

Bulletin économique

Numéro 3 / 2019

Sommaire

Évolutions économiques et monétaires récentes	2
Synthèse	2
1 Environnement extérieur	5
2 Évolutions financières	9
3 Activité économique	12
4 Prix et coûts	16
5 Monnaie et crédit	19
Encadrés	24
1 Que signale la maturité du cycle de la tech pour l'économie mondiale ?	24
2 Les devises des marchés émergents : le rôle du risque mondial, du dollar et des facteurs domestiques	28
3 Analyser les facteurs à l'origine du creusement en 2018 des écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises de la zone euro	34
4 Le pouvoir prédictif de M1 en termes réels pour l'activité économique réelle dans la zone euro	39
Articles	44
1 Les implications économiques de la montée du protectionnisme : du point de vue de la zone euro et à l'échelle mondiale	44
2 Règles budgétaires dans la zone euro et leçons à tirer d'autres unions monétaires	70
Statistiques	S1

Évolutions économiques et monétaires récentes

Synthèse

Les informations devenues disponibles depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en mars confirment la poursuite du ralentissement de la croissance en 2019. Bien que certains facteurs domestiques spécifiques freinant la croissance semblent s'estomper, les obstacles rencontrés au niveau mondial continuent de peser sur la croissance de la zone euro. 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. Dans le même temps, de nouvelles créations d'emplois et l'augmentation des salaires continuent de soutenir la capacité de résistance de l'économie domestique et le renforcement progressif des tensions inflationnistes. Toutefois, un degré élevé de soutien monétaire demeure nécessaire pour préserver des conditions de financement favorables, favoriser l'expansion économique et ainsi faire en sorte que l'inflation reste sur une trajectoire durable vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Les indications du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs de la BCE (*forward guidance*), associées aux réinvestissements du volume considérable de titres acquis et à la nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO), contribuent à un niveau significatif de relance monétaire.

Les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs à l'activité économique mondiale se sont affaiblis au premier trimestre 2019. En particulier, les échanges commerciaux ont continué de se ralentir dans un contexte de retournement du cycle industriel mondial et d'aggravation des tensions commerciales. L'inflation mondiale a fléchi au cours des premiers mois de 2019, principalement en raison d'une contribution plus faible de la composante énergie.

Les rendements des emprunts publics de la zone euro ont, dans l'ensemble, légèrement diminué, dans le sillage de la baisse des taux sans risque à l'échelle mondiale et du déplacement vers le bas de la courbe des taux anticipés de l'Eonia. Les évolutions des écarts de rendement des obligations souveraines ont affiché une certaine hétérogénéité dans la zone euro. Les cours boursiers ont augmenté dans un contexte de baisse des taux sans risque et de volatilité stable et faible. En conséquence, les écarts de rendement des obligations d'entreprises se sont réduits. Sur les marchés des changes, l'euro est resté globalement inchangé en termes pondérés des échanges commerciaux.

Le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,2 %, en glissement trimestriel, au quatrième trimestre 2018, après une hausse de 0,1 % au troisième trimestre. Les données disponibles restent atones, principalement sous l'effet du ralentissement de

la demande extérieure, accentué par des facteurs spécifiques à certains pays et secteurs. L'effet de ces facteurs étant légèrement plus persistant que prévu, le ralentissement de la croissance devrait se poursuivre au cours de cette année. 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, par de nouvelles créations d'emplois et par la hausse des salaires ainsi que par la poursuite, à un rythme un peu plus faible cependant, de la croissance de l'activité mondiale.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,4 % en mars 2019, contre 1,5 % en février, reflétant essentiellement un ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires, des services et des produits manufacturés hors énergie. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait diminuer au cours des prochains mois. 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.

S'agissant des évolutions monétaires, la croissance de la monnaie au sens large (M3) s'est accélérée, s'établissant à 4,3 % en février 2019, après 3,8 % en janvier. L'expansion de M3 reste soutenue par la création de crédit bancaire et l'agrégat étroit M1 a continué d'apporter la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large. Le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières a rebondi à 3,7 % en février 2019 et s'est ralenti ces derniers mois, reflétant la réaction décalée caractéristique au ralentissement de la croissance économique. La croissance annuelle des prêts aux ménages est restée globalement inchangée à 3,3 % en février. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro au premier trimestre 2019 indique un maintien de conditions du crédit bancaire globalement favorables.

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

Sur la base de cette évaluation, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés et continue de prévoir qu'ils resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à 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.

Le Conseil des gouverneurs a confirmé que l'Eurosystème poursuivra 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.

Le Conseil des gouverneurs a réaffirmé qu'il se tenait prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, le cas échéant, pour s'assurer que l'inflation continue de se rapprocher durablement de son objectif.

Les conditions précises de la nouvelle série de TLTRO seront communiquées lors de l'une des prochaines réunions du Conseil des gouverneurs. En particulier, les taux qui seront appliqués à ces nouvelles opérations tiendront compte d'une évaluation approfondie du canal de transmission de la politique monétaire, par l'intermédiaire des banques, ainsi que de l'évolution future des perspectives économiques. Dans le cadre de l'évaluation régulière de la BCE, le Conseil des gouverneurs examinera également si le maintien des retombées favorables des taux d'intérêt négatifs pour l'économie exige l'atténuation de leurs éventuels effets secondaires, le cas échéant, sur l'intermédiation bancaire.

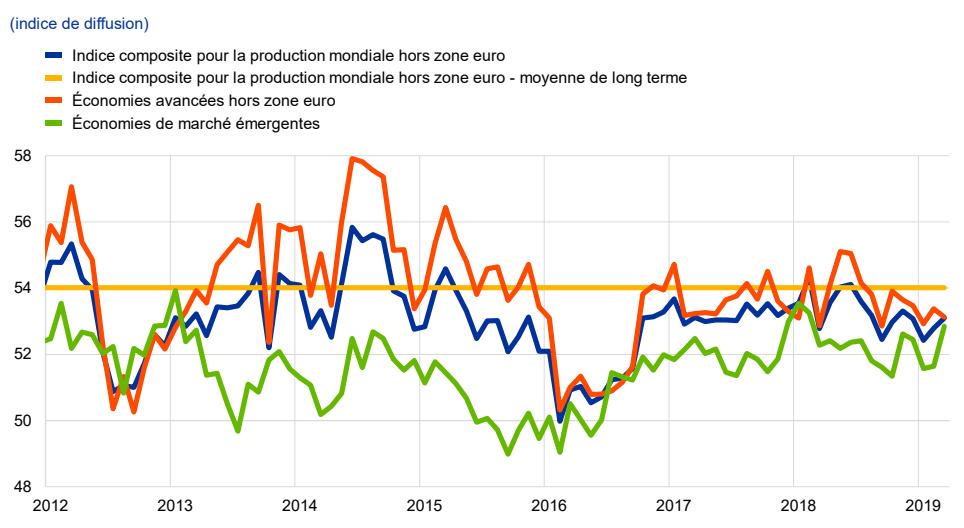
1

Environnement extérieur

Les indicateurs tirés d'enquêtes au niveau mondial font état d'un ralentissement de l'activité au premier trimestre 2019. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale hors zone euro a augmenté en mars (cf. graphique 1), une hausse dans le secteur des services ayant plus que compensé une légère baisse dans le secteur manufacturier. En rythme trimestriel, cependant, l'indice des directeurs d'achat au premier trimestre 2019 est inférieur au niveau enregistré en 2017 et au premier semestre 2018, ce qui est cohérent avec un léger ralentissement de la dynamique de croissance mondiale. Dans les économies avancées, l'indice Markit des directeurs d'achat est resté globalement inchangé, tandis que l'indicateur tiré d'enquêtes relatif à l'ensemble des secteurs publié par l'*Institute for Supply Management* (ISM) a diminué par rapport aux niveaux élevés du premier trimestre. Les indices des directeurs d'achat ont également diminué au Royaume-Uni et au Japon, en raison de valeurs faibles en mars. Dans les économies de marché émergentes, l'indice trimestriel des directeurs d'achat s'est fortement redressé au Brésil, tandis qu'il a diminué en Inde et en Russie. Il est demeuré inchangé en Chine au premier trimestre, malgré une forte hausse en mars.

Graphique 1

Indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale



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

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

Les indicateurs relatifs au commerce mondial font état d'une faiblesse

persistante en début d'année. Les importations de marchandises en volume ont diminué de 1,9 % en janvier 2019 en glissement trimestriel, en raison notamment de fortes baisses dans les pays asiatiques. Cette diminution est en partie liée à la volatilité importante des données relatives aux échanges commerciaux pour la Chine autour du Nouvel an lunaire, qui rend difficile l'interprétation des données pour janvier. Dans le même temps, l'indice des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes à l'exportation est demeuré inférieur au seuil d'expansion en mars (cf. graphique 2). Une mesure plus large, fondée sur une composante principale des indicateurs

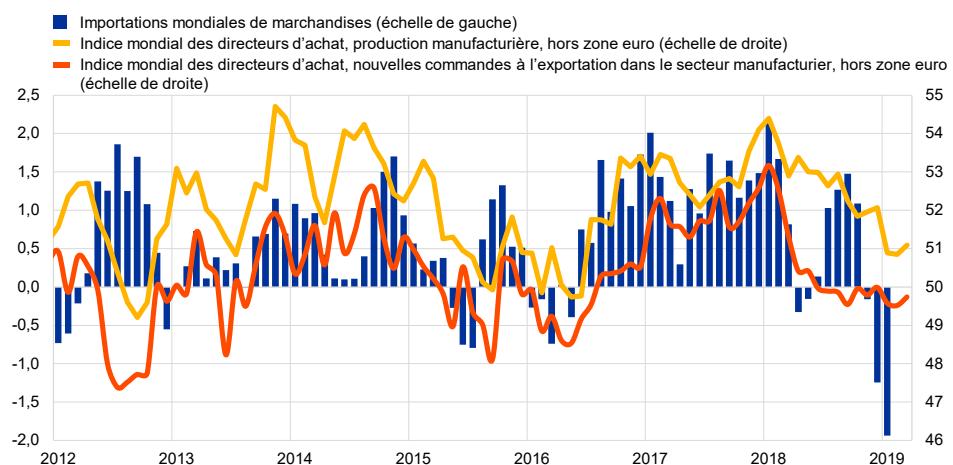
avancés du commerce mondial, nuance ce résultat et dénote une faible hausse des échanges commerciaux mondiaux au premier trimestre 2019, après des évolutions modérées au second semestre de l'année passée.

