à la BCE de remplir son mandat de stabilité des prix, et d'en faire un outil efficace parmi la panoplie d'instruments de politique monétaire dont dispose la banque centrale.** Conjointement aux autres mesures de politique monétaire prises depuis mi-2014, l'APP s'est révélé être un instrument adaptable et efficace, permettant à la BCE de remplir son mandat.

# 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
2016	3,2	1,6	1,8	0,6	6,7	2,0	4,5	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,8	2,2	1,8	1,9	6,8	2,4	9,1	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	.	3,0	1,4	0,7	6,6	.	10,4	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2018 T1	0,9	0,5	0,1	-0,2	1,5	0,4	2,2	1,9	2,2	2,7	1,3	2,2	1,3
T2	1,0	1,0	0,4	0,6	1,7	0,4	2,6	2,0	2,7	2,4	0,7	1,8	1,7
T3	0,8	0,8	0,6	-0,7	1,6	0,2	2,9	2,2	2,6	2,5	1,1	2,3	2,1
T4	.	0,6	0,2	0,3	1,5	0,2	2,7	2,3	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
2018 Sept.	-	-	-	-	-	-	2,9	2,3	2,3	2,4	1,2	2,5	2,1
Oct.	-	-	-	-	-	-	3,1	2,3	2,5	2,4	1,4	2,5	2,3
Nov.	-	-	-	-	-	-	2,7	2,2	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
Déc.	-	-	-	-	-	-	2,4	2,2	1,9	2,1	0,3	1,9	1,5
2019 Janvier	-	-	-	-	-	-	.	.	1,6	1,8	0,2	1,7	1,4
Février <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	1,5

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

1) Données trimestrielles cvs; données annuelles brutes.

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

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

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

	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs)									Importations de marchandises <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
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,7	52,0	50,1	1,2	1,4	1,0
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,6	3,1	7,3
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,9	4,1	2,9	4,9
2018 T1	53,5	54,6	53,4	52,1	53,0	57,0	53,7	53,5	52,3	1,3	0,6	1,7
T2	53,9	55,9	54,3	52,3	52,5	54,7	53,1	54,2	50,3	0,0	-0,8	0,4
T3	53,1	54,8	53,9	51,5	52,1	54,3	52,6	53,2	49,8	2,0	0,8	2,7
T4	53,1	54,7	51,4	52,3	51,5	52,3	52,0	53,5	49,9	-1,6	1,2	-3,3
2018 Sept.	52,4	53,9	54,1	50,7	52,1	54,1	52,2	52,5	49,5	2,0	0,8	2,7
Oct.	53,0	54,9	52,1	52,5	50,5	53,1	51,8	53,3	50,0	1,6	1,5	1,6
Nov.	53,3	54,7	50,8	52,4	51,9	52,7	52,0	53,8	49,8	0,2	1,3	-0,5
Déc.	53,1	54,4	51,4	52,0	52,2	51,1	52,1	53,4	50,0	-1,6	1,2	-3,3
2019 Janvier	52,4	54,4	50,3	50,9	50,9	51,0	50,9	53,0	49,6	.	.	.
Février	52,8	55,5	51,5	50,7	50,7	51,9	51,0	53,4	49,6	.	.	.

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

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

2) Hors zone euro.

## 2 Évolutions financières

### 2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel; valeurs moyennes sur la période)

	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
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
2018	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2018 Août	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,32	-0,04
Septembre	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,35	-0,04
Octobre	-0,37	-0,37	-0,32	-0,26	-0,15	2,46	-0,08
Novembre	-0,36	-0,37	-0,32	-0,26	-0,15	2,65	-0,10
Décembre	-0,36	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,79	-0,10
2019 Janvier	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,12	2,77	-0,08
Février	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,68	-0,08

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
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
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2018 Août	-0,63	-0,67	-0,63	-0,23	0,37	1,04	0,41	0,71	-0,68	-0,46	0,50	1,28
Septembre	-0,62	-0,63	-0,55	-0,09	0,51	1,14	0,49	0,77	-0,59	-0,31	0,68	1,36
Octobre	-0,75	-0,73	-0,63	-0,17	0,43	1,17	0,48	0,67	-0,66	-0,37	0,60	1,31
Novembre	-0,67	-0,70	-0,64	-0,23	0,37	1,06	0,30	0,57	-0,68	-0,45	0,50	1,28
Décembre	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019 Janvier	-0,58	-0,60	-0,58	-0,32	0,19	0,79	0,08	0,45	-0,61	-0,50	0,24	1,00
Février	-0,57	-0,57	-0,54	-0,28	0,23	0,80	0,17	0,49	-0,56	-0,44	0,27	1,06

Source : BCE.

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

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

### 2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2016	321,6	3003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2094,7	16920,5
2017	376,9	3491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2449,1	20209,0
2018	375,5	3386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2746,2	22310,7
2018 Août	382,5	3436,8	785,2	273,0	711,6	357,5	167,9	653,3	529,4	282,1	288,7	834,2	2857,8	22494,1
Sept.	376,4	3365,2	779,9	265,1	692,5	356,4	168,0	649,7	511,7	278,1	274,6	807,2	2901,5	23159,3
Octobre	359,0	3244,5	733,7	253,2	657,3	349,6	160,1	607,6	483,0	269,0	277,7	783,7	2785,5	22690,8
Nov.	351,3	3186,4	692,3	258,1	649,3	328,6	157,2	589,4	459,6	277,1	293,9	757,5	2723,2	21967,9
Déc.	335,2	3057,8	646,7	247,8	624,8	311,8	146,9	556,0	441,5	283,5	296,3	719,4	2567,3	21032,4
2019 Janvier	340,5	3088,7	662,2	252,1	630,4	315,4	150,2	570,3	448,1	293,2	288,0	718,3	2607,4	20460,5
Février	355,0	3223,1	699,4	266,4	667,5	329,9	152,9	598,9	480,6	301,7	285,8	743,0	2754,9	21123,6

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)

		Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement				Indicateur composite du coût d'emprunt	
		À vue	Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux	TAE <sup>3)</sup>	Par période de fixation initiale du taux			TAE <sup>3)</sup>				
				≤ 2 ans	> 2 ans					Taux variable et période ≤ 1 an		> 1 an			Taux variable et période ≤ 1 an		> 1 an et ≤ 5 ans
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2018	Février	0,04	0,44	0,34	0,69	6,19	16,88	4,72	5,70	6,19	2,37	1,64	1,88	1,93	1,91	2,14	1,84
	Mars	0,04	0,45	0,35	0,67	6,14	16,89	4,71	5,57	6,05	2,34	1,63	1,85	1,95	1,91	2,15	1,84
	Avril	0,04	0,45	0,34	0,61	6,12	16,87	4,94	5,67	6,14	2,37	1,62	1,85	1,96	1,90	2,13	1,83
	Mai	0,04	0,46	0,34	0,57	6,10	16,89	4,82	5,88	6,39	2,39	1,58	1,85	1,97	1,90	2,13	1,83
	Juin	0,03	0,46	0,33	0,63	6,05	16,84	4,50	5,64	6,11	2,31	1,60	1,81	1,97	1,88	2,12	1,82
	Juillet	0,03	0,45	0,33	0,63	6,01	16,80	4,84	5,75	6,22	2,41	1,63	1,83	1,93	1,85	2,12	1,81
	Août	0,03	0,45	0,30	0,63	6,02	16,78	5,42	5,88	6,41	2,39	1,63	1,82	1,92	1,85	2,12	1,81
	Septembre	0,03	0,45	0,30	0,69	6,05	16,71	5,28	5,74	6,27	2,38	1,60	1,81	1,91	1,85	2,09	1,79
	Octobre	0,03	0,45	0,29	0,73	5,98	16,73	5,04	5,71	6,23	2,46	1,60	1,80	1,91	1,86	2,09	1,80
	Novembre	0,03	0,44	0,29	0,72	5,94	16,54	4,92	5,68	6,18	2,38	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81
	Décembre	0,03	0,43	0,30	0,77	5,87	16,55	4,91	5,47	5,98	2,30	1,61	1,80	1,91	1,84	2,10	1,80
2019	Janvier <sup>(p)</sup>	0,03	0,42	0,33	0,74	5,92	16,63	5,30	5,82	6,33	2,37	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82

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 (TAE<sup>3)</sup>).

### 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		Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2018	Février	0,04	0,09	0,43	2,36	2,37	2,49	2,33	1,66	1,63	1,74	1,18	1,35	1,64	1,71
	Mars	0,04	0,08	0,40	2,33	2,41	2,53	2,34	1,67	1,61	1,70	1,26	1,39	1,66	1,73
	Avril	0,04	0,06	0,32	2,32	2,37	2,42	2,33	1,67	1,61	1,74	1,23	1,29	1,65	1,71
	Mai	0,03	0,08	0,43	2,28	2,31	2,47	2,38	1,65	1,61	1,74	1,07	1,22	1,65	1,62
	Juin	0,04	0,07	0,74	2,29	2,27	2,44	2,31	1,64	1,56	1,71	1,21	1,33	1,70	1,68
	Juillet	0,03	0,08	0,38	2,27	2,16	2,41	2,28	1,67	1,59	1,68	1,14	1,30	1,66	1,64
	Août	0,03	0,08	0,60	2,25	2,21	2,42	2,35	1,66	1,63	1,74	1,10	1,27	1,69	1,64
	Septembre	0,03	0,08	0,44	2,22	2,21	2,34	2,32	1,65	1,55	1,69	1,12	1,40	1,69	1,65
	Octobre	0,03	0,08	0,52	2,22	2,14	2,42	2,34	1,65	1,60	1,70	1,23	1,10	1,66	1,64
	Novembre	0,03	0,07	0,63	2,19	2,20	2,40	2,34	1,66	1,60	1,69	1,20	1,35	1,69	1,66
	Décembre	0,03	0,07	0,53	2,18	2,21	2,28	2,26	1,61	1,59	1,69	1,21	1,39	1,59	1,64
2019	Janvier <sup>(p)</sup>	0,03	0,07	0,56	2,22	2,15	2,39	2,32	1,68	1,61	1,73	1,13	1,30	1,61	1,63