Le ralentissement en cours du commerce mondial s'explique en partie par le retournelement du cycle industriel mondial. L'arrivée à maturité d'un cycle mondial se traduit habituellement par une modération du commerce mondial, *via* une baisse de l'activité d'investissement. Ce schéma est amplifié à l'heure actuelle par le fait qu'une grande partie de la faiblesse de l'économie mondiale se concentre sur l'activité industrielle. En effet, le cycle industriel et le cycle commercial ont tendance à être fortement corrélés.

Graphique 2

Commerce mondial et enquêtes

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



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

Note : Les dernières observations se rapportent à janvier 2019 pour les importations mondiales de marchandises et à mars 2019 pour les indices des directeurs d'achat.

Le commerce mondial a également été affecté par d'autres facteurs, notamment l'accentuation des tensions commerciales. Les importations des États-Unis en provenance de Chine ont enregistré des reculs particulièrement importants dans les secteurs affectés par les droits de douane, mais une modération sensible a également été observée dans les autres économies asiatiques. Si cette situation peut être considérée comme un signe d'affaiblissement de la demande intérieure en Chine, elle pourrait également être le résultat d'évolutions spécifiques à certains secteurs, en particulier les produits électroniques et l'automobile. Ces deux secteurs sont fortement engagés dans les échanges commerciaux internationaux et représentent une part importante du commerce asiatique. L'encadré 1 examine le rôle qu'un cycle technologique arrivé à maturité peut avoir joué dans le ralentissement des échanges commerciaux observé en Chine et dans d'autres économies asiatiques importantes.

L'inflation mondiale est restée stable en février. La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) est restée inchangée en février, à 2,1 %, après une série de baisses depuis le pic enregistré en octobre de l'année passée. Hors produits

alimentaires et énergie, l'inflation annuelle s'est légèrement ralentie dans la zone OCDE, pour s'établir à 2,1 %. 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, laissant penser que les tensions inflationnistes sous-jacentes sont restées modérées. Pour l'avenir, l'inflation devrait demeurer atone à court terme, tandis que la diminution des capacités de production inutilisées au niveau mondial devrait soutenir l'inflation sous-jacente à moyen terme.

Les prix du pétrole ont continué d'augmenter depuis mi-mars. Après la forte hausse observée mi-février, qui a suivi la publication des données faisant état d'une amélioration du respect par l'OPEP+ de ses accords de réduction de l'offre, les prix du pétrole ont encore augmenté depuis début mars, pour atteindre un niveau d'environ 70 dollars le baril. Après le nouvel accord de réduction de l'offre de pétrole conclu par l'OPEP+ à la fin de l'année dernière, en révision de l'accord de limitation de la production datant d'il y a deux ans, la production totale du cartel a diminué depuis janvier 2019. De plus, les sanctions américaines contre l'Iran et le Venezuela ont continué d'affecter l'offre et sont encore aggravées, au Venezuela, par les coupures d'électricité qui pèsent sur la production. Parmi les matières premières non pétrolières, les prix des métaux et ceux des produits alimentaires sont restés globalement inchangés depuis début mars.

L'expansion aux États-Unis reste soutenue, mais affiche des signes d'arrivée à maturité. Le PIB en volume des États-Unis a augmenté de 2,2 % en rythme annuel au quatrième trimestre 2018. Cette hausse reflète principalement les contributions positives de la consommation privée et de la FBCF du secteur non résidentiel, tandis que les contributions des exportations nettes et des dépenses publiques ont été négatives. Tandis que la croissance totale du PIB demeure soutenue par des fondamentaux solides, l'activité économique devrait se ralentir au premier trimestre de cette année, dans un contexte de facteurs défavorables ponctuels – tels que la fermeture partielle des services de l'État – et des données disponibles contrastées. Dans le même temps, les tensions inflationnistes demeurent contenues, en dépit de la hausse des salaires. La hausse annuelle de l'IPC total s'est légèrement ralentie, à 1,5 % en février. Le recul de l'inflation résulte essentiellement d'une forte baisse des prix de l'énergie. La hausse de l'IPC hors produits alimentaires et énergie s'est légèrement ralentie, s'établissant à 2,1 % en février. En revanche, en phase avec un marché du travail tendu, le salaire horaire moyen a augmenté de 3,4 % en glissement annuel, poursuivant ainsi la tendance haussière débutée en 2015.

L'activité économique s'est ralentie au Japon début 2019, après un rebond vers la fin de l'année passée. Le PIB en volume a augmenté de 0,5 % en glissement trimestriel au quatrième trimestre 2018, soutenu essentiellement par la demande intérieure, en particulier par l'investissement non résidentiel. Toutefois, les indicateurs à haute fréquence dénotent un ralentissement de la dynamique sous-jacente au début de l'année. La production industrielle a été très faible et s'établit actuellement en deçà du niveau du quatrième trimestre 2018. Les exportations moyennes de biens en volume pour janvier et février sont moins élevées que l'année passée, ce qui indique une faiblesse de la demande extérieure. La hausse des prix à la consommation a continué de se ralentir début 2019, reflétant largement les évolutions des prix des

produits alimentaires et de l'énergie. L'inflation annuelle totale est revenue à 0,2 % en janvier et en février, reflétant pour l'essentiel une baisse de la contribution des prix de l'énergie et de forts reculs des prix des produits frais. L'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires et énergie) s'est légèrement redressée, à 0,3 %.

Au Royaume-Uni, la croissance du PIB s'est nettement modérée au dernier trimestre 2018 dans un environnement d'incertitude élevée liée au Brexit.

La croissance du PIB en volume en glissement trimestriel est revenue à 0,2 % au quatrième trimestre de l'année passée, après une croissance solide au trimestre précédent. Les indicateurs à court terme suggèrent la poursuite d'une croissance du PIB modérée au premier trimestre 2019, dans la mesure où une incertitude élevée liée au Brexit pèse sur la consommation et l'investissement. Malgré un ralentissement de la dynamique de croissance mondiale, les exportations du Royaume-Uni ont fortement rebondi au deuxième semestre de l'année, à la faveur d'une légère dépréciation de la livre sterling. Toutefois, les exportations nettes ont continué d'apporter une contribution négative à la croissance, les importations ayant rebondi encore plus fortement – dans une large mesure en raison de la constitution de stocks par les entreprises et les consommateurs en prévision du Brexit. Après un léger redressement mi-2018, l'inflation annuelle mesurée par l'IPC a poursuivi sa baisse, revenant à 1,8 % au cours des deux premiers mois de 2019. Cette valeur est bien inférieure au pic de 3 % lié à la dépréciation observée un an plus tôt et reflète la dissipation des effets des fortes hausses antérieures des prix à l'importation ainsi que les baisses rapides des prix de l'énergie enregistrées à compter de l'automne 2018.

La croissance économique se stabilise en Chine. Le ralentissement de l'activité dans le secteur manufacturier est en partie compensé par la résistance des services. Au cours des deux premiers mois de l'année, la production industrielle s'est encore ralentie et la croissance de la FBCF s'est légèrement redressée, tandis que celle des ventes au détail nominales est restée robuste. Ce tableau contrasté a été confirmé par les indices des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier et les services au premier trimestre, le secteur des services résistant mieux. Dans le même temps, les échanges commerciaux ont été très volatils ces derniers mois, reflétant en partie les distorsions liées au Nouvel an lunaire. Après des données faibles pour février, les autorités attendaient un rebond en mars. La hausse annuelle de l'IPC total est revenue à 1,5 % en février en raison de la forte baisse de la contribution des prix des produits alimentaires. L'inflation hors produits alimentaires et énergie s'est également ralentie, s'établissant à 1,8 %. Dans le même temps, la hausse annuelle des prix à la production est restée stable, à 0,1 % en février, la baisse des prix du pétrole ayant été compensée par la hausse des prix dans le secteur des industries minières et extractives.

2

Évolutions financières

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

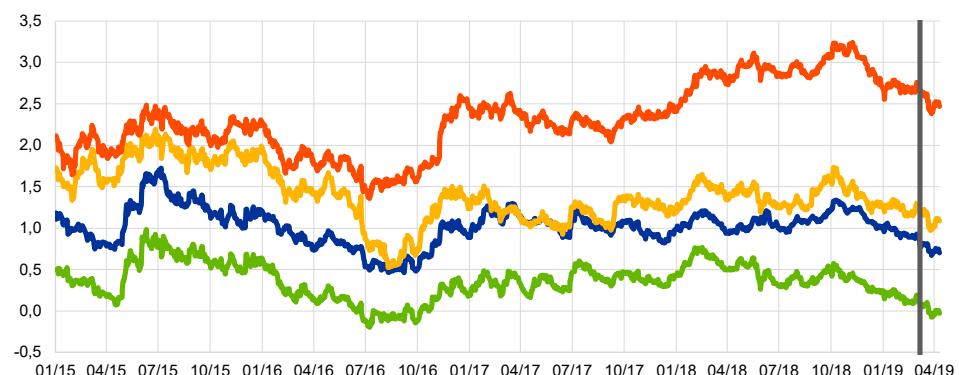
Au cours de la période sous revue (du 7 mars au 9 avril 2019), le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro a légèrement diminué, pour s'établir à 0,72 % (– 5 points de base environ), dans un contexte de baisse des taux sans risque à l'échelle mondiale et de stabilité ou d'atténuation de la volatilité sur les marchés financiers (cf. graphique 3). Le rendement des obligations souveraines à dix ans a diminué de 15 points de base environ aux États-Unis et d'un peu moins de 10 points de base au Royaume-Uni, revenant à 2,50 % et 1,10 % respectivement.

Graphique 3

Rendements des obligations souveraines à dix ans

(en pourcentage annuel)

- Moyenne de la zone euro pondérée du PIB
- Royaume-Uni
- États-Unis
- Allemagne



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : Données quotidiennes. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (7 mars 2019). La dernière observation se rapporte au 9 avril 2019.

Les évolutions des écarts entre les rendements des obligations souveraines de la zone euro et le taux OIS sans risque ont fait apparaître une hétérogénéité entre pays. En Italie, les écarts de rendement des obligations souveraines ont augmenté de 16 points de base pour s'établir juste au-dessus de 2,2 %, tout comme en Espagne, où ils se sont creusés de 10 points de base, à 0,74 %. En Allemagne, ils ont légèrement augmenté, de 2 points de base, pour s'inscrire à – 0,34 %, et en France, ils sont demeurés inchangés autour de zéro. Au Portugal, en revanche, les écarts de rendement ont diminué de 7 points de base, ressortant à 0,86 %.

Les indices boursiers larges de la zone euro se sont inscrits en hausse dans un contexte de baisse des taux sans risque et de volatilité globalement stable.

Au cours de la période sous revue, les prix des actions des banques de la zone euro et des sociétés non financières ont augmenté de 3,4 % et 2,9 %, respectivement.

En dépit de mauvaises surprises macroéconomiques, qui ont entraîné de fortes variations des valorisations d'actions, les prix des actions ont augmenté tout au long de la période sous revue. Cette évolution résulte probablement des baisses des taux sans risque, dans le contexte d'anticipations stables et historiquement faibles des intervenants de marché s'agissant de la volatilité future des actions. Entre autres

facteurs, la persistance de résultats positifs et l'atténuation des inquiétudes relatives aux tensions géopolitiques ont également contribué à soutenir les valorisations d'actions.

Les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises de la zone euro se sont légèrement resserrés au cours de la période sous revue. Reflétant les plus-values boursières évoquées précédemment, l'écart de rendement des obligations bien notées (*investment-grade*) émises par les SNF par rapport au taux sans risque a diminué de 10 points de base environ, pour s'inscrire à 70 points de base depuis début mars. Les rendements des obligations du secteur financier ont également diminué, de 12 points de base environ, pour s'établir à 89 points de base. Dans l'ensemble, bien que les écarts de rendement des obligations d'entreprises soient actuellement plus élevés que les points bas qu'ils avaient temporairement atteints début 2018, ils restent inférieurs de quelque 30 points de base aux niveaux observés en mars 2016, avant l'annonce puis le lancement du programme d'achats de titres du secteur des entreprises.

Le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) s'est établi en moyenne à – 37 points de base au cours de la période sous revue. L'excédent de liquidité a augmenté de quelque 6 milliards d'euros pour ressortir à 1 904 milliards environ.

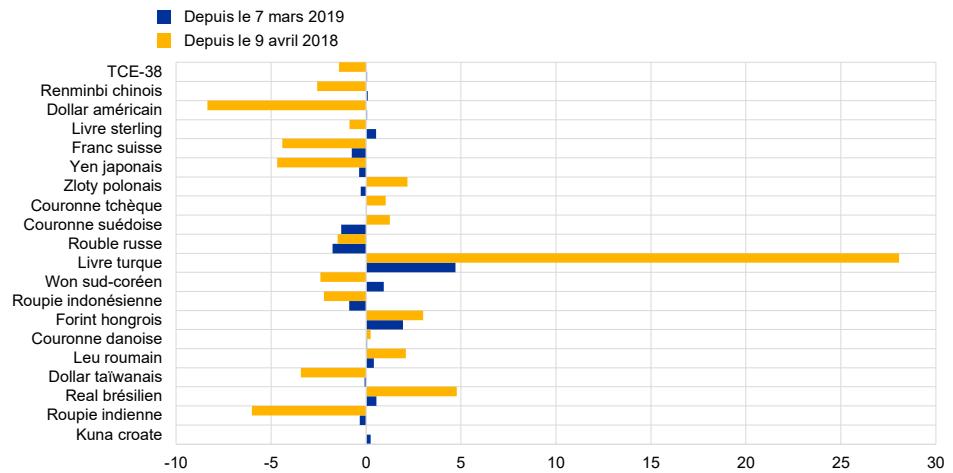
La courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est déplacée vers le bas au cours de la période sous revue. Ce déplacement vers le bas a atteint un maximum à 15 points de base environ pour les échéances proches de cinq ans. Dans l'ensemble, la courbe demeure inférieure à zéro pour les horizons allant jusqu'à fin septembre 2022, reflétant les anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux d'intérêt négatifs.

Sur les marchés des changes, l'euro est demeuré globalement inchangé en termes pondérés des échanges commerciaux (cf. graphique 4). Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est apprécié de 0,1 %. Cette évolution reflète un léger raffermissement de l'euro par rapport au dollar (de 0,1 %) et au renminbi chinois (de 0,1 %) ainsi qu'une appréciation plus prononcée par rapport à la livre sterling (de 0,5 %) et aux devises de la plupart des États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro (à l'exception de la couronne suédoise et du zloty polonais). Ces évolutions ont été contrebalancées en partie seulement par une dépréciation de l'euro vis-à-vis d'autres devises importantes, notamment le yen (de 0,4 %) et le franc suisse (de 0,7 %), ainsi que par rapport aux devises de certaines économies de marché émergentes.

Graphique 4

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le TCE-38 est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 9 avril 2019.

3

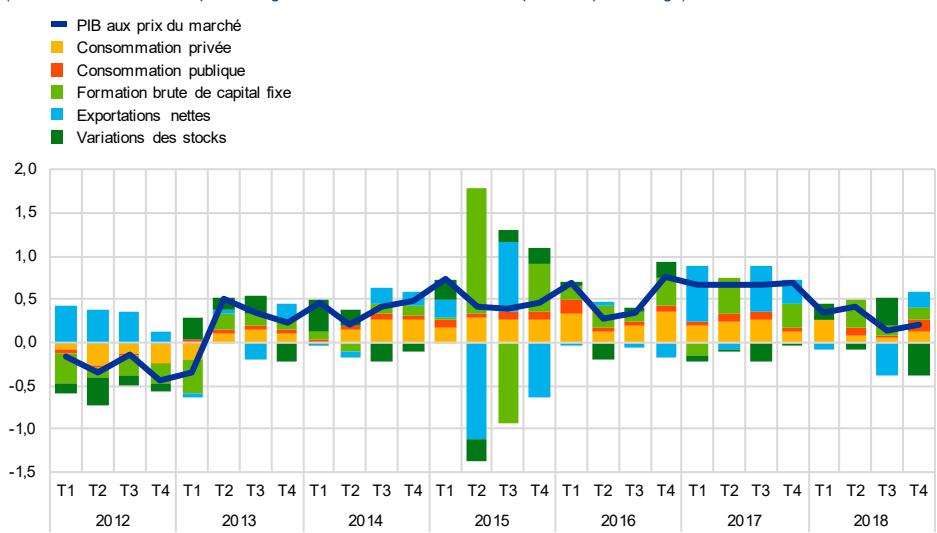
Activité économique

Le ralentissement de la croissance dans la zone euro s'est poursuivi, les nouvelles données disponibles étant dans l'ensemble plus faibles qu'attendu au premier trimestre 2019. Le PIB en volume a augmenté de 0,2 % en glissement trimestriel au dernier trimestre 2018, en légère hausse seulement par rapport au trimestre précédent, mais toujours en deçà de l'expansion économique observée au premier semestre (cf. graphique 5). La demande intérieure et les exportations nettes ont apporté une contribution positive à la croissance du PIB au quatrième trimestre, tandis que la variation des stocks a eu un effet modérateur substantiel. En termes annuels, cela s'est traduit par une hausse de 1,8 % du PIB en volume en 2018, soit un taux de croissance nettement inférieur à celui de 2,4 % enregistré l'année précédente. Bien que les indicateurs économiques estimés soient restés globalement robustes par rapport à leurs moyennes de long terme, ils sont encore inférieurs aux attentes. Certaines vulnérabilités dans le secteur manufacturier et celui des biens échangeables reflètent un ralentissement de la demande extérieure qui, combiné à des facteurs spécifiques à certains secteurs et certains pays, dénote une dynamique toujours faible de la croissance au premier trimestre 2019.

Graphique 5

PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



Source : Eurostat.

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

Les dépenses de consommation ont continué d'augmenter, mais à un rythme moindre que les années précédentes. Au dernier trimestre 2018, la consommation privée a augmenté de 0,2 % en rythme trimestriel, après un taux de croissance légèrement plus faible au trimestre précédent. Les principaux facteurs à l'origine de la récente faiblesse de la consommation ont été la hausse des prix du pétrole au premier semestre 2018, des goulets d'étranglement affectant les livraisons dans l'industrie automobile, l'incertitude macroéconomique accrue et des facteurs spécifiques à certains pays. En rythme annuel, la consommation a augmenté de 1,0 % au quatrième trimestre 2018, au même rythme qu'au trimestre précédent. La croissance

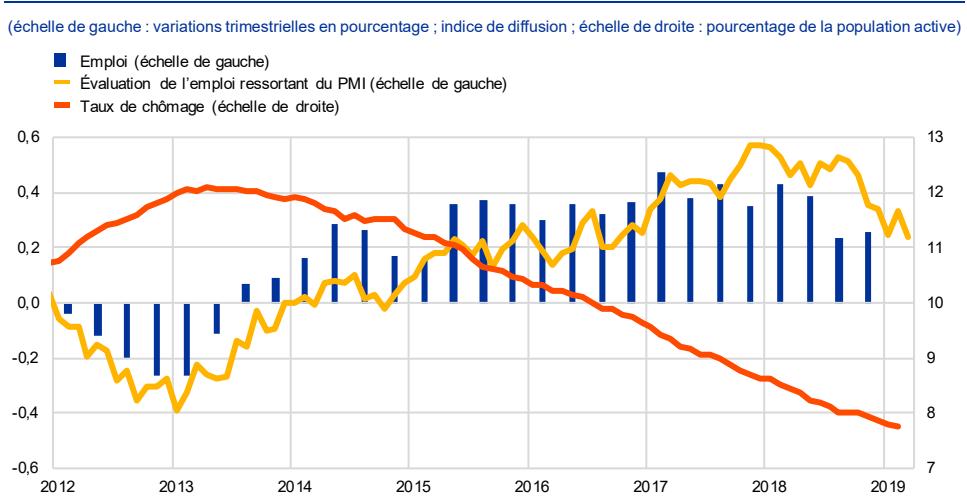
annuelle du revenu disponible réel des ménages s'est accentuée, passant de 1,5 % au troisième trimestre 2018 à 1,7 % au quatrième trimestre. Le revenu disponible continue d'être principalement soutenu par la croissance régulière des revenus du travail, reflétant la robustesse du marché du travail. En conséquence, le taux d'épargne (en moyenne mobile sur quatre trimestres) s'est accru, passant de 12,0 % au troisième trimestre 2018 à 12,1 % au quatrième trimestre.

Les marchés du travail de la zone euro restent robustes, malgré un certain ralentissement. L'emploi a augmenté de 0,3 % au dernier trimestre 2018, après une hausse de 0,2 % au troisième trimestre. Globalement, l'emploi s'est accru de 1,5 % en 2018. La croissance de l'emploi s'est légèrement modérée au second semestre 2018, mais reste robuste par rapport aux évolutions de la croissance du PIB. La hausse continue de l'emploi, conjuguée à un fléchissement de la croissance du PIB en 2018, a entraîné un ralentissement de la croissance de la productivité, après un léger redressement en 2017. Cela pourrait refléter en partie le fait que les ajustements de l'emploi suivent généralement avec un certain retard les variations de la production. Cela indique peut-être que les entreprises sont prudentes dans leurs décisions de recrutement, en partie en raison de la flexibilité limitée s'agissant des ajustements des contrats de travail de longue durée.