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
<b>Court terme</b>														
2015	1269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1241	519	156	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2018														
Juillet	1313	526	178	.	96	453	60	436	191	77	.	48	79	42
Août	1311	525	178	.	95	447	65	408	201	61	.	31	82	33
Septembre	1295	531	179	.	89	444	52	378	164	73	.	42	72	28
Octobre	1280	525	171	.	92	439	54	411	184	66	.	46	77	38
Novembre	1270	518	166	.	89	445	52	353	154	57	.	36	74	31
Décembre	1200	499	159	.	72	424	47	267	109	53	.	36	44	26
<b>Long terme</b>														
2015	15250	3786	3270	.	1075	6481	637	216	68	46	.	14	80	9
2016	15380	3695	3234	.	1126	6684	641	220	62	54	.	18	78	8
2017	15362	3560	3109	.	1185	6865	642	247	66	74	.	17	83	7
2018														
Juillet	15555	3570	3158	.	1203	7003	621	220	54	55	.	16	87	8
Août	15564	3578	3167	.	1186	7010	622	131	50	38	.	2	38	3
Septembre	15683	3616	3183	.	1206	7055	623	254	79	60	.	29	82	4
Octobre	15719	3672	3188	.	1205	7026	628	215	60	61	.	14	69	10
Novembre	15802	3697	3215	.	1208	7054	629	223	67	70	.	8	72	7
Décembre	15747	3694	3194	.	1212	7020	626	175	60	74	.	14	24	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				
<b>Encours</b>											
2015	16518,8	4303,2	3417,2	.	1137,0	6958,9	702,4	6814,4	584,3	968,3	5261,9
2016	16621,2	4213,3	3369,3	.	1185,3	7149,9	703,5	7089,5	537,6	1080,2	5471,6
2017	16602,8	4079,7	3264,5	.	1255,2	7303,6	699,8	7954,7	612,5	1249,4	6092,8
2018											
Juillet	16867,9	4095,9	3335,9	.	1299,3	7455,8	681,0	8168,5	576,1	1293,6	6298,8
Août	16874,8	4102,8	3345,2	.	1281,6	7457,7	687,5	8019,9	521,1	1282,5	6216,3
Septembre	16978,4	4147,2	3361,8	.	1295,4	7499,3	674,8	7955,7	543,5	1293,9	6118,4
Octobre	16999,6	4197,4	3358,4	.	1296,9	7464,9	682,0	7546,6	515,4	1201,8	5829,4
Novembre	17072,6	4214,6	3381,3	.	1296,7	7499,0	681,0	7475,0	512,1	1179,2	5783,6
Décembre	16947,3	4192,7	3353,5	.	1283,7	7444,7	672,7	7030,7	465,1	1099,0	5466,6
<b>Taux de croissance</b>											
2015	0,2	-7,0	5,8	.	4,1	1,8	0,6	1,1	4,2	1,8	0,6
2016	0,3	-3,0	-1,2	.	6,5	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	-0,2	.	6,1	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3
2018											
Juillet	1,2	-0,8	0,6	.	5,0	2,4	-2,5	1,2	0,4	4,8	0,6
Août	1,4	-0,2	1,2	.	4,2	2,2	-2,6	1,2	0,5	4,7	0,5
Septembre	1,8	0,9	1,3	.	5,1	2,4	-3,7	1,1	0,5	3,9	0,5
Octobre	1,9	0,9	2,0	.	4,9	2,4	-3,1	1,0	0,5	3,1	0,6
Novembre	2,0	1,3	2,5	.	3,7	2,4	-3,6	0,9	0,4	2,9	0,5
Décembre	1,7	1,7	1,6	.	3,4	1,9	-4,3	0,8	-0,1	2,8	0,4

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
2016	94,4	89,4	90,9	85,1	79,4	89,1	109,7	88,7
2017	96,6	91,3	92,0	86,0	78,8	89,9	112,0	89,9
2018	98,9	93,3	93,5	.	.	.	117,9	93,7
2018 T1	99,6	93,9	94,4	88,2	80,1	91,8	117,0	93,3
T2	98,4	92,9	93,2	87,3	78,8	90,6	117,0	93,2
T3	99,2	93,5	93,5	87,8	79,5	91,4	119,2	94,6
T4	98,5	92,8	93,0	.	.	.	118,4	93,6
2018 Septembre	99,5	93,7	93,7	–	–	–	120,4	95,4
Octobre	98,9	93,2	93,3	–	–	–	119,0	94,2
Novembre	98,3	92,7	92,8	–	–	–	117,9	93,4
Décembre	98,4	92,6	93,0	–	–	–	118,0	93,2
2019 Janvier	97,8	92,0	92,5	–	–	–	117,3	92,5
Février	97,4	91,5	92,2	–	–	–	116,6	91,8
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>							
2019 Février	-0,4	-0,5	-0,4	–	–	–	-0,6	-0,8
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>							
2019 Février	-2,2	-2,4	-2,4	–	–	–	-0,6	-1,8

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
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
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
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
T3	7,915	7,417	25,718	7,455	324,107	129,606	4,303	0,892	4,6471	10,405	1,144	1,163
T4	7,895	7,420	25,864	7,462	322,995	128,816	4,299	0,887	4,6605	10,320	1,137	1,141
2018 Septembre	7,993	7,429	25,614	7,458	324,818	130,535	4,301	0,893	4,6471	10,443	1,129	1,166
Octobre	7,948	7,425	25,819	7,460	323,843	129,617	4,305	0,883	4,6658	10,384	1,141	1,148
Novembre	7,888	7,428	25,935	7,461	322,330	128,789	4,302	0,881	4,6610	10,292	1,138	1,137
Décembre	7,840	7,404	25,835	7,465	322,738	127,878	4,290	0,898	4,6536	10,277	1,129	1,138
2019 Janvier	7,750	7,429	25,650	7,466	319,800	124,341	4,292	0,886	4,7062	10,269	1,130	1,142
Février	7,649	7,415	25,726	7,463	317,908	125,280	4,318	0,873	4,7486	10,499	1,137	1,135
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2019 Février	-1,3	-0,2	0,3	0,0	-0,6	0,8	0,6	-1,5	0,9	2,2	0,6	-0,6
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2019 Février	-2,0	-0,3	1,6	0,2	2,0	-6,0	3,7	-1,3	2,0	5,6	-1,5	-8,1

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
<i>Encours (position extérieure)</i>													
2017	T4	24 840,3	25 526,8	-686,5	10 675,3	8 735,2	8 550,4	10 967,5	-55,7	5 000,6	5 824,1	669,7	13 890,4
2018	T1	24 898,2	25 761,3	-863,1	10 643,9	8 825,8	8 532,1	10 933,7	-75,8	5 124,8	6 001,8	673,2	14 134,5
	T2	25 526,6	26 196,4	-669,8	10 828,6	8 922,0	8 743,6	11 010,0	-83,1	5 347,4	6 264,4	690,0	14 369,5
	T3	25 832,2	26 425,6	-593,5	10 939,9	9 011,5	8 883,2	11 099,3	-61,4	5 396,5	6 314,8	673,9	14 450,1
<i>encours en pourcentage du PIB</i>													
2018	T3	224,8	230,0	-5,2	95,2	78,4	77,3	96,6	-0,5	47,0	55,0	5,9	125,8
<i>Flux</i>													
2018	T1	440,6	319,3	121,3	62,7	-77,8	192,3	196,5	3,1	171,1	200,7	11,4	-
	T2	167,7	105,1	62,6	-2,2	-29,7	-1,9	-41,4	38,0	127,3	176,2	6,6	-
	T3	174,1	81,3	92,8	49,1	28,9	41,0	6,3	33,3	49,5	46,1	1,2	-
	T4	-309,8	-428,1	118,2	-108,2	-219,7	-124,6	-123,0	17,9	-100,6	-85,3	5,7	-
2018	Juillet	143,0	140,1	2,9	43,1	36,9	20,9	13,4	12,8	70,6	89,8	-4,4	-
	Août	31,6	1,5	30,1	-2,4	8,8	29,0	-42,3	14,1	-12,4	35,1	3,3	-
	Septembre	-0,5	-60,4	59,9	8,4	-16,8	-8,8	35,2	6,4	-8,7	-78,7	2,2	-
	Octobre	91,7	74,3	17,4	68,3	-2,7	-30,8	-17,5	1,7	53,2	94,5	-0,7	-
	Novembre	-101,6	-126,4	24,8	-105,9	-97,4	-45,3	-34,0	9,9	36,5	5,0	3,2	-
	Décembre	-299,9	-376,0	76,0	-70,6	-119,7	-48,5	-71,5	6,3	-190,3	-184,8	3,2	-
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>													
2018	Décembre	472,6	77,6	395,0	1,3	-298,3	106,8	38,3	92,4	247,3	337,6	24,8	-
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>													
2018	Décembre	4,1	0,7	3,4	0,0	-2,6	0,9	0,3	0,8	2,2	2,9	0,2	-