Les récents indicateurs à court terme du marché du travail continuent de faire état d'une croissance de l'emploi positive, mais se modérant au premier trimestre 2019. Le taux de chômage de la zone euro s'est inscrit à 7,8 % en janvier et en février, après 7,9 % au dernier trimestre 2018. Cette évolution, de même que les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs à l'emploi, va dans le sens d'une poursuite de la croissance de l'emploi, mais à un rythme plus modéré qu'avant.

Graphique 6

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



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 mars 2019 pour le PMI et à février 2019 pour le taux de chômage.

La consommation privée devrait continuer d'augmenter à des rythmes soutenus. Les données récentes relatives au commerce de détail et aux nouvelles

immatriculations de voitures particulières font état d'une croissance continue des dépenses de consommation au premier trimestre 2019. Les derniers résultats d'enquête vont dans le sens d'une poursuite de la croissance de l'emploi, mais à un rythme plus modéré. Cette évolution devrait continuer de soutenir le revenu des ménages, et donc les dépenses de consommation. De plus, le patrimoine net des ménages a continué d'augmenter au quatrième trimestre 2018, apportant ainsi un soutien supplémentaire à la consommation privée. Conjointement, ces facteurs devraient expliquer pourquoi la confiance des consommateurs s'est en partie redressée au premier trimestre 2019 par rapport à son recul de 2018 et a continué de s'inscrire à un niveau bien supérieur à sa moyenne de long terme.

Les investissements des entreprises se sont modérés au quatrième trimestre 2018 et les indicateurs à court terme font état d'un éventuel nouveau ralentissement au premier trimestre 2019. Bien qu'elle soit restée positive, la croissance trimestrielle de l'investissement hors construction a diminué, revenant de 1,0 % au troisième trimestre 2018 à 0,4 % au quatrième trimestre 2018. Les indicateurs à court terme disponibles pour le premier trimestre 2019 font également état d'un ralentissement de la croissance. Par rapport au quatrième trimestre 2018, les données disponibles pour le premier trimestre 2019 font état d'une baisse de la production de biens d'équipement. Cette évolution reflète également le recul enregistré par la confiance dans l'industrie ainsi qu'une volatilité financière plus élevée. Dans un registre plus positif, l'utilisation des capacités de production reste élevée, indiquant des contraintes pesant sur l'offre qui pourraient rendre nécessaire un renforcement de l'investissement. Les évolutions à venir de l'investissement devraient rester modérées. À mesure de l'avancée dans le cycle économique, les investissements des entreprises devraient se ralentir parallèlement à l'affaiblissement de la demande extérieure et de la demande intérieure. Dans ce contexte, l'évaluation des carnets de commande à l'exportation et les anticipations de production dans le secteur des biens d'équipement vont jusqu'à présent dans le sens d'une faiblesse persistante en 2019. En revanche, tandis que la dynamique des profits (c'est-à-dire les ressources internes pour l'investissement) s'est ralentie, les banques ont continué de faire état d'une demande nette positive pour les prêts destinés à financer les investissements au premier trimestre 2019.

La dynamique des échanges commerciaux s'est légèrement redressée début 2019, mais cette évolution pourrait être de courte durée selon les indicateurs avancés. D'après les dernières données nominales mensuelles (relatives à janvier 2019), les exportations intra-zone euro se sont redressées de 1,5 % en glissement mensuel après une baisse de 0,6 % en décembre 2018. Les exportations hors zone euro ont augmenté à un rythme plus robuste de 0,8 %, en glissement mensuel, après 0,3 % en décembre 2018. La croissance des importations totales est restée faible en janvier 2019, à 0,3 % en glissement mensuel, après 0,1 % en décembre 2018. Les flux intra-zone euro et hors zone euro ont augmenté au même rythme. Les échanges de biens de la zone euro se sont renforcés début 2019, mais la reprise a été insuffisante pour alimenter une croissance plus forte durant le premier trimestre. Les échanges commerciaux de la zone euro devraient rester atones au premier semestre 2019.

Les derniers indicateurs économiques suggèrent un net ralentissement du rythme de l'expansion économique. La production industrielle (hors construction) a connu un rebond au premier trimestre 2019. La production a affiché des signes positifs pour la première fois depuis 2017, avec une légère hausse de 0,4 % en rythme trimestriel, contre une baisse de 1,2 % au quatrième trimestre 2018. Les données d'enquêtes font état d'un ralentissement de la dynamique de la croissance à court terme. L'indice composite des directeurs d'achat relatif à la production est ressorti en moyenne à 51,5 au premier trimestre 2019, après 52,3 au quatrième trimestre 2018. Dans le même temps, l'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne a baissé, sa moyenne ressortant à 106,0 au premier trimestre, après 108,9 au quatrième trimestre 2018. L'ESI s'est établi à un niveau supérieur à sa moyenne de long terme, mais l'indice des directeurs d'achat s'est maintenu entre le seuil de 50 (qui délimite la frontière entre expansion et contraction de l'activité) et sa moyenne de longue période de 52,9.

Cette modération reflète en partie un ralentissement de la demande extérieure, accentué par des facteurs spécifiques à certains pays et secteurs. Si l'incidence de facteurs spécifiques à certains pays et certains secteurs sur l'activité économique se dissipe, les obstacles rencontrés au niveau mondial continuent de peser sur la croissance de la zone euro, et le rebond est lent. Globalement, la croissance devrait se poursuivre à un rythme modéré.

Pour l'avenir, les mesures de politique monétaire de la BCE continueront de soutenir la demande intérieure. La consommation privée est soutenue par la bonne santé des marchés du travail et la poursuite des créations d'emplois. L'investissement immobilier résidentiel devrait continuer de s'améliorer, à la faveur de l'augmentation de la richesse des ménages. Les investissements des entreprises devraient continuer de se développer, mais à un rythme modéré, sous l'effet de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et de conditions de financement favorables. En outre, même si les perspectives d'évolution du commerce mondial ont faibli, l'expansion de l'activité mondiale devrait se poursuivre. Les résultats de la dernière campagne de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels, menée en avril 2019, montrent que les prévisions de croissance du PIB dans le secteur privé pour 2019 et 2020 ont été révisées à la baisse de 0,3 et 0,1 point de pourcentage, respectivement, par rapport à la campagne précédente réalisée fin janvier. Cependant, la prévision pour 2021 est restée inchangée à 1,4 %.

Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro restent orientés négativement. Cela reflète la persistance des incertitudes liées aux facteurs géopolitiques, à la menace protectionniste et aux vulnérabilités sur les marchés émergents.

4

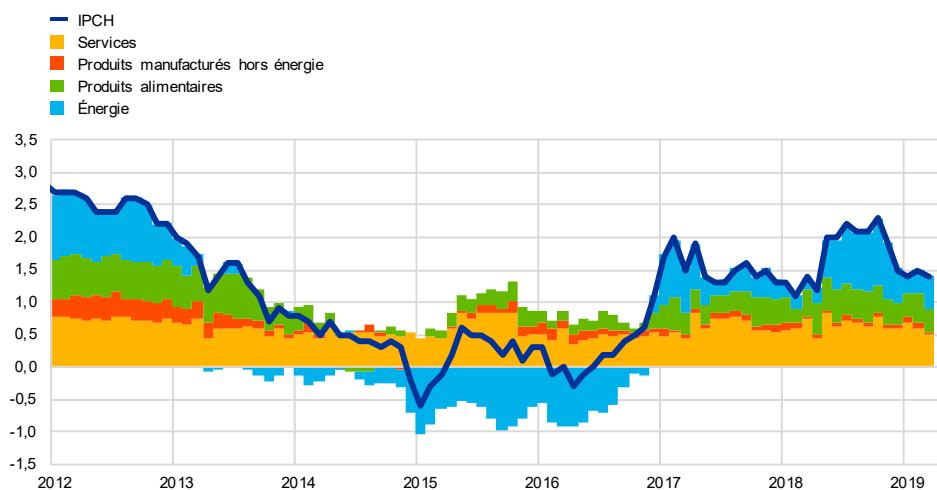
Prix et coûts

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro est revenue à 1,4 % en mars 2019, après 1,5 % en février (cf. graphique 7). Ce recul, qui est intervenu malgré l'accélération de l'inflation dans le secteur de l'énergie, reflète un ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires et, plus particulièrement, une décélération de la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires.

Graphique 7

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

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à mars 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 intitulé « 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 », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2019.)

Les mesures de l'inflation sous-jacente restent globalement modérées mais ont poursuivi leur évolution récente sans réelle tendance. Hors énergie et produits alimentaires, la hausse de l'IPCH est revenue à 0,8 % en mars après 1,0 % en février. La mesure dans laquelle cette décélération a été influencée par les évolutions de prix plus volatils, comme ceux observés pour les postes liés aux voyages et à l'habillement, ou par le calendrier des fêtes de Pâques, ne pourra être évaluée qu'après la publication de la ventilation complète de l'IPCH. D'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 supercore¹, qui ne sont disponibles que jusqu'en février, ont aussi fait état d'une poursuite des évolutions sans réelle tendance observées ces derniers mois. Néanmoins, ces mesures, statistiques ou fondées sur des modèles, sont 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 renforcement de la hausse des salaires et du redressement observé de la hausse des prix intérieurs à la production.

¹ 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.

Les tensions sur les prix le long de la chaîne d'approvisionnement pour la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH ont continué de se renforcer. Cette évolution est visible en aval de la chaîne d'approvisionnement, la hausse des prix intérieurs à la production des biens de consommation non alimentaires s'étant encore accentuée à 1,1 % en février, son plus haut niveau depuis mars 2012 et le double de sa moyenne historique. La hausse des prix à l'importation pour les biens de consommation non alimentaires a également continué de se renforcer en février, s'établissant à 1,2 % après 0,8 % en janvier. En amont de la chaîne des prix, les tensions sur les prix se sont légèrement redressées ; les variations annuelles en pourcentage des prix du pétrole et des matières premières non pétrolières sont redevenues positives en février et ont continué à augmenter en mars.

Les évolutions récentes de la croissance des salaires continuent d'aller 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 établie à 2,2 % au quatrième trimestre 2018, demeurant supérieure à sa moyenne de long terme. Le recul par rapport au trimestre précédent (2,5 %) est lié à des paiements exceptionnels au cours du trimestre. La croissance des salaires négociés ayant continué d'augmenter, atteignant 2,2 % au quatrième trimestre 2018 après 2,1 % au troisième trimestre, la croissance de la rémunération par tête s'est ralentie comme le reflète la diminution du glissement conjoncturel des salaires. 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 de tensions sur le marché du travail.