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>	
					Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellectu- elle					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Prix courants (montants en milliards d'euros)</b>												
2015	10534,3	10060,1	5743,1	2172,5	2110,8	1014,6	640,4	449,7	33,6	474,3	4866,6	4392,3
2016	10827,7	10349,6	5877,4	2223,3	2210,8	1053,2	679,3	472,3	38,2	478,0	4942,9	4464,9
2017	11206,0	10682,9	6058,2	2279,5	2302,8	1121,6	716,3	459,2	42,4	523,0	5295,5	4772,5
2017 T4	2844,1	2702,4	1530,7	576,0	588,2	287,1	185,4	114,3	7,5	141,7	1361,5	1219,8
2018 T1	2865,2	2725,4	1543,7	578,3	592,1	291,3	184,1	115,3	11,3	139,8	1357,4	1217,7
T2	2889,4	2757,3	1553,4	585,7	604,4	297,9	188,8	116,4	13,8	132,1	1379,2	1247,1
T3	2904,4	2788,1	1562,3	587,7	615,0	302,0	192,9	118,8	23,1	116,2	1392,3	1276,0
<i>en pourcentage du PIB</i>												
2017	100,0	95,3	54,1	20,3	20,5	10,0	6,4	4,1	0,4	4,7	-	-
<b>Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)</b>												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2018 T1	0,4	0,5	0,5	0,0	0,1	0,6	-0,8	0,4	-	-	-0,7	-0,6
T2	0,4	0,5	0,2	0,4	1,6	1,3	2,4	0,7	-	-	1,2	1,3
T3	0,2	0,6	0,1	0,3	0,7	0,2	1,3	1,1	-	-	0,1	1,0
T4	0,2	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2015	2,1	2,4	1,8	1,3	4,9	0,4	5,6	15,6	-	-	6,6	7,7
2016	2,0	2,4	2,0	1,8	4,0	2,7	5,8	4,3	-	-	3,0	4,2
2017	2,4	1,7	1,6	1,2	2,6	3,9	5,0	-3,6	-	-	5,2	3,9
2018 T1	2,4	1,8	1,7	1,0	3,4	3,4	5,4	0,6	-	-	3,8	2,7
T2	2,2	1,5	1,4	1,1	2,9	4,0	6,1	-4,3	-	-	4,0	2,7
T3	1,6	1,9	1,0	0,9	3,7	2,2	5,8	4,2	-	-	2,8	3,6
T4	1,2	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>												
2018 T1	0,4	0,5	0,3	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,1	-	-
T2	0,4	0,4	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,0	-	-
T3	0,2	0,5	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,3	-0,4	-	-
T4	0,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>												
2015	2,1	2,3	1,0	0,3	1,0	0,0	0,3	0,6	0,0	-0,2	-	-
2016	2,0	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,1	-0,4	-	-
2017	2,4	1,6	0,9	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,2	0,0	0,8	-	-
2018 T1	2,4	1,8	0,9	0,2	0,7	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,6	-	-
T2	2,2	1,5	0,7	0,2	0,6	0,4	0,4	-0,2	-0,1	0,7	-	-
T3	1,6	1,8	0,6	0,2	0,8	0,2	0,4	0,2	0,3	-0,2	-	-
T4	1,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

## 3 Activité économique

### 3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Prix courants (montants en milliards d'euros)</b>												
2015	9461,6	159,5	1901,2	468,0	1784,9	433,4	470,2	1078,0	1031,0	1805,1	330,3	1072,6
2016	9715,8	158,6	1962,6	486,8	1836,0	452,7	464,1	1098,7	1069,2	1849,8	337,4	1111,7
2017	10048,5	171,3	2032,8	512,8	1916,8	469,4	455,8	1129,7	1118,5	1897,1	344,4	1157,3
2017 T4	2551,4	43,7	519,9	131,5	486,4	119,1	114,0	285,3	284,9	479,7	86,9	292,8
2018 T1	2568,6	43,1	518,5	134,3	490,0	120,9	114,3	287,5	289,3	483,2	87,7	296,5
T2	2589,8	42,9	520,7	137,1	494,1	122,7	114,2	289,5	292,5	488,4	87,8	299,8
T3	2603,3	43,4	521,9	139,6	495,8	123,8	115,0	291,2	294,2	490,0	88,2	301,9
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2017	100,0	1,7	20,2	5,1	19,1	4,7	4,5	11,2	11,1	18,9	3,4	–
<b>Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)</b>												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2017 T4	0,7	0,8	1,3	1,2	0,7	0,3	0,3	0,2	0,8	0,3	0,2	0,6
2018 T1	0,4	0,7	-0,7	0,8	0,8	1,7	-0,4	0,6	1,1	0,3	0,1	0,3
T2	0,4	-0,5	0,3	1,2	0,5	1,3	0,6	0,1	0,7	0,2	0,0	0,6
T3	0,2	-0,6	0,0	0,6	0,1	0,8	0,4	0,3	0,0	0,2	0,2	0,1
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2015	1,9	-0,2	3,6	0,8	2,2	3,6	0,0	0,7	3,0	0,8	1,2	3,5
2016	1,9	-1,4	3,4	1,5	1,7	3,9	0,6	0,3	2,5	1,3	1,0	2,7
2017	2,4	0,7	3,1	3,2	3,1	4,3	-0,6	1,1	4,0	1,1	0,9	2,4
2017 T4	2,8	2,5	3,9	4,3	3,4	3,7	0,0	1,3	4,4	1,2	1,0	2,1
2018 T1	2,5	1,8	3,1	3,8	2,9	4,8	0,0	1,5	3,5	1,4	1,2	1,6
T2	2,2	1,3	2,4	3,8	2,6	5,1	0,5	1,2	3,3	1,2	0,7	1,8
T3	1,6	0,4	0,9	3,8	2,1	4,3	1,0	1,2	2,6	1,0	0,5	1,5
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée; en points de pourcentage</i>												
2017 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	0,1	0,1	0,1	0,0	–
T2	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	–
T3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	–
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée; en points de pourcentage</i>												
2015	1,9	0,0	0,7	0,0	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	–
2016	1,9	0,0	0,7	0,1	0,3	0,2	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	–
2017	2,4	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	–
2017 T4	2,8	0,0	0,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,5	0,2	0,0	–
2018 T1	2,5	0,0	0,6	0,2	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	–
T2	2,2	0,0	0,5	0,2	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	–
T3	1,6	0,0	0,2	0,2	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

## 3 Activité économique

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

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique									
		Salariés	Travailleurs indépendants	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	13
<b>Personnes employées</b>													
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	6,0	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,2	7,0
2017	100,0	85,8	14,2	3,2	14,7	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,7	24,2	7,0
2018	100,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2016	1,4	1,7	-0,3	-0,4	0,8	0,4	1,7	3,0	-0,2	1,9	2,7	1,4	0,7
2017	1,6	2,0	-0,5	-0,6	1,2	1,8	1,7	3,1	-1,2	1,5	3,1	1,3	1,4
2018	1,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 T1	1,5	1,9	-0,8	-0,8	1,6	2,1	1,5	2,6	-0,9	1,5	3,1	1,2	0,5
T2	1,5	1,8	-0,4	-0,4	1,6	2,6	1,3	2,6	-0,8	1,5	3,0	1,2	0,8
T3	1,3	1,6	-0,3	0,3	1,2	2,5	1,3	3,4	-1,2	0,9	2,5	1,1	-0,8
T4	1,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<b>Heures travaillées</b>													
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2015	100,0	80,3	19,7	4,4	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,0	21,9	6,2
2016	100,0	80,6	19,4	4,3	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,2	21,9	6,2
2017	100,0	81,0	19,0	4,2	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,4	21,8	6,2
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2015	1,2	1,4	0,1	-0,5	0,5	0,6	1,1	2,7	-0,2	1,4	3,0	1,2	1,1
2016	1,5	1,9	-0,3	-0,3	0,9	0,7	1,7	2,8	0,2	2,3	2,9	1,4	0,8
2017	1,4	1,9	-0,8	-1,0	1,2	1,9	1,4	3,0	-1,7	2,1	3,0	1,1	0,8
2017 T4	1,8	2,4	-0,6	-0,6	2,0	3,6	1,5	3,1	-1,8	3,5	3,7	1,3	0,7
2018 T1	1,4	2,0	-0,9	-1,0	1,7	2,4	1,2	2,3	-1,0	2,9	3,2	1,2	0,2
T2	1,7	2,2	-0,5	0,4	1,8	2,7	1,1	3,0	-0,4	1,4	3,6	1,4	0,7
T3	1,6	2,0	-0,2	0,5	1,7	3,4	1,3	3,7	-1,0	1,2	3,2	1,1	0,2
<b>Heures travaillées par personne employée</b>													
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2015	0,1	0,2	0,4	0,7	0,4	0,5	-0,3	1,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,5
2016	0,1	0,2	0,0	0,2	0,1	0,3	0,0	-0,1	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1
2017	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	0,0	0,1	-0,3	-0,1	-0,5	0,5	-0,1	-0,2	-0,6
2017 T4	0,2	0,4	0,1	0,6	0,7	1,1	0,0	0,0	-0,3	1,9	0,2	0,1	-0,5
2018 T1	-0,1	0,1	-0,2	-0,2	0,1	0,3	-0,3	-0,2	0,0	1,3	0,1	-0,1	-0,3
T2	0,2	0,4	-0,1	0,8	0,3	0,1	-0,2	0,4	0,4	-0,1	0,6	0,2	-0,1
T3	0,3	0,5	0,1	0,2	0,4	0,8	0,0	0,3	0,2	0,3	0,7	0,0	1,0

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				% du total des postes
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
						Millions	% de la popu- lation active							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% du total en 2016			100,0		81,7		18,3		52,2		47,8			
2016	162,028	4,3	16,254	10,0	5,0	13,291	9,0	2,963	20,9	8,482	9,7	7,772	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,765	9,1	4,4	12,098	8,1	2,667	18,8	7,639	8,7	7,126	9,5	1,9
2018	.	.	13,393	8,2	.	10,957	7,3	2,436	17,0	6,902	7,9	6,491	8,6	2,1
2018 T1	162,591	4,0	13,941	8,5	4,2	11,436	7,7	2,505	17,6	7,193	8,2	6,748	8,9	2,1
T2	163,180	3,9	13,495	8,3	3,9	11,061	7,4	2,433	17,0	6,954	7,9	6,541	8,7	2,1
T3	163,709	3,6	13,156	8,1	3,6	10,750	7,2	2,407	16,8	6,800	7,7	6,356	8,4	2,1
T4	.	.	12,979	7,9	.	10,581	7,1	2,398	16,6	6,659	7,6	6,320	8,3	2,3
2018 Août	-	-	13,121	8,0	-	10,717	7,2	2,404	16,8	6,782	7,7	6,338	8,4	-
Septembre	-	-	13,108	8,0	-	10,695	7,2	2,414	16,8	6,779	7,7	6,329	8,4	-
Octobre	-	-	13,102	8,0	-	10,672	7,1	2,430	16,9	6,739	7,7	6,363	8,4	-
Novembre	-	-	12,965	7,9	-	10,583	7,1	2,382	16,5	6,661	7,6	6,304	8,3	-
Décembre	-	-	12,871	7,8	-	10,489	7,0	2,382	16,5	6,578	7,5	6,292	8,3	-
2019 Janvier	-	-	12,848	7,8	-	10,465	7,0	2,383	16,5	6,568	7,5	6,279	8,2	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données brutes.

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

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

	Production industrielle						Con- struction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières
	Total (hors construction)	Principaux secteurs industriels				Énergie			Total	Produits alimen- taires, bois- sons, tabac	Produits non alimen- taires	Carburants	
		Industrie manu- factu- rière	Biens inter- mé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consom- mation								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% du total en 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
variations annuelles en pourcentage													
2016	1,6	1,8	1,8	1,9	1,7	0,5	3,1	0,6	1,6	1,0	2,1	1,4	7,2
2017	3,0	3,2	3,4	3,9	1,5	1,1	3,0	7,9	2,3	1,4	3,3	0,9	5,7
2018	1,0	1,3	0,6	2,1	1,3	-1,5	2,2	2,5	1,5	1,3	1,8	0,6	0,8
2018 T1	3,1	3,4	3,1	4,4	2,4	0,6	2,5	6,6	1,7	1,6	1,8	0,1	5,3
T2	2,4	2,8	1,8	4,6	2,0	-1,9	2,7	3,8	1,7	1,2	2,3	0,8	3,2
T3	0,7	0,9	-0,2	1,9	1,0	-1,2	2,2	1,5	1,2	1,0	1,4	-0,1	3,4
T4	-1,9	-1,7	-2,3	-2,0	-0,3	-3,6	1,4	-1,7	1,5	1,3	1,7	1,4	-9,4
2018 Août	1,1	1,4	-0,2	1,8	3,1	-1,0	0,9	2,4	2,3	1,8	2,7	-0,3	30,9
Septembre	0,6	0,9	-0,4	2,2	0,6	-1,4	3,6	0,4	0,3	0,1	0,5	0,7	-21,2
Octobre	1,3	1,6	0,0	3,7	0,8	-2,6	0,8	-0,2	2,5	2,4	3,0	1,1	-11,8
Novembre	-3,0	-2,9	-3,1	-4,4	0,4	-4,0	1,1	1,0	1,9	0,8	2,4	1,7	-8,9
Décembre	-4,2	-4,0	-4,0	-5,5	-2,2	-4,2	0,7	-5,7	0,3	0,7	-0,1	1,4	-7,5
2019 Janvier	.	.	.	.	.	.	.	.	2,2	2,2	1,7	4,3	-2,5
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)													
2018 Août	1,2	1,2	0,4	1,9	2,0	1,5	0,7	2,8	0,4	0,4	0,6	-0,5	21,9
Septembre	-0,7	-0,4	-0,4	-0,5	-1,0	-2,0	2,0	-1,1	-0,4	-0,4	-0,6	0,8	-37,1
Octobre	0,1	0,1	0,1	0,4	-0,2	-1,0	-1,4	0,1	0,7	0,7	0,6	0,5	9,1
Novembre	-1,7	-1,7	-1,2	-2,7	-0,5	0,2	0,3	2,2	0,8	-0,3	1,5	0,4	6,7
Décembre	-0,9	-1,0	0,0	-1,5	-1,5	-0,4	-0,4	-4,3	-1,4	-0,1	-2,4	0,1	2,5
2019 Janvier	.	.	.	.	.	.	.	.	1,3	0,6	1,7	1,6	4,8

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

## 3 Activité économique

### 3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)							Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)				
	Indicateur économique (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier		Indicateur de confiance des consomma- teurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du com- merce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufac- turière	Production dans le secteur manufac- turier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production
		Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2015	99,0	-5,5	80,6	-12,5	-14,5	-9,3	7,0	–	51,1	52,4	52,9	52,7
2016	104,1	-1,8	81,7	-8,6	-16,4	0,6	11,3	88,9	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,1	5,5	83,2	-6,0	-4,2	2,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,2	6,6	83,8	-5,5	6,1	1,3	15,2	90,3	54,9	54,7	54,5	54,6
2018 T1	113,2	8,9	84,1	-4,2	4,5	3,0	16,8	90,3	58,2	58,9	56,4	57,0
T2	111,8	7,8	83,9	-5,2	5,5	0,5	15,1	90,4	55,6	55,1	54,5	54,7
T3	110,9	5,9	83,7	-5,6	6,6	1,9	15,3	90,3	54,3	54,0	54,4	54,3
T4	108,9	3,6	83,6	-6,9	7,9	-0,3	13,4	90,4	51,7	51,0	52,8	52,3
2018 Septembre	110,4	5,5	–	-6,2	8,3	2,7	15,2	–	53,2	52,7	54,7	54,1
Octobre	109,7	4,2	83,6	-5,9	8,0	-0,5	14,0	90,1	52,0	51,3	53,7	53,1
Novembre	109,5	4,4	–	-6,6	8,3	-0,2	14,0	–	51,8	50,7	53,4	52,7
Décembre	107,4	2,3	–	-8,3	7,3	-0,1	12,2	–	51,4	51,0	51,2	51,1
2019 Janvier	106,3	0,6	83,6	-7,9	8,4	-2,1	11,0	90,7	50,5	50,5	51,2	51,0
Février	106,1	-0,4	–	-7,4	6,4	-1,6	12,1	–	49,3	49,4	52,8	51,9

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

### 3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	Ménages							Sociétés non financières					
	Taux d'épargne (brut) <sup>1)</sup>	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investis- sment financier	Investis- sment non financier (brut)	Valeur nette <sup>2)</sup>	Patrimoine immobilier	Partici- pation aux bénéfices <sup>3)</sup>	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette <sup>4)</sup>	Investis- sment financier	Investis- sment non financier (brut)	Finan- cement
	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	94,0	1,6	2,0	1,2	3,2	2,0	34,7	6,2	138,8	5,0	7,8	2,9
2016	12,3	94,2	1,8	2,0	6,2	3,4	2,8	35,2	7,7	139,0	4,9	6,2	2,9
2017	11,8	94,1	1,2	1,9	6,9	4,0	4,1	34,7	6,9	137,0	3,4	5,0	2,0
2017 T4	11,8	94,1	1,5	1,9	6,4	4,0	4,1	34,7	6,9	137,0	3,4	1,4	2,0
2018 T1	11,8	93,8	1,8	1,9	5,7	3,6	4,5	34,8	7,0	136,8	3,0	0,0	1,6
T2	12,0	93,8	1,9	1,9	8,4	3,8	4,6	34,9	6,9	137,6	3,1	1,0	1,7
T3	12,1	93,7	1,4	1,9	8,5	3,8	5,1	34,5	6,9	137,0	2,8	8,1	1,7

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	Crédit	Débit
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	T1	993,0	888,1	104,9	577,5	492,1	218,8	189,0	168,5	147,9	28,3	59,1	9,0	6,4
	T2	1 020,4	924,3	96,1	585,2	505,2	220,9	191,8	186,2	163,5	28,1	63,8	8,1	6,4
	T3	1 029,7	953,5	76,2	591,8	523,0	228,7	200,1	180,5	161,5	28,8	68,8	8,2	5,9
	T4	1 003,8	938,5	65,3	586,2	531,1	225,6	191,9	163,3	146,0	28,7	69,5	18,8	11,3
2018	Juillet	338,8	316,5	22,3	194,8	173,2	76,2	66,7	58,6	53,3	9,2	23,3	2,9	1,9
	Août	348,1	315,4	32,8	199,6	173,6	76,7	66,4	61,8	53,2	10,1	22,2	3,0	1,8
	Septembre	342,8	321,6	21,2	197,3	176,2	75,9	67,0	60,1	55,1	9,5	23,3	2,3	2,2
	Octobre	334,9	308,4	26,5	198,8	179,2	72,5	61,3	54,1	45,7	9,5	22,2	3,3	2,2
	Novembre	340,0	317,4	22,6	196,5	176,9	76,9	65,0	57,0	51,1	9,6	24,3	4,1	3,1
	Décembre	328,9	312,7	16,2	190,8	175,0	76,2	65,6	52,3	49,1	9,6	22,9	11,4	6,0
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2018	Décembre	4 046,9	3 704,3	342,6	2 340,7	2 051,5	894,0	772,8	698,4	618,9	113,8	261,1	44,1	30,0
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2018	Décembre	35,2	32,2	3,0	20,3	17,8	7,8	6,7	6,1	5,4	1,0	2,3	0,4	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 :	Total			Pour mémoire :			
		1	2	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	produits manufacturés	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<i>Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>														
2018	T1	2,1	2,1	561,2	270,5	114,0	167,9	470,2	504,5	291,8	81,0	123,7	357,8	65,2
	T2	4,3	5,8	566,0	271,3	117,7	166,5	473,8	515,1	300,8	79,8	126,9	364,1	65,6
	T3	4,7	10,0	572,4	277,7	117,0	167,2	476,7	530,9	310,1	86,2	126,6	372,4	68,4
	T4	3,7	7,0	578,7	.	.	.	480,8	533,5	.	.	.	374,7	.
2018	Juillet	9,4	14,0	189,2	91,7	38,9	55,2	155,9	177,0	103,7	28,7	42,3	124,4	22,7
	Août	5,5	8,7	192,7	93,5	38,9	56,5	161,0	176,3	102,8	28,3	42,2	123,4	23,0
	Septembre	-0,6	7,4	190,5	92,5	39,2	55,5	159,9	177,6	103,6	29,2	42,2	124,6	22,7
	Octobre	11,1	14,2	194,1	93,6	40,1	56,3	160,6	180,4	105,7	29,1	43,9	126,4	24,2
	Novembre	2,2	4,6	192,4	92,7	40,7	55,8	161,4	176,6	101,7	28,6	43,4	125,3	21,2
	Décembre	-2,5	1,9	192,2	.	.	.	158,7	176,6	.	.	.	123,0	.
<i>Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>														
2018	T1	2,2	2,4	125,8	125,5	123,5	131,5	126,2	114,4	114,9	113,0	115,2	117,6	110,3
	T2	3,0	2,5	125,6	124,4	126,8	129,2	126,3	115,2	115,3	112,0	118,3	119,3	101,7
	T3	0,9	1,6	125,2	125,4	124,5	127,9	125,5	115,2	114,8	118,0	115,1	119,5	99,4
	T4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018	Juin	3,5	2,0	126,3	125,2	128,4	131,3	127,1	114,9	115,6	112,3	117,3	118,5	101,5
	Juillet	6,3	6,6	124,7	124,5	124,9	127,1	123,6	116,0	115,7	119,0	116,3	120,5	100,3
	Août	1,6	0,1	126,6	126,8	124,4	129,9	127,3	115,1	114,9	117,2	114,6	119,1	102,4
	Septembre	-4,7	-1,8	124,4	124,9	124,2	126,7	125,7	114,5	114,0	117,7	114,4	119,0	95,6
	Octobre	6,9	4,5	126,8	126,2	127,8	128,7	126,7	116,1	115,6	118,4	119,2	121,1	98,1
	Novembre	-1,6	-1,5	125,3	124,6	128,9	126,8	126,3	113,9	112,7	113,6	117,0	118,4	94,8