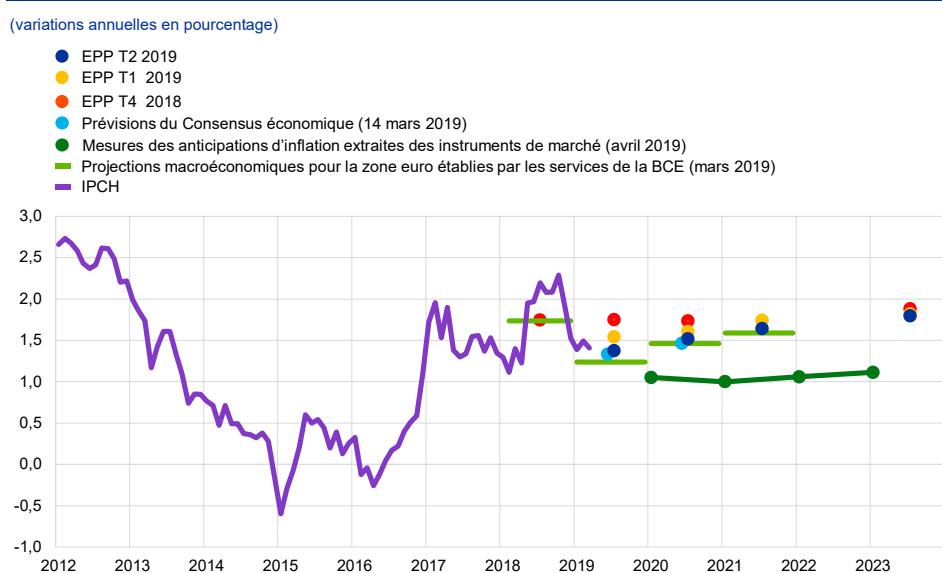
L'incidence sur l'évolution globale des prix intérieurs des tensions croissantes sur les coûts de main-d'œuvre a été amortie par les marges bénéficiaires. Les tensions sur les prix indiquées par les coûts unitaires de main-d'œuvre ont continué de s'intensifier au quatrième trimestre 2018, reflétant principalement un ralentissement continu de la croissance de la productivité du travail. Cela étant, la variation annuelle en pourcentage du déflateur du PIB est demeurée relativement stable, entre 1,3 % et 1,5 %, en 2018, le ralentissement global de la dynamique conjoncturelle de l'économie, associé à une détérioration des termes de l'échange (liée principalement aux hausses passées des prix du pétrole), ayant pesé sur l'évolution des marges bénéficiaires.

Les anticipations d'inflation à long terme extraites des instruments de marché se sont inscrites en baisse, tandis que les anticipations tirées d'enquêtes sont restées stables. Le taux des swaps indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'est établi à 1,36 %, 15 points de base environ au-dessous du niveau enregistré début mars (cf. graphique 8). Malgré son nouveau recul, qui poursuit une tendance à la baisse observée à partir de novembre 2018, la probabilité neutre au risque d'une inflation moyenne négative au cours des cinq prochaines années ressortant des marchés d'options sur l'inflation reste négligeable. Toutefois, le profil anticipé des mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché continue d'indiquer une période prolongée de faible inflation avec un retour seulement très progressif à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Les résultats de l'enquête

menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le deuxième trimestre 2019 indiquent des anticipations d'inflation totale moyennes de 1,4 % en 2019, 1,5 % en 2020 et 1,6 % en 2021. Cela représente des révisions à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour chacune de ces années par rapport à la précédente campagne d'enquête, principalement imputables à une détérioration des perspectives de croissance et à des évolutions baissières surprenantes des résultats observés récemment pour l'inflation. D'après l'EPP, les anticipations moyennes d'inflation à plus long terme sont restées inchangées à 1,8 %.

Graphique 8

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



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

Notes : Pour le deuxième trimestre 2019, l'EPP a été réalisée entre le 18 et le 22 mars 2019. La courbe établie à partir des données de marché se base sur le taux d'inflation au comptant à un an et sur les taux anticipés à un an dans 1 an, dans 2 ans, dans 3 ans et dans 4 ans. Pour l'inflation extraite des instruments de marché, les dernières observations se rapportent au 9 avril 2019.

5

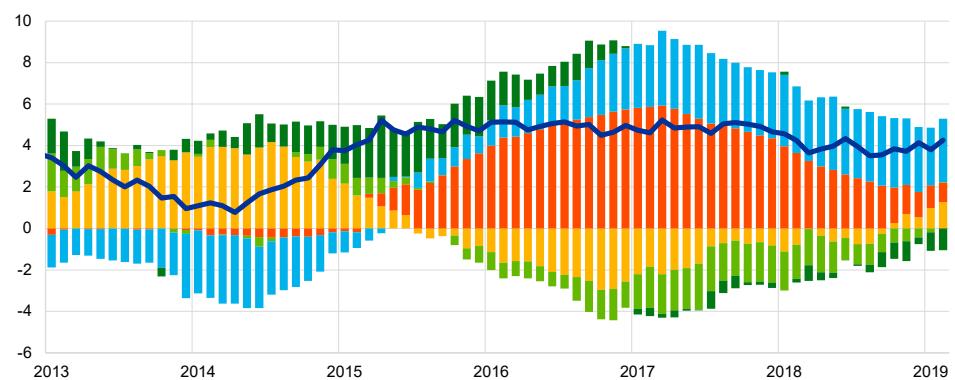
Monnaie et crédit

La croissance de la monnaie au sens large a enregistré un rebond en février. Le taux de croissance annuel de M3 s'est inscrit en hausse, à 4,3 % en février après 3,8 % en janvier, continuant ainsi d'osciller autour des taux observés depuis début 2018 (cf. graphique 9). La réduction progressive des achats nets d'actifs fin 2018 s'est traduite par un impact positif moins important du programme d'achats d'actifs (APP) sur la croissance de M3. Le taux de croissance annuel de M1, principal contributeur à la croissance de M3 du point de vue de ses composantes, a augmenté pour s'établir à 6,6 % en février (après 6,2 % en janvier). Dans la mesure où la croissance de M1 en termes réels tend à être en avance d'un an environ sur la croissance du PIB en volume (cf. encadré 4), ces évolutions sont cohérentes avec le récent ralentissement de l'activité économique réelle. Pour l'avenir, le niveau actuel de la croissance de M1 en termes réels indique une faible probabilité de récession dans la zone euro au cours de l'année à venir.

Graphique 9
M3 et ses contreparties

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

- M3
- Position extérieure nette
- Titres de créance des administrations publiques détenus par l'Eurosystème
- Créances des IFM hors Eurosystème sur les administrations publiques
- Concours au secteur privé
- Entrées au titre des engagements financiers à long terme et des autres contreparties



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 février 2019.

La croissance de M3 est demeurée robuste malgré la diminution progressive de la contribution de l'APP. Du point de vue des contreparties, 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 9), dans le contexte évoqué précédemment de réduction progressive des achats nets dans le cadre de l'APP. Jusqu'en octobre 2018, cette évolution avait été largement contrebalancée par une hausse de la contribution des concours au secteur privé (cf. les parties bleues des barres du graphique 9). Tandis que les concours au secteur privé sont restés le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large ces derniers mois, leur contribution n'a pas varié. Depuis octobre 2018, une contribution

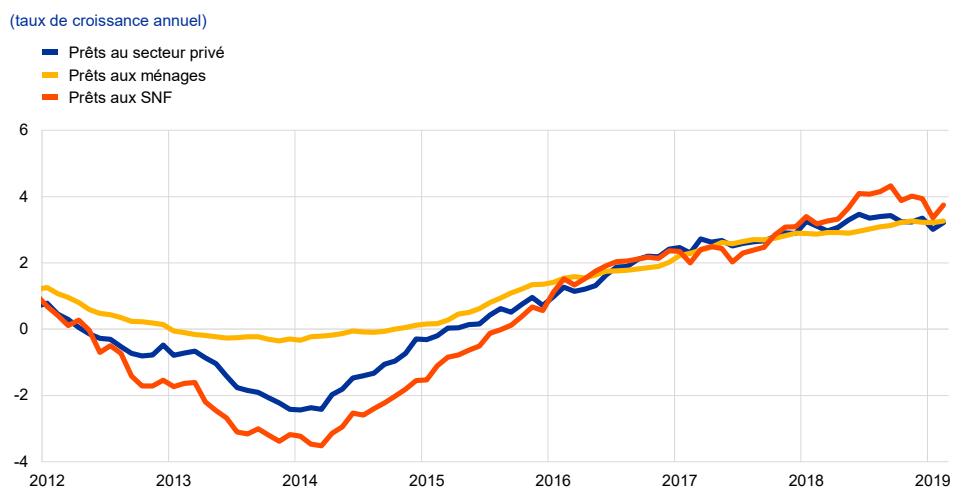
de plus en plus positive de la position extérieure nette (cf. les parties jaunes des barres du graphique 9), en raison notamment de la moindre préférence des investisseurs de la zone euro pour les actifs étrangers, ainsi qu'un frein moins important exercé par les créances des institutions financières monétaires (IFM) hors Euro système sur les administrations publiques (cf. les parties vert clair des barres du graphique 9) ont contribué à la robustesse de la croissance de M3. Dans le même temps, l'activité croissante d'émission de titres de créance à plus long terme des IFM a légèrement freiné la création monétaire (cf. les parties vert foncé des barres du graphique 9).

Après une baisse en janvier, la croissance annuelle des prêts au secteur privé a de nouveau augmenté en février. 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 hausse à 3,2 % en février, après 3,0 % en janvier (cf. graphique 10). Cette augmentation est due à un rebond du taux de croissance annuel des prêts aux SNF, qui est passé de 3,4 % en janvier à 3,7 % en février, reflétant essentiellement un effet de base. Abstraction faite de la volatilité à court terme, le taux de croissance annuel des prêts aux SNF s'est modéré au cours des derniers mois, en ligne avec la réaction décalée caractéristique du ralentissement de l'activité économique observé depuis début 2018. Dans le même temps, le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est resté stable en février, à 3,3 %. L'accentuation de la croissance des prêts a été favorisée par la forte baisse des taux débiteurs des banques dans l'ensemble de la zone euro depuis mi-2014 (notamment en raison des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE) et par l'amélioration générale de l'offre et de la demande de prêts bancaires. De plus, les banques ont réalisé des progrès en matière d'assainissement de leurs bilans, même si le volume des prêts non performants (*non-performing loans* – NPL) demeure élevé dans certains pays et pourrait peser sur l'intermédiation financière ².