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

## 4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) <sup>2)</sup>						Pour mémoire : prix administrés	
	Indice : 2015 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
		1	2										
% du total en 2019	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	83,6	16,4
2016	100,2	0,2	0,8	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,2
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1
2018 T1	102,1	1,3	1,0	1,1	1,4	0,5	0,5	0,2	0,1	1,9	0,5	1,2	1,8
T2	103,8	1,7	1,0	2,0	1,4	0,6	0,7	0,9	0,0	1,9	0,5	1,7	1,7
T3	104,1	2,1	1,0	2,6	1,5	0,5	0,4	0,5	0,1	2,7	0,3	2,1	2,3
T4	104,3	1,9	1,0	2,3	1,5	0,3	0,2	0,4	0,1	1,6	0,2	1,8	2,6
2018 Septembre	104,4	2,1	1,0	2,6	1,4	0,2	0,1	1,3	0,0	1,3	0,1	2,0	2,3
Octobre	104,7	2,3	1,2	2,7	1,7	0,2	0,1	-0,3	0,0	1,8	0,1	2,2	2,7
Novembre	104,1	1,9	0,9	2,4	1,4	0,0	0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0	1,8	2,7
Décembre	104,1	1,5	0,9	1,7	1,3	-0,3	0,0	0,3	0,0	-3,3	0,0	1,3	2,5
2019 Janvier	103,0	1,4	1,1	1,2	1,6	0,0	0,3	0,1	0,0	-0,9	0,1	1,2	2,3
Février <sup>3)</sup>	103,3	1,5	1,0	.	1,3	0,2	0,2	0,7	0,0	0,6	0,0	.	.

	Biens						Services						Divers
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement	Transports	Communications	Services de loisirs et personnels			
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie					Loyers		
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% du total en 2019	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4	
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,3	1,2	
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8	
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4	
2018 T1	1,7	2,2	0,2	0,8	0,3	2,2	1,3	1,3	1,7	-0,2	1,9	1,2	
T2	2,6	2,3	3,3	1,6	0,2	5,6	1,2	1,2	1,3	0,1	1,9	1,3	
T3	2,5	2,1	3,8	2,7	0,2	9,5	1,1	1,1	1,4	0,2	2,2	1,3	
T4	2,0	1,9	2,0	2,4	0,2	8,4	1,2	1,1	1,5	-0,3	1,9	1,7	
2018 Septembre	2,6	2,1	4,3	2,6	0,2	9,6	1,1	1,1	1,3	0,0	2,0	1,3	
Octobre	2,2	2,1	2,4	3,0	0,2	10,8	1,2	1,1	1,8	-0,2	2,5	1,7	
Novembre	1,9	2,0	1,8	2,6	0,2	9,1	1,2	1,1	1,6	-0,5	1,5	1,7	
Décembre	1,8	1,7	1,8	1,6	0,2	5,5	1,2	1,1	1,2	-0,3	1,6	1,7	
2019 Janvier	1,8	1,8	1,8	0,9	0,3	2,7	1,2	1,1	1,6	-0,4	2,2	1,5	
Février <sup>3)</sup>	2,4	2,2	2,9	.	0,3	3,5	.	.	.	.	.	.	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

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

## 4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production dans l'industrie hors construction <sup>1)</sup>										Construction <sup>2)</sup>	Prix de l'immobilier résidentiel <sup>3)</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							
						Total	Produits alimentaires, boissons et tabac	Produits non alimentaires					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% du total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,6	3,4	5,0
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,8	0,2	5,7	2,2	3,7	5,1
2018	104,0	3,2	2,5	1,5	2,7	1,0	0,4	0,2	0,7	8,1	.	.	.
2018 T1	102,4	1,7	1,6	1,5	2,4	0,9	0,8	1,0	0,5	2,0	2,4	4,3	4,7
T2	103,1	2,8	2,6	1,4	2,5	1,0	0,3	0,1	0,6	6,7	2,4	4,2	4,2
T3	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,5	2,7	4,3	.
T4	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	.	.	.
2018 Août	104,8	4,3	3,3	1,6	3,3	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,4	-	-	-
Septembre	105,4	4,6	3,0	1,5	2,9	1,1	0,0	-0,4	0,7	13,0	-	-	-
Octobre	106,2	4,9	3,2	1,5	2,7	1,2	0,2	-0,3	0,8	14,6	-	-	-
Novembre	105,9	4,0	2,3	1,5	2,6	1,2	0,2	-0,2	0,8	11,0	-	-	-
Décembre	105,1	3,0	1,5	1,3	2,2	1,1	0,4	0,0	0,8	7,7	-	-	-
2019 Janvier	105,5	3,0	1,0	1,2	1,7	1,4	0,5	0,0	1,0	7,3	-	-	-

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

1) Ventes domestiques uniquement.

2) Prix des intrants pour les immeubles résidentiels.

3) Données expérimentales établies à partir de sources non harmonisées (cf. [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](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	
2016	106,9	0,8	0,5	0,4	0,5	0,7	-1,4	-2,5	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	108,0	1,1	1,5	1,4	1,4	1,5	1,9	2,9	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	.	.	.	.	.	.	.	.	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,2	-5,5	5,7
2018 T1	108,9	1,4	1,5	1,2	1,5	1,8	0,4	0,4	54,6	-8,9	-14,6	-3,2	-7,6	-12,9	-1,4
T2	109,4	1,4	1,8	1,5	2,0	1,9	1,0	2,0	62,6	2,1	-6,0	10,3	1,9	-6,3	11,7
T3	109,8	1,4	2,1	1,8	1,9	2,5	2,2	3,9	64,8	2,0	-3,4	7,1	3,1	-2,2	8,8
T4	.	.	.	.	.	.	.	.	59,5	2,0	0,1	3,6	2,3	0,2	4,4
2018 Septembre	-	-	-	-	-	-	-	-	67,6	0,8	-3,0	4,2	2,3	-1,0	5,7
Octobre	-	-	-	-	-	-	-	-	70,1	2,6	-0,9	5,7	2,9	-0,4	6,4
Novembre	-	-	-	-	-	-	-	-	57,4	1,8	-0,9	4,1	1,7	-1,2	4,8
Décembre	-	-	-	-	-	-	-	-	49,8	1,5	2,0	1,1	2,2	2,4	2,1
2019 Janvier	-	-	-	-	-	-	-	-	51,9	1,3	4,0	-1,1	1,5	3,8	-0,7
Février	-	-	-	-	-	-	-	-	56,5	2,2	4,4	0,3	2,7	4,7	0,7

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

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

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

## 4 Prix et coûts

### 4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)					Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Évolution des prix à la consomma- tion sur les 12 derniers mois	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière	Commerce de détail	Services	Construction		Industrie manufacturière	Services	Industrie manufacturière	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,7	–	–	-3,0	33,7	57,2	56,5	–	49,8
2016	-0,4	2,3	4,4	-7,1	0,3	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,2	5,1	6,9	2,5	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,5	7,4	9,4	12,1	20,0	65,4	57,9	56,1	52,7
2018 T1	12,5	6,7	9,1	10,8	17,2	68,4	57,2	57,9	52,9
T2	10,3	6,9	9,4	12,1	18,4	65,6	57,6	56,5	52,3
T3	11,1	7,5	9,0	12,4	20,8	65,2	58,4	55,5	52,8
T4	11,9	8,5	10,0	13,0	23,5	62,6	58,4	54,5	52,7
2018 Septembre	11,9	7,4	8,4	12,0	22,4	63,6	59,1	55,7	52,8
Octobre	10,4	9,0	8,8	13,0	24,1	65,1	58,5	54,8	52,8
Novembre	12,2	7,4	10,1	12,4	23,6	63,6	58,9	54,7	52,8
Décembre	13,0	9,2	11,1	13,6	22,7	59,1	57,9	54,1	52,5
2019 Janvier	10,7	8,8	11,5	12,9	18,9	55,7	58,3	53,8	53,2
Février	8,9	8,1	9,2	12,3	20,0	53,9	58,1	52,7	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	
	1	2	3	4	5	6	7
% du total en 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2016	105,5	1,4	1,4	1,1	1,3	1,5	1,4
2017	107,5	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,5
2018	.	.	.	.	.	.	2,0
2018 T1	102,6	2,0	1,8	2,8	2,3	1,5	1,7
T2	113,9	2,3	2,0	3,0	2,5	1,7	2,1
T3	106,4	2,5	2,4	3,0	2,7	2,2	2,1
T4	.	.	.	.	.	.	2,2