² Cf. également le chapitre 3 de la « *Financial Stability Review* », BCE, novembre 2018.

Graphique 10

Prêts au secteur privé



Source : BCE.

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

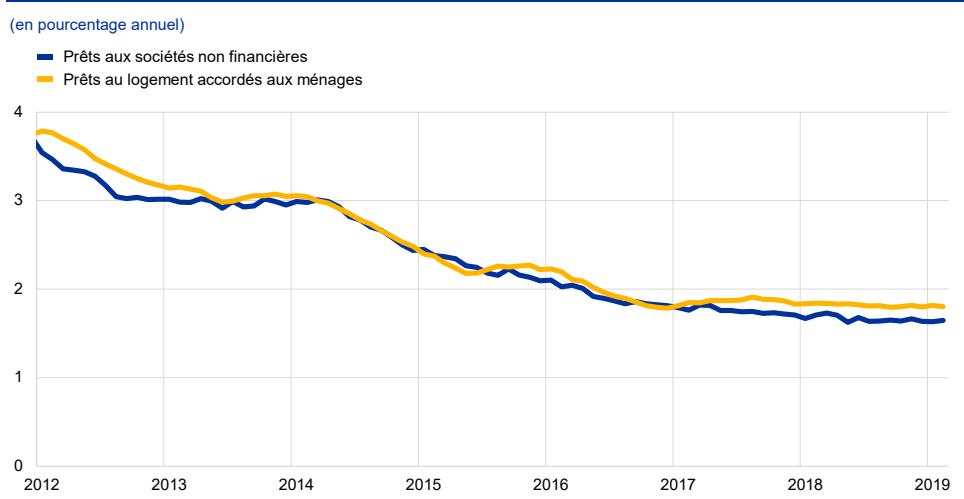
D'après l'enquête d'avril 2019 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, la croissance des prêts a continué d'être soutenue par des conditions d'octroi des prêts globalement favorables et par l'augmentation de la demande de prêts au logement. Au premier trimestre 2019, les critères d'octroi de prêts aux entreprises sont demeurés globalement inchangés, un scénario légèrement plus favorable que ne l'avaient prévu les banques au cours de la précédente campagne. Dans le même temps, les critères d'octroi de prêts aux ménages se sont durcis. Le coût des fonds propres et les contraintes de bilan des banques ont contribué au durcissement des critères d'octroi dans l'ensemble des catégories de prêts, tandis que les pressions concurrentielles ont continué de contribuer à l'assouplissement de ces critères. La demande nette de prêts des entreprises est demeurée stable au premier trimestre 2019 après avoir augmenté depuis le deuxième trimestre 2015, soutenue principalement par la faiblesse générale des taux d'intérêt. Dans le même temps, la demande nette de prêts au logement a continué d'augmenter au premier trimestre 2019, également sous l'effet principalement de la faiblesse générale des taux d'intérêt. Les banques de la zone euro ont de nouveau confirmé que le programme d'achats d'actifs avait eu une incidence positive sur leur situation de liquidité et sur les conditions du financement de marché, mais négative sur leur rentabilité au cours des six derniers mois, incluant les achats net d'actifs de l'Eurosystème jusqu'en décembre 2018. L'APP a eu un effet d'assouplissement sur les modalités et conditions de crédit, et un impact positif sur les volumes de prêts. En outre, malgré un impact négatif sur le produit net d'intérêts des banques, le taux négatif de la facilité de dépôt de la BCE a continué à soutenir l'activité de prêt.

Les taux débiteurs très favorables ont continué de soutenir la croissance économique de la zone euro. En février 2019, le taux d'intérêt composite des prêts bancaires aux SNF est demeuré globalement stable, à 1,65 %, niveau proche de son point bas historique observé en mai 2018. Le taux d'intérêt composite sur les prêts au logement est demeuré stable en février, à 1,80 %, niveau également proche de son

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

Graphique 11

Taux débiteurs bancaires composites appliqués aux SNF et aux ménages



Source : BCE.

Notes : Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agrégant les taux à court terme et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. La dernière observation se rapporte à février 2019.

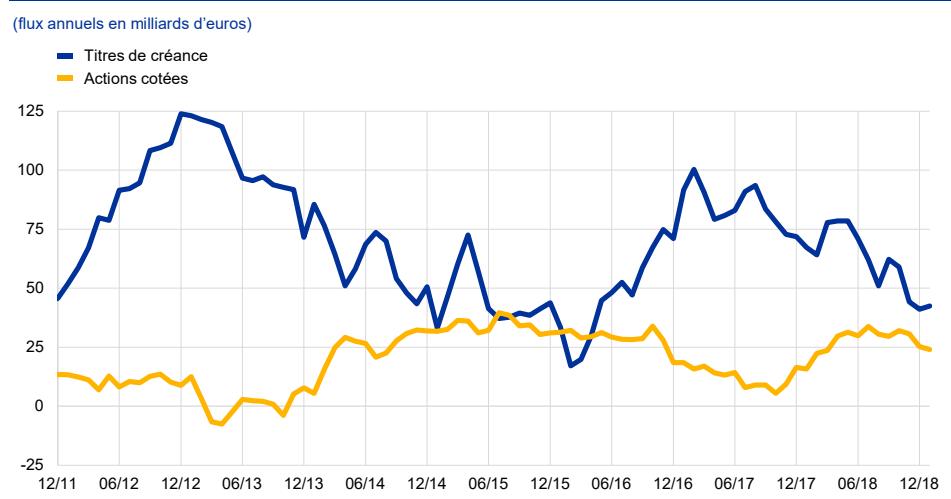
En janvier 2019, les émissions nettes de titres de créance par les SNF de la zone euro ont récupéré une partie de la baisse enregistrée au dernier trimestre 2018.

Les dernières données de la BCE montrent qu'en janvier 2019, le flux total de titres de créance émis par les SNF, en termes nets, est redevenu positif après avoir été négatif au cours des deux derniers mois de 2018. Cette évolution est conforme aux profils saisonniers observés ces dernières années, dans lesquels les émissions en début d'année ont eu tendance à enregistrer un rebond après une période de faiblesse au cours des derniers mois de l'année précédente. Dans une perspective davantage axée sur le moyen terme (cf. graphique 12), les flux annuels de titres de créance ont été légèrement supérieurs à 40 milliards d'euros en janvier 2019, niveau proche de celui auquel les flux annuels de titres de créance semblent s'être établis depuis novembre 2018. Les données de marché disponibles suggèrent que les flux nets de titres de créance émis ont continué d'être relativement importants en février avant de se modérer en mars 2019, demeurant toutefois positifs. En janvier 2019, les émissions nettes totales d'actions cotées par les SNF ont continué de diminuer depuis le pic qu'elles avaient récemment atteint à l'été 2018.

Néanmoins, les flux annuels d'émissions nettes d'actions cotées sont demeurés élevés et proches des niveaux enregistrés en 2014.

Graphique 12

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



Source : BCE.

Notes : Chiffres mensuels fondés sur une période glissante de 12 mois. La dernière observation se rapporte à janvier 2019.

Les coûts de financement des SNF de la zone euro ont légèrement diminué en janvier 2019 par rapport au niveau enregistré à la fin de l'année précédente.

Le coût nominal total du financement externe des SNF, qui comprend le crédit bancaire, l'émission de dette sur le marché et le financement par émission d'actions a diminué pour s'établir à 4,7 % en janvier, et devrait encore avoir baissé de manière significative en février et en mars 2019. En mars 2019, le coût du financement s'établit, selon les estimations, à seulement 16 points de base au-dessus du point bas historique de décembre 2014 et très au-dessous des niveaux observés à l'été 2014. La baisse estimée du coût du financement depuis la fin du quatrième trimestre 2018 reflète la diminution du coût des fonds propres ainsi que celle du coût de l'endettement de marché. L'évolution de ces deux mesures s'explique essentiellement par la diminution du taux sans risque à long terme et, dans une mesure un peu moindre, par celle des primes de risque.

Encadrés

1 Que signale la maturité du cycle de la tech pour l'économie mondiale ?

Marcel Tirpák

L'arrivée à maturité du cycle de la tech a été l'un des facteurs à l'origine du fort ralentissement des échanges commerciaux de la Chine fin 2018-début 2019.

La thèse du cycle de la tech repose sur le fait que la Chine ainsi que d'autres grandes économies asiatiques, y compris le Japon, sont fortement intégrées *via* des chaînes d'approvisionnement concentrées, en particulier dans la production d'ordinateurs et d'autres appareils électroniques – le secteur de la tech³. L'arrivée à maturité du cycle de la tech pourrait refléter plusieurs facteurs : elle pourrait être associée à des facteurs plus structurels spécifiques au secteur, comme la possibilité d'une augmentation du taux de saturation sur le marché mondial pour les smartphones et les nouveaux centres de données ; elle pourrait être liée aux mini-cycles associés au lancement de nouveaux modèles de produits technologiques ; ou elle pourrait signaler, plus généralement, un retournement du cycle économique mondial.

Le présent encadré étudie les caractéristiques essentielles du secteur de la technologie en Asie et montre qu'il a joué un rôle important dans la récente faiblesse des échanges commerciaux de la Chine. Dans le même temps, l'encadré montre également que la tendance du cycle de la tech au niveau mondial associée au ralentissement des échanges commerciaux en Asie pourrait avoir atteint un plancher.

La faiblesse des importations de marchandises en provenance d'autres grandes économies asiatiques explique une part substantielle du ralentissement des importations chinoises ces derniers mois (cf. graphique A).

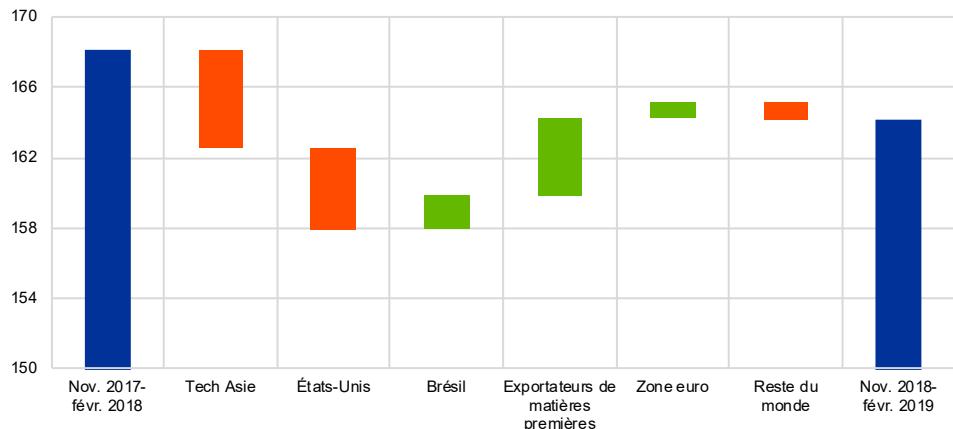
Les importations en provenance des États-Unis ont également diminué, notamment parce que les droits de douane imposés à titre de représailles sur le soja ont réorienté la demande chinoise de soja vers le Brésil. Dans le même temps, la Chine a fortement augmenté ses importations de différentes matières premières, y compris de pétrole brut.