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

## 4 Prix et coûts

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

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

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

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

## 5 Monnaie et crédit

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

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			Pensions	Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans				
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours												
2016	1 075,3	6 082,8	7 158,1	1 330,6	2 221,0	3 551,5	10 709,7	69,6	523,1	86,6	679,2	11 388,9
2017	1 111,6	6 637,8	7 749,4	1 197,0	2 261,2	3 458,2	11 207,7	74,7	512,0	71,6	658,4	11 866,0
2018	1 162,6	7 118,6	8 281,2	1 128,3	2 294,2	3 422,5	11 703,7	74,6	523,3	71,6	669,5	12 373,2
2018 T1	1 116,9	6 743,6	7 860,5	1 170,4	2 260,2	3 430,6	11 291,1	71,4	511,4	61,5	644,3	11 935,4
T2	1 133,6	6 892,3	8 025,8	1 178,1	2 270,8	3 448,9	11 474,7	73,7	507,8	65,5	647,1	12 121,8
T3	1 150,6	7 010,0	8 160,5	1 126,6	2 285,0	3 411,5	11 572,1	71,4	495,4	60,5	627,4	12 199,4
T4	1 162,6	7 118,6	8 281,2	1 128,3	2 294,2	3 422,5	11 703,7	74,6	523,3	71,6	669,5	12 373,2
2018 Août	1 143,8	6 951,5	8 095,3	1 140,1	2 281,1	3 421,2	11 516,5	71,8	501,7	63,5	637,0	12 153,5
Septembre	1 150,6	7 010,0	8 160,5	1 126,6	2 285,0	3 411,5	11 572,1	71,4	495,4	60,5	627,4	12 199,4
Octobre	1 154,4	7 044,8	8 199,3	1 137,8	2 290,3	3 428,1	11 627,3	72,0	505,7	60,9	638,6	12 266,0
Novembre	1 158,2	7 091,6	8 249,7	1 125,8	2 295,1	3 420,9	11 670,6	73,8	503,5	58,2	635,4	12 306,1
Décembre	1 162,6	7 118,6	8 281,2	1 128,3	2 294,2	3 422,5	11 703,7	74,6	523,3	71,6	669,5	12 373,2
2019 Janvier <sup>(p)</sup>	1 167,5	7 127,1	8 294,6	1 124,2	2 298,5	3 422,7	11 717,3	75,8	516,6	64,7	657,1	12 374,3
Flux												
2016	38,1	541,7	579,8	-106,1	16,1	-90,0	489,8	-4,3	34,3	18,3	48,3	538,0
2017	36,4	591,8	628,1	-110,5	34,3	-76,2	551,9	6,6	-10,9	-18,4	-22,7	529,2
2018	50,0	461,3	511,3	-71,5	45,0	-26,5	484,8	-3,4	11,3	-1,7	6,2	491,0
2018 T1	5,3	102,5	107,8	-24,9	7,6	-17,3	90,5	-3,1	-0,6	-9,1	-12,8	77,7
T2	16,6	137,7	154,3	4,8	9,8	14,6	169,0	-0,9	-3,2	2,3	-1,8	167,1
T3	16,0	116,1	132,1	-51,8	14,1	-37,6	94,5	-2,4	-12,6	-4,7	-19,7	74,8
T4	12,1	105,0	117,1	0,4	13,4	13,8	130,9	3,0	27,7	9,8	40,5	171,4
2018 Août	6,5	33,8	40,3	-16,6	3,9	-12,7	27,6	3,2	-6,7	2,3	-1,2	26,4
Septembre	6,8	57,4	64,2	-14,1	3,9	-10,3	53,9	-0,5	-6,2	-2,6	-9,3	44,6
Octobre	3,9	31,4	35,2	9,2	5,5	14,7	49,9	0,4	10,3	-0,9	9,8	59,7
Novembre	3,8	47,7	51,5	-11,8	4,8	-7,0	44,5	1,8	-2,2	-2,7	-3,2	41,3
Décembre	4,5	25,9	30,4	3,0	3,1	6,1	36,5	0,9	19,6	13,5	33,9	70,3
2019 Janvier <sup>(p)</sup>	4,9	11,9	16,8	-4,1	5,1	1,0	17,8	1,2	-7,6	-6,6	-13,0	4,8
Taux de croissance												
2016	3,7	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,8	7,0	26,1	7,6	5,0
2017	3,4	9,8	8,8	-8,4	1,5	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,4	-3,3	4,7
2018	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,5	2,2	-2,3	0,9	4,1
2018 T1	2,5	8,4	7,5	-8,9	1,6	-2,2	4,3	-1,6	-4,7	-27,2	-7,1	3,6
T2	3,5	8,1	7,4	-5,5	1,7	-0,9	4,7	5,3	-1,4	-16,3	-2,4	4,3
T3	4,1	7,3	6,8	-7,4	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,7	-26,0	-8,1	3,5
T4	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,5	2,2	-2,3	0,9	4,1
2018 Août	3,9	7,0	6,5	-7,6	1,8	-1,5	4,0	-2,5	-3,6	-14,9	-4,7	3,5
Septembre	4,1	7,3	6,8	-7,4	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,7	-26,0	-8,1	3,5
Octobre	4,1	7,3	6,8	-6,2	1,8	-1,0	4,4	-0,6	-3,8	-17,4	-5,0	3,8
Novembre	4,3	7,1	6,7	-6,7	2,0	-1,0	4,3	-8,1	-3,1	-22,4	-5,8	3,7
Décembre	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,5	2,2	-2,3	0,9	4,1
2019 Janvier <sup>(p)</sup>	4,7	6,4	6,2	-6,2	2,0	-0,8	4,0	-2,8	-0,1	9,1	0,4	3,8

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>													
2016	2 093,2	1 630,3	295,1	159,6	8,2	6 055,5	3 402,3	644,9	2 006,3	2,1	972,0	199,5	383,8
2017	2 255,7	1 801,7	285,8	159,1	9,1	6 305,6	3 698,9	561,9	2 044,1	0,7	994,3	204,0	411,1
2018	2 335,9	1 901,4	280,8	145,9	7,8	6 645,6	4 039,2	517,3	2 088,0	1,2	1 002,7	200,3	431,2
2018 T1	2 260,5	1 821,6	274,0	157,2	7,6	6 376,3	3 787,0	543,5	2 044,2	1,6	983,2	210,6	415,1
T2	2 296,8	1 855,2	277,9	156,7	7,0	6 462,2	3 870,0	535,2	2 055,9	1,1	1 010,3	220,0	425,6
T3	2 323,5	1 891,3	268,0	157,3	6,8	6 538,7	3 945,5	524,6	2 067,6	1,1	982,2	211,8	436,8
T4	2 335,9	1 901,4	280,8	145,9	7,8	6 645,6	4 039,2	517,3	2 088,0	1,2	1 002,7	200,3	431,2
2018 Août	2 305,8	1 872,8	268,8	157,5	6,7	6 515,4	3 921,6	528,2	2 063,8	1,8	974,8	214,4	434,2
Septembre	2 323,5	1 891,3	268,0	157,3	6,8	6 538,7	3 945,5	524,6	2 067,6	1,1	982,2	211,8	436,8
Octobre	2 316,3	1 892,2	271,1	147,1	5,9	6 587,5	3 984,3	520,9	2 081,1	1,1	992,6	208,3	440,2
Novembre	2 322,4	1 892,2	275,6	146,5	8,1	6 610,7	4 005,1	517,9	2 086,6	1,2	1 001,0	208,3	443,8
Décembre	2 335,9	1 901,4	280,8	145,9	7,8	6 645,6	4 039,2	517,3	2 088,0	1,2	1 002,7	200,3	431,2
2019 Janvier <sup>(p)</sup>	2 324,7	1 899,7	271,7	145,6	7,8	6 680,5	4 068,5	517,4	2 093,0	1,7	976,3	203,7	440,4
<b>Flux</b>													
2016	131,8	156,6	-25,2	0,3	0,1	300,7	334,2	-46,5	13,9	-0,9	24,2	-28,4	19,1
2017	178,8	181,5	-3,1	-0,6	1,0	255,3	304,9	-81,6	33,4	-1,3	54,9	6,2	26,9
2018	89,1	100,2	-7,1	-2,8	-1,3	330,1	327,5	-45,0	47,2	0,5	-1,5	-4,5	18,2
2018 T1	8,1	22,3	-10,8	-2,0	-1,4	73,0	81,2	-18,1	9,0	0,9	-9,4	6,8	3,6
T2	28,9	29,1	1,1	-0,7	-0,7	83,6	81,7	-8,8	11,2	-0,5	19,9	9,1	9,9
T3	26,4	36,1	-10,0	0,6	-0,2	76,5	75,5	-10,7	11,6	0,0	-29,6	-8,2	11,0
T4	25,7	12,7	12,7	-0,7	1,0	97,1	89,0	-7,5	15,4	0,1	17,5	-12,2	-6,4
2018 Août	8,4	11,6	-3,5	0,9	-0,7	25,0	26,6	-3,9	2,3	0,0	-16,1	-1,9	9,0
Septembre	17,0	18,0	-1,0	-0,2	0,1	23,3	24,0	-3,7	3,8	-0,8	6,6	-2,6	2,4
Octobre	3,0	1,6	2,2	0,0	-0,9	38,5	37,5	-4,1	5,0	0,1	6,3	-3,8	2,4
Novembre	7,2	0,3	4,9	-0,2	2,2	23,1	20,9	-2,9	5,2	0,0	8,8	-0,4	3,8
Décembre	15,5	10,8	5,6	-0,6	-0,3	35,4	30,6	-0,5	5,2	0,0	2,5	-7,9	-12,6
2019 Janvier <sup>(p)</sup>	-6,5	2,0	-8,8	0,4	0,0	35,0	29,3	0,1	5,1	0,5	-26,7	3,2	9,1
<b>Taux de croissance</b>													
2016	6,8	10,4	-7,9	0,3	1,4	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,3	2,5	-12,5	5,2
2017	8,6	11,2	-1,1	-0,4	12,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,5	5,8	3,1	7,0
2018	4,0	5,6	-2,5	-1,8	-14,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	65,1	-0,2	-2,2	4,4
2018 T1	5,3	8,1	-7,7	-0,5	19,2	4,0	8,3	-12,5	1,7	-42,0	4,2	10,4	5,3
T2	4,9	7,1	-5,4	-1,1	7,0	4,4	8,6	-10,8	1,7	-53,9	5,8	12,8	5,7
T3	4,6	6,8	-6,8	-0,6	27,4	4,6	8,4	-9,9	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,8
T4	4,0	5,6	-2,5	-1,8	-14,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	65,1	-0,2	-2,2	4,4
2018 Août	4,3	6,5	-7,2	-0,6	13,8	4,6	8,6	-10,4	1,9	-10,7	-1,8	8,1	4,6
Septembre	4,6	6,8	-6,8	-0,6	27,4	4,6	8,4	-9,9	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,8
Octobre	4,2	6,0	-4,7	-1,0	5,7	4,7	8,4	-9,5	2,0	-45,2	3,0	2,8	5,1
Novembre	3,8	5,4	-3,4	-1,2	0,5	4,9	8,6	-9,0	2,1	-42,4	0,3	1,6	6,9
Décembre	4,0	5,6	-2,5	-1,8	-14,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	65,1	-0,2	-2,2	4,4
2019 Janvier <sup>(p)</sup>	2,5	4,4	-7,0	-0,5	-21,6	5,3	8,8	-7,1	2,3	-6,2	-1,6	-1,4	5,9

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								
	Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts						Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires
					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		
	1	2	3	4							5	6
<b>Encours</b>												
2016	4 389,3	1 084,0	3 292,1	12 881,4	10 711,1	10 982,1	4 311,4	5 449,3	836,7	113,5	1 387,4	782,9
2017	4 625,9	1 033,3	3 578,7	13 116,4	10 874,1	11 171,2	4 326,5	5 598,8	839,2	109,6	1 442,4	799,8
2018	4 686,9	1 007,4	3 668,1	13 418,6	11 127,4	11 481,7	4 409,2	5 741,5	848,8	127,9	1 520,1	771,0
2018 T1	4 605,0	1 023,1	3 568,0	13 195,9	10 941,2	11 233,7	4 343,8	5 633,0	851,7	112,8	1 467,4	787,4
T2	4 602,9	1 017,7	3 571,0	13 276,2	10 990,8	11 328,3	4 358,1	5 659,7	853,2	119,8	1 496,6	788,7
T3	4 627,4	1 003,5	3 609,9	13 363,0	11 064,5	11 398,1	4 396,8	5 701,3	841,9	124,4	1 513,8	784,8
T4	4 686,9	1 007,4	3 668,1	13 418,6	11 127,4	11 481,7	4 409,2	5 741,5	848,8	127,9	1 520,1	771,0
2018 Août	4 612,1	1 004,0	3 593,9	13 352,8	11 054,9	11 383,1	4 394,3	5 693,2	847,2	120,2	1 515,3	782,6
Septembre	4 627,4	1 003,5	3 609,9	13 363,0	11 064,5	11 398,1	4 396,8	5 701,3	841,9	124,4	1 513,8	784,8
Octobre	4 612,0	1 000,6	3 597,4	13 394,2	11 090,4	11 423,6	4 404,2	5 716,2	849,3	120,8	1 524,7	779,1
Novembre	4 612,6	1 003,4	3 594,3	13 411,9	11 112,4	11 446,1	4 421,2	5 731,8	838,7	120,7	1 516,8	782,8
Décembre	4 686,9	1 007,4	3 668,1	13 418,6	11 127,4	11 481,7	4 409,2	5 741,5	848,8	127,9	1 520,1	771,0
2019 Janvier <sup>(p)</sup>	4 685,7	1 006,7	3 667,6	13 453,2	11 157,5	11 499,9	4 409,3	5 758,5	862,1	127,7	1 523,5	772,2
<b>Flux</b>												
2016	485,9	-34,5	520,3	319,7	235,8	259,9	82,5	121,1	43,2	-11,0	80,3	3,6
2017	289,7	-43,3	332,3	361,8	273,9	314,8	82,8	173,6	21,1	-3,5	64,3	23,6
2018	92,1	-28,5	120,7	373,0	304,8	373,4	122,4	167,3	-3,1	18,1	89,5	-21,2
2018 T1	-31,0	-10,1	-20,8	115,7	98,1	94,4	41,3	40,1	13,6	3,2	27,5	-9,9
T2	34,7	-6,0	40,3	85,6	55,5	103,7	17,1	34,9	-3,4	6,9	29,7	0,4
T3	48,0	-16,2	64,5	105,2	90,9	87,1	48,6	49,8	-12,1	4,5	18,6	-4,2
T4	40,5	3,8	36,7	66,5	60,3	88,2	15,4	42,6	-1,2	3,4	13,7	-7,5
2018 Août	14,4	-6,6	21,1	29,9	31,1	30,5	13,6	18,0	-0,2	-0,2	4,3	-5,5
Septembre	6,7	-3,7	10,7	23,8	22,5	28,6	9,3	14,9	-6,0	4,2	-0,9	2,3
Octobre	-9,5	-3,3	-6,3	33,3	22,0	20,7	5,6	15,5	4,7	-3,7	12,6	-1,3
Novembre	-7,9	2,8	-11,7	26,6	29,9	32,1	22,6	18,4	-11,0	0,0	-6,4	3,2
Décembre	57,9	4,2	54,7	6,6	8,4	35,5	-12,7	8,7	5,1	7,2	7,6	-9,3
2019 Janvier <sup>(p)</sup>	-10,9	-0,8	-10,1	33,0	34,5	20,8	3,0	18,2	13,6	-0,2	0,3	-1,8
<b>Taux de croissance</b>												
2016	12,4	-3,1	18,7	2,5	2,3	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,1	0,5
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,1	4,6	3,0
2018	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,8	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2018 T1	3,9	-4,0	6,5	2,6	2,6	3,0	2,3	3,0	2,0	-0,3	3,9	-0,1
T2	4,0	-3,9	6,5	2,8	2,9	3,5	2,6	3,0	3,0	6,9	4,8	-1,4
T3	3,1	-4,4	5,3	3,0	3,0	3,4	3,2	3,1	-0,4	11,7	5,9	-1,1
T4	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,8	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2018 Août	3,3	-4,5	5,6	3,0	3,0	3,4	3,1	3,2	0,8	4,7	6,1	-1,8
Septembre	3,1	-4,4	5,3	3,0	3,0	3,4	3,2	3,1	-0,4	11,7	5,9	-1,1
Octobre	2,7	-4,3	4,8	3,0	2,8	3,3	2,8	3,2	-0,5	7,4	7,2	-1,5
Novembre	2,1	-3,9	3,8	2,9	2,8	3,2	3,0	3,2	-1,8	5,2	6,6	-1,8
Décembre	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,8	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2019 Janvier <sup>(p)</sup>	2,4	-2,8	3,9	2,5	2,5	3,0	2,2	3,2	-1,6	13,0	5,3	-2,7

Source : BCE.

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

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

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

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



## 5 Monnaie et crédit

### 5.5 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					Position extérieure nette	Actif des IFM		
		Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro						Autre	Total	
		Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves			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	
<b>Encours</b>										
2016	307,7	6 955,9	2 089,5	70,9	2 145,9	2 649,6	1 124,8	257,0	205,9	121,6
2017	343,4	6 768,4	1 968,3	59,7	2 014,1	2 726,2	935,6	300,1	143,5	92,5
2018	378,7	6 816,6	1 941,4	56,0	2 096,0	2 723,3	1 026,7	436,2	187,0	194,9
2018 T1	340,8	6 744,7	1 952,7	59,4	2 014,7	2 717,9	903,8	316,2	135,9	86,2
T2	330,4	6 708,6	1 950,7	58,4	2 025,6	2 673,9	858,9	422,8	174,1	183,8
T3	403,3	6 693,6	1 934,8	56,9	2 048,5	2 653,5	881,2	424,7	177,3	183,0
T4	378,7	6 816,6	1 941,4	56,0	2 096,0	2 723,3	1 026,7	436,2	187,0	194,9
2018 Août	391,6	6 676,1	1 942,9	57,3	2 016,1	2 659,9	845,8	410,5	181,4	189,0
Septembre	403,3	6 693,6	1 934,8	56,9	2 048,5	2 653,5	881,2	424,7	177,3	183,0
Octobre	398,1	6 795,5	1 936,3	56,6	2 104,4	2 698,2	993,4	460,0	167,1	174,3
Novembre	390,3	6 782,9	1 929,9	55,8	2 098,7	2 698,5	1 036,3	418,5	196,1	204,4
Décembre	378,7	6 816,6	1 941,4	56,0	2 096,0	2 723,3	1 026,7	436,2	187,0	194,9
2019 Janvier <sup>(p)</sup>	377,2	6 859,1	1 939,8	55,6	2 112,5	2 751,2	1 066,7	405,1	199,2	208,4
<b>Flux</b>										
2016	22,0	-122,9	-71,3	-8,6	-118,7	75,7	-278,3	-90,2	12,8	-12,0
2017	39,2	-74,9	-83,7	-6,6	-72,0	87,4	-92,3	-65,6	-60,9	-27,6
2018	39,0	47,1	-38,6	-4,9	16,9	73,7	70,1	41,8	21,8	24,2
2018 T1	-2,7	8,0	-17,1	-1,4	9,3	17,2	53,2	-55,0	-7,6	-6,3
T2	-10,4	-10,0	-4,8	-1,1	-15,0	11,0	-62,2	88,6	16,4	19,4
T3	76,3	29,8	-16,2	-1,5	19,2	28,4	38,8	-11,2	3,2	-0,8
T4	-24,1	19,3	-0,4	-0,9	3,4	17,2	40,2	19,4	9,7	11,9
2018 Août	36,8	-6,6	-9,1	-0,4	-5,8	8,6	-6,7	18,9	-2,6	-3,5
Septembre	15,3	28,0	-8,4	-0,5	28,1	8,8	46,2	11,1	-4,1	-6,0
Octobre	-5,5	14,2	0,0	-0,2	4,5	10,0	19,6	25,1	-10,2	-8,7
Novembre	-7,9	-6,6	-6,1	-0,9	-2,3	2,7	45,1	-37,0	29,0	30,0
Décembre	-10,8	11,6	5,7	0,2	1,3	4,5	-24,5	31,2	-9,1	-9,5
2019 Janvier <sup>(p)</sup>	-1,5	15,4	-5,8	-0,4	16,5	5,1	24,6	-27,9	12,2	13,6
<b>Taux de croissance</b>										
2016	7,8	-1,7	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,7	-3,4	3,3	-	-	-29,7	-22,7
2018	11,3	0,7	-2,0	-8,1	0,8	2,8	-	-	11,0	2,2
2018 T1	11,9	-0,6	-4,1	-9,8	-1,5	3,2	-	-	-25,6	-22,2
T2	6,6	-0,9	-3,2	-10,8	-2,5	2,4	-	-	-3,6	-18,0
T3	14,4	0,0	-2,8	-9,3	0,0	2,3	-	-	7,7	4,9
T4	11,3	0,7	-2,0	-8,1	0,8	2,8	-	-	11,0	2,2
2018 Août	16,3	-0,7	-2,7	-9,9	-2,6	2,5	-	-	24,6	34,2
Septembre	14,4	0,0	-2,8	-9,3	0,0	2,3	-	-	7,7	4,9
Octobre	18,1	0,6	-1,8	-8,7	0,6	2,5	-	-	-9,9	-22,0
Novembre	24,7	0,5	-2,2	-9,1	0,8	2,5	-	-	-0,1	-24,6
Décembre	11,3	0,7	-2,0	-8,1	0,8	2,8	-	-	11,0	2,2
2019 Janvier <sup>(p)</sup>	18,9	0,8	-1,9	-7,7	0,8	2,9	-	-	28,2	22,7