³ Pour les besoins du présent encadré, « secteur de la tech » est utilisé pour faire référence à la fabrication d'ordinateurs, d'appareils électroniques et électriques.

Graphique A

Importations chinoises par pays exportateurs et par régions exportatrices

(en milliards de dollars)



Sources : Douanes chinoises via Haver Analytics et calculs de la BCE.

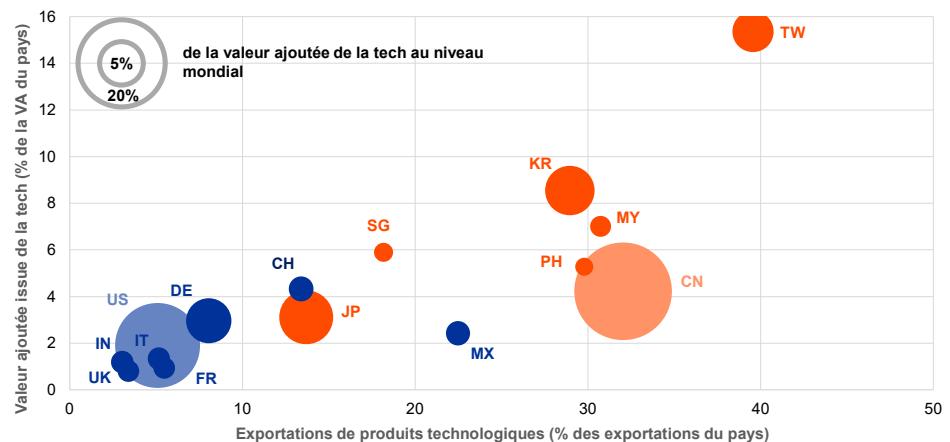
Notes : Le total des importations nominales chinoises est représenté par les barres bleues et les pays exportateurs et les régions exportatrices par les barres rouges et vertes. Les importations chinoises en provenance des différents pays et régions entre la première et la deuxième période sont représentées par les barres rouges (diminution) et vertes (augmentation). « Tech Asie » représente le Japon, la Corée, la Malaisie, Singapour, Taiwan, la Thaïlande et le Vietnam. Les « exportateurs de matières premières » recouvrent toutes les économies émergentes exportatrices de matières premières, ainsi que l'Australie, le Canada, la Nouvelle-Zélande et la Norvège.

La Chine ainsi que d'autres économies asiatiques sont spécialisées dans la production du secteur de la tech et satisfont environ la moitié de la demande mondiale en produits technologiques. La Chine seule représente plus d'un quart de la valeur ajoutée mondiale du secteur. La structure des économies asiatiques, à l'exception notable de l'Inde, qui est spécialisée dans les services informatiques, privilégie la production de biens technologiques. Ce secteur représente, en moyenne, 7 % environ de la valeur ajoutée totale de la région. Le degré de spécialisation dans la production du secteur de la tech, déjà élevé, est encore plus prononcé si l'on s'intéresse aux exportations, où les produits technologiques représentent, en moyenne, plus d'un quart des biens exportés par la région (cf. graphique B). L'Asie domine le secteur de la tech dans une perspective mondiale : elle représente environ la moitié de la valeur ajoutée mondiale du secteur et plus des deux tiers des exportations mondiales de ce secteur. Les exportations asiatiques de produits technologiques représentent 10 % du total des échanges mondiaux.

Graphique B

La spécialisation dans le secteur de la tech est commune à toutes les économies asiatiques

(en pourcentage ; indice : 2015)



Sources : OCDE et calculs de la BCE.

Notes : Le « secteur de la tech » correspond à « Ordinateurs, appareils électroniques et électriques » (D26T27) de la base de données relatives aux Échanges en Valeur Ajoutée de l'OCDE. La taille des bulles dans le graphique se rapporte à la part relative de la valeur ajoutée du secteur de la tech d'un pays dans la valeur ajoutée de ce secteur au niveau mondial. Les pays d'Asie sont représentés en rouge.

La chaîne d'approvisionnement du secteur de la tech en Asie relie les économies avancées et les marchés émergents, la Chine étant le producteur le plus important de produits finaux. Le Japon et la Corée sont positionnés en amont de la chaîne d'approvisionnement et, avec Taïwan, sont spécialisés dans la production de semi-conducteurs et de puces. La Chine reste le principal assembleur de produits finaux malgré une forte baisse de l'intensité en importations. Le contenu en importations de sa production de biens technologiques qui est ensuite exportée, est revenu à 27 % en 2015, après 40 % juste une décennie plus tôt, indiquant une moindre dépendance vis-à-vis des biens intermédiaires issus de fournisseurs de la région. La position relative d'un pays dans la chaîne d'approvisionnement détermine si les évolutions macroéconomiques domestiques peuvent fournir des signaux utiles pour les évolutions mondiales également.

Si le cycle de la tech mondial s'est retourné début 2018, un ralentissement ordonné suivi d'une certaine stabilisation semble le scénario le plus probable pour les prochains mois. Les récents indicateurs du cycle de la tech montrent un ralentissement de ce cycle au niveau mondial (cf. graphique C). Toutefois, certains signes laissent présager une stabilisation au cours de la période à venir.

Premièrement, les anticipations des marchés financiers relatives aux évolutions sectorielles dans la région – dont l'indice des semi-conducteurs de la Bourse de Philadelphie donne une approximation (cf. graphique C, ligne rouge) – laissent supposer qu'un plancher pourrait être atteint cette année, après la baisse enregistrée en 2018. Deuxièmement, si l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier est demeuré inférieur au seuil de 50 délimitant la frontière entre expansion et contraction, le rythme de la baisse enregistrée par cet indice ces derniers mois a été nettement moins marqué qu'au premier semestre 2018. Bien qu'il couvre un éventail plus large de

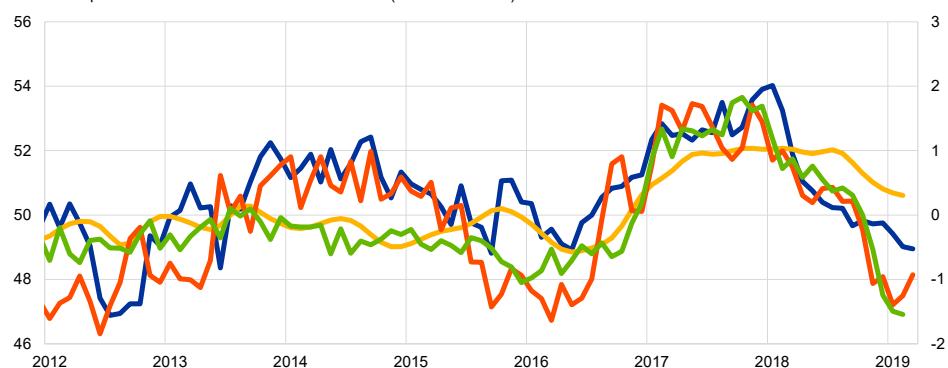
produits exportés, il affiche aussi une corrélation assez élevée avec les prix des actions du secteur et pourrait dès lors conforter les indications d'une stabilisation du secteur de la tech au niveau mondial. Et troisièmement, les exportations coréennes de semi-conducteurs – souvent utilisées comme un autre indicateur avancé de l'activité dans le secteur de la tech – ont récemment montré des signes de stabilisation. Des indices plus larges de l'activité dans le secteur de la technologie, qui sont publiés avec un décalage un peu plus important et incluent l'indice Tech Pulse américain, ainsi que le commerce mondial des composants électroniques suggèrent également un certain essoufflement de la dynamique de croissance du secteur. Globalement, donc, le retournement du cycle de la tech mondial semble refléter en partie une période exceptionnellement dynamique en 2017, liée à un investissement substantiel dans l'augmentation des capacités des centres de données au niveau mondial. Malgré un degré d'incertitude élevé, un atterrissage en douceur semble actuellement le scénario le plus probable.

Graphique C

Suivi du « cycle de la tech » mondial

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

- Indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation (échelle de gauche)
- Indice Tech Pulse américain (échelle de droite)
- Indice des semi-conducteurs de la Bourse de Philadelphie (échelle de droite)
- Exportations coréennes de semi-conducteurs (échelle de droite)



Sources : Markit, Thomson Financial Datastream, FRED, KITA et calculs des services de la BCE.

Notes : Les variations annuelles en pourcentage pour l'indice Tech Pulse américain, l'indice des semi-conducteurs de la Bourse de Philadelphie et les exportations coréennes de semi-conducteurs font l'objet d'un ajustement moyenne-variance. Les dernières observations se rapportent à mars 2019 (indice des directeurs d'achat, indice des semi-conducteurs de la Bourse de Philadelphie) et à février 2019 (indice Tech Pulse américain, exportations coréennes de semi-conducteurs).