Source : BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

## 6 Évolutions budgétaires

### 6.1 Déficit/excédent

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Déficit (-)/excédent (+)					Pour mémoire : Déficit (-)/ excédent (+) primaire
	Total	Administrations centrales	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	
	1	2	3	4	5	6
2014	-2,5	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,6	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2017	-1,0	-1,3	0,0	0,2	0,1	1,0
2017 T4	-1,0	.	.	.	.	1,0
2018 T1	-0,8	.	.	.	.	1,2
T2	-0,5	.	.	.	.	1,4
T3	-0,4	.	.	.	.	1,5

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

### 6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Recettes						Dépenses						
	Total	Recettes courantes				Recettes en capital	Total	Dépenses courantes				Dépenses en capital	
		Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales nettes	Rémunération des salariés			Consommation intermédiaire	Intérêts	Prestations sociales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,1	45,2	10,2	5,3	2,6	23,0	3,9
2015	46,2	45,7	12,5	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9
2016	46,0	45,5	12,6	12,9	15,2	0,5	47,5	44,0	9,9	5,2	2,1	22,7	3,6
2017	46,1	45,7	12,8	12,9	15,2	0,4	47,0	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,8
2017 T4	46,1	45,7	12,8	12,9	15,2	0,4	47,0	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,8
2018 T1	46,1	45,7	12,9	12,9	15,2	0,4	46,9	43,1	9,8	5,1	1,9	22,4	3,7
T2	46,1	45,7	12,9	12,9	15,2	0,4	46,6	43,0	9,8	5,1	1,9	22,3	3,7
T3	46,2	45,8	12,9	12,9	15,2	0,4	46,6	43,0	9,8	5,1	1,9	22,3	3,6

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

### 6.3 Ratio dette publique/PIB

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

	Total	Instrument financier			Détenteur		Durée initiale		Durée résiduelle			Devises		
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents	Créanciers non-résidents	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2014	91,8	2,7	17,1	71,9	43,9	25,8	47,9	9,8	82,0	18,8	31,8	41,1	89,7	2,1
2015	89,9	2,8	16,2	70,9	44,1	27,3	45,7	9,1	80,8	17,5	31,2	41,2	87,8	2,1
2016	89,1	2,7	15,4	71,0	46,6	30,5	42,5	8,8	80,3	17,1	29,9	42,1	87,0	2,1
2017	86,8	2,6	14,2	70,0	47,3	31,9	39,5	8,0	78,8	15,9	28,8	42,2	85,0	1,8
2017 T4	86,8	2,6	14,2	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 T1	86,9	2,6	14,0	70,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	86,3	2,6	13,7	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	86,1	2,6	13,5	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Évolutions budgétaires

### 6.4 Variation annuelle du ratio dette publique/PIB et facteurs sous-jacents <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				Effets de valorisation et autres variations en volume	Autres			
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance			Actions et parts de fonds d'investissement		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	0,2	-0,1	-0,2	-0,4	0,2	-0,4	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,5	2,3
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,4	-0,8	1,2
2016	-0,8	-0,6	0,1	0,2	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,3	1,6
2017	-2,2	-1,0	-0,2	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-1,0	0,9
2017 T4	-2,2	-1,0	-0,2	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,0	0,9
2018 T1	-2,4	-1,2	-0,1	0,5	0,5	0,0	-0,1	0,1	-0,1	-0,4	-1,1	0,8
T2	-2,9	-1,4	-0,2	0,3	0,2	-0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,3	-1,3	0,5
T3	-2,1	-1,5	0,5	0,8	0,6	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-1,1	1,0

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	Durée résiduelle moyenne en années <sup>3)</sup>		Encours				Opérations		
		Échéances ≤ 3 mois	Échéances > 3 mois				Total	Taux variable	Coupon zéro	Taux fixe	Durées ≤ 1 an	Émissions	Remboursements
	1			2	3								
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018	13,0	11,4	3,9	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2017 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 T1	12,9	11,3	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
T2	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
T3	13,1	11,5	3,8	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9
2018 Août	12,8	11,2	3,8	1,6	0,4	7,2	2,3	1,1	-0,2	2,7	2,5	0,4	1,0
Septembre	13,1	11,5	3,8	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9
Octobre	13,3	11,8	3,6	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	1,0
Novembre	13,4	11,9	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,5	1,0
Décembre	13,0	11,4	3,9	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019 Janvier	13,3	11,7	4,1	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	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	
<b>Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques</b>										
2014	-3,1	0,6	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-9,0	
2015	-2,5	0,8	0,1	-1,9	-5,6	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3	
2016	-2,4	0,9	-0,3	-0,5	0,5	-4,5	-3,5	-2,5	0,3	
2017	-0,9	1,0	-0,4	-0,2	0,8	-3,1	-2,7	-2,4	1,8	
2017 T4	-0,9	1,0	-0,4	-0,2	0,8	-3,1	-2,7	-2,4	1,8	
2018 T1	-0,9	1,3	-0,6	-0,3	1,1	-2,9	-2,7	-2,2	2,5	
T2	-0,3	1,9	-0,2	-0,3	0,9	-2,7	-2,8	-1,9	3,0	
T3	-0,1	1,9	0,0	-0,1	0,8	-2,7	-2,7	-1,8	-4,0	
<b>Dettes des administrations publiques</b>										
2014	107,6	74,5	10,5	104,1	178,9	100,4	94,9	131,8	108,0	
2015	106,5	70,8	9,9	76,8	175,9	99,3	95,6	131,6	108,0	
2016	106,1	67,9	9,2	73,4	178,5	99,0	98,2	131,4	105,5	
2017	103,4	63,9	8,7	68,4	176,1	98,1	98,5	131,2	96,1	
2017 T4	103,4	63,9	8,7	68,4	176,1	98,1	98,5	131,2	96,1	
2018 T1	106,4	62,7	8,5	69,3	177,9	98,7	99,4	132,8	93,4	
T2	105,9	61,5	8,3	69,2	177,4	98,1	99,1	133,1	104,0	
T3	105,4	61,0	8,0	68,8	182,2	98,3	99,5	133,0	110,9	
<b>Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques</b>										
2014	-1,5	-0,6	1,3	-1,7	-2,2	-2,7	-7,2	-5,5	-2,7	-3,2
2015	-1,4	-0,3	1,3	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,6	-2,8
2016	0,1	0,3	1,6	0,9	0,0	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2017	-0,6	0,5	1,4	3,5	1,2	-0,8	-3,0	0,1	-0,8	-0,7
2017 T4	-0,6	0,5	1,4	3,5	1,2	-0,8	-3,0	0,1	-0,8	-0,7
2018 T1	0,0	0,4	1,4	3,1	1,6	-0,6	-0,7	0,5	-0,7	-0,7
T2	0,3	0,7	1,5	3,9	1,9	0,2	-1,0	0,6	-0,7	-0,9
T3	0,0	0,6	1,9	3,6	2,1	0,1	0,0	0,7	-0,7	-0,8
<b>Dettes des administrations publiques</b>										
2014	40,9	40,5	22,7	63,7	67,9	84,0	130,6	80,4	53,5	60,2
2015	36,8	42,6	22,2	58,6	64,6	84,8	128,8	82,6	52,2	63,6
2016	40,3	39,9	20,7	56,3	61,9	83,0	129,2	78,7	51,8	63,0
2017	40,0	39,4	23,0	50,9	57,0	78,3	124,8	74,1	50,9	61,3
2017 T4	40,0	39,4	23,0	50,2	57,0	78,3	124,8	74,1	50,9	61,3
2018 T1	35,5	36,0	22,2	49,8	55,1	77,2	125,4	75,5	50,9	59,9
T2	36,9	35,0	22,0	49,0	54,0	76,5	125,0	72,7	51,9	59,6
T3	37,1	35,0	21,7	45,9	52,9	75,6	125,0	71,0	51,5	58,8

Source: Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2019**

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 et la Banque nationale de Belgique).

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 6 mars 2019.

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

ISSN                         2363-3425 (PDF)  
Numéro de catalogue UE   QB-BP-19-002-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général