2

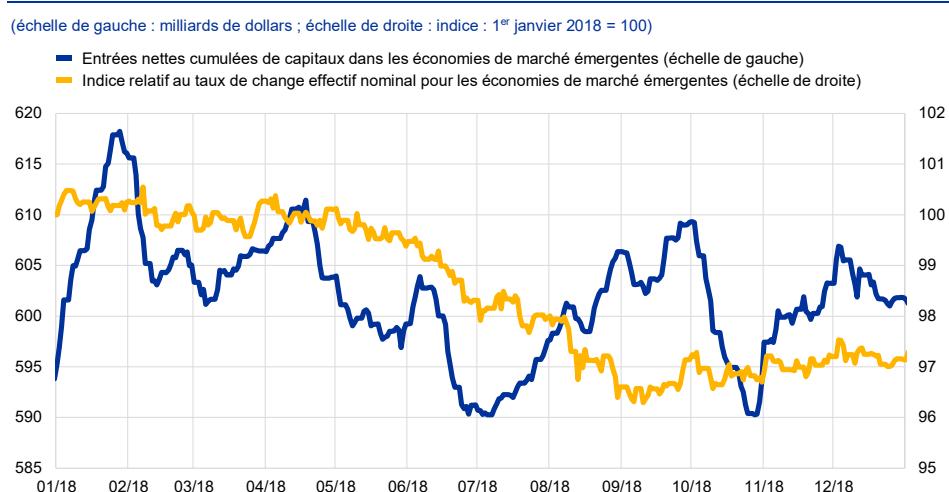
Les devises des marchés émergents : le rôle du risque mondial, du dollar et des facteurs domestiques

Massimo Ferrari

L'évolution des taux de change vis-à-vis du dollar est un facteur important qui façonne les perspectives des économies de marché émergentes, dont une large part des crédits, des échanges commerciaux et de la dette est libellée en dollars. Des fluctuations sévères des taux de change des économies de marché émergentes sont généralement liées à des sorties de capitaux, un resserrement des conditions de financement et une instabilité financière accrue. Les déterminants de ces mouvements sont cependant difficiles à isoler, car les facteurs domestiques et mondiaux déterminent conjointement la force relative de ces devises. Cet encadré présente une méthodologie pour distinguer les quatre principaux facteurs à l'origine des fluctuations des taux de change des économies de marché émergentes : les retombées des chocs américains, l'appétence pour le risque au niveau mondial, l'effet taux d'intérêt et les chocs intérieurs spécifiques. On utilise cette méthodologie pour analyser les facteurs à l'origine de la forte dépréciation des devises des économies de marché émergentes observée en 2018 et du redressement qui a suivi.

Graphique A

Évolution des entrées nettes de capitaux et des taux de change des économies de marché émergents



Sources : BCE, Institute of International Finance, JP Morgan et calculs de la BCE.

Notes : L'indice relatif au taux de change sur les marchés émergents correspond au taux de change effectif nominal pour les marchés émergents calculé par JP Morgan, qui est une moyenne pondérée des taux de change enregistrés sur ces marchés. La dernière observation se rapporte au 31 décembre 2018.

Entre janvier et août 2018, les devises des économies de marché émergents se sont fortement dépréciées. Ces devises ont enregistré d'importantes cessions, associées à des sorties de capitaux et à une volatilité accrue sur les marchés financiers, au cours des huit premiers mois de 2018 (cf. graphique A). L'indice composite relatif aux taux de change effectifs nominaux de ces devises a reculé de 3,6 % entre janvier et août 2018, tandis que les taux de change bilatéraux vis-à-vis du dollar ont réagi beaucoup plus fortement, reculant dans certains cas de plus

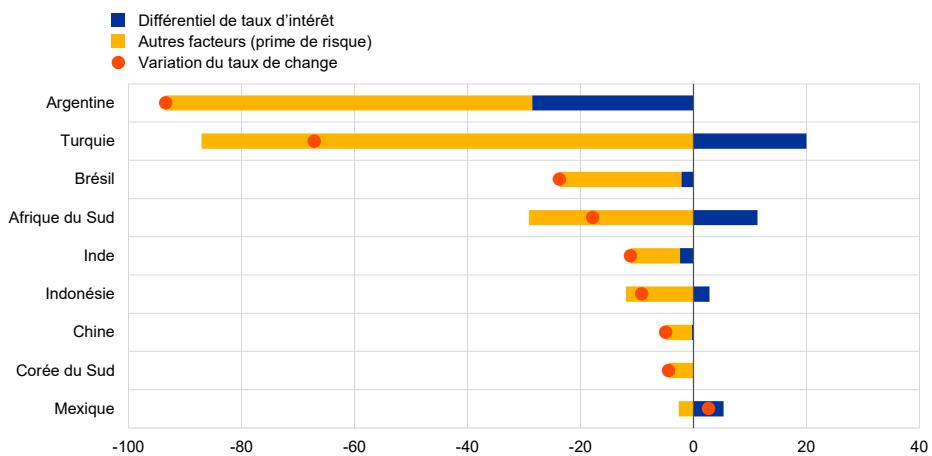
de 20 %. Les fluctuations sévères enregistrées sur les marchés financiers dans certains pays ont constitué une menace pour la stabilité financière, avec des retombées potentielles pour les économies avancées. Les importantes dépréciations de devises ont également accru les coûts de financement pour les économies de marché émergentes, dont les systèmes financiers lèvent généralement des liquidités en dollars, abaissant ainsi les perspectives de croissance économique.

Les différentiels de taux d'intérêt ne suffisent pas à expliquer les évolutions des taux de change. Le concept théorique de parité des taux d'intérêt non couverte postule que les différentiels de taux d'intérêt déterminent les évolutions des taux de change. Selon ce concept, les évolutions en termes de différence de taux d'intérêt entre deux pays déterminent la variation du taux de change bilatéral, la devise à haut rendement se déprécient par rapport à la devise à faible rendement. En pratique, toutefois, une grande partie des fluctuations de taux de change ne s'explique pas par les différentiels de taux d'intérêt et est souvent attribuée aux variations de la prime de risque⁴. La prime de risque est corrélée à divers facteurs économiques qui ne sont pas correctement pris en compte dans les différentiels de taux d'intérêt à court terme, notamment, par exemple, les mesures de l'appétence pour le risque des investisseurs ou la volatilité de marché. Les différentiels de taux d'intérêt expliquent en effet très peu les variations des taux de change des économies de marché émergentes contre le dollar enregistrées en 2018 (cf. graphique B).

Graphique B

Contribution des différentiels de taux d'intérêt et d'autres facteurs aux fluctuations des taux de change vis-à-vis du dollar

(en points de pourcentage)



Sources : Haver Analytics, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, Global Financial Data et calculs de la BCE. Notes : Les barres bleues indiquent les contributions des différentiels de taux d'intérêt à la variation des taux de change bilatéraux vis-à-vis du dollar (exprimée en dollars par unité de monnaie locale) de janvier à août 2018. Les contributions sont calculées à partir d'une régression des variations quotidiennes du taux de change bilatéral sur les différentiels de taux d'intérêt entre le pays concerné et les États-Unis. Le taux d'intérêt utilisé est le taux du marché monétaire à court terme. La composante « autres facteurs » correspond au résidu de cette régression. La dernière observation se rapporte au 31 août 2018.

⁴ Cf. par exemple Fama (E.F.), « *Forward and spot exchange rates* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 14, n° 3, 1984, p. 319-338 ; Evans (M.), « *Exchange-Rate Dark matter* », *Working Papers*, Georgetown University, 2012 ; ou Engel (C.), Nelson (M.) et West (K.), « *Factor Model Forecasts of Exchange Rates* », *Econometric Reviews*, vol. 34(1-2), 2015, p. 32-55.

Un modèle qui augmente la régression de taux d'intérêt standard des mesures de l'appétence pour le risque au niveau mondial et des facteurs américains apporte une meilleure compréhension des déterminants des fluctuations des devises. Outre les taux d'intérêt, deux facteurs essentiels sont à l'origine des fluctuations des devises des économies de marché émergentes : les variations de l'appétence pour le risque au niveau mondial et les retombées des évolutions aux États-Unis. L'appétence pour le risque au niveau mondial affecte les devises parce qu'une appétence pour le risque plus élevée des intervenants de marché provoque des entrées de capitaux sur les marchés émergents, qui se traduisent par une appréciation des taux de change. La place unique occupée par le dollar dans le système monétaire international joue également un rôle important. Lorsque le dollar est fort, ce qui arrive en période de dynamique de croissance économique positive et de taux d'intérêt élevés dans l'économie américaine, les capitaux quittent les marchés émergents pour les États-Unis, et les devises des marchés émergents se déprécient. Il s'agit d'un canal par lequel les chocs américains se transmettent aux économies de marché émergentes.

Verdelhan (2018)⁵ propose un dispositif simple pour évaluer l'importance relative de chacun des deux facteurs à l'origine des fluctuations des devises des économies de marché émergentes⁶. Le modèle standard dans lequel les variations des taux de change sont liées aux différentiels de taux d'intérêt est augmenté de deux composantes. L'une d'elles, que l'on peut qualifier de « facteur dollar », vise à identifier l'effet des évolutions aux États-Unis sur les devises des économies de marché émergentes. Elle est ajoutée en insérant une composante dans la régression qui mesure la variation moyenne des taux de change des marchés émergents vis-à-vis du dollar. Puisqu'on peut s'attendre à ce qu'un choc purement américain exerce un effet similaire sur l'ensemble des taux de change bilatéraux du dollar, examiner les variations communes à un certain nombre de ces taux de change devrait révéler les chocs spécifiques au dollar⁷. La seconde composante explique les fluctuations liées au risque des devises des marchés émergents qui ne découlent pas directement des chocs américains et est généralement appelée « facteur de portage » (« *carry factor* ») dans la littérature. Elle se définit comme la différence entre les variations du taux de change des devises à haut rendement et celles des devises à faible rendement. Lorsque les investisseurs s'engagent dans des opérations de portage (*carry trades*) – c'est-à-dire qu'ils vendent des actifs libellés en devises à faible rendement pour acheter des actifs libellés en devises à haut rendement – ils sont exposés aux risques mondiaux *via* le taux de change. En effet, les devises à taux d'intérêt élevés ont tendance à se déprécier durant les périodes de ralentissement économique ou d'aversion pour le risque. Ainsi, lorsque le risque mondial augmente, la différence de rendement des taux de change entre les deux portefeuilles s'accentue, rendant de façon mécanique cette composante fortement corrélée avec le

⁵ Verdelhan (A.), « *The Share of Systemic Variation in Bilateral Exchange Rates* », *Journal of Finance*, vol. 73, n° 1, 2018.

⁶ Ce modèle est conçu pour analyser les monnaies flottantes des pays où la mobilité des capitaux est libre. À l'évidence, si le taux de change est contrôlé (par exemple, s'il est ancré au dollar), ses variations ne peuvent être directement expliquées par les évolutions macroéconomiques.

⁷ On préfère une simple moyenne des taux de change bilatéraux au taux de change effectif nominal du dollar, car celui-ci peut être influencé par des chocs affectant les taux de change bilatéraux de grands partenaires commerciaux des États-Unis.

risque mondial. Ajouter ces deux variables au modèle de référence accroît considérablement la part de la variation des devises des économies de marché émergentes pouvant être expliquée⁸. L'élément résiduel qui n'est pas expliqué par ces facteurs mondiaux ou américains reflète des évolutions spécifiques à chaque pays. Il peut inclure des évolutions qui ne sont pas appréhendées dans leur totalité par les taux des marchés monétaires à court terme, tels que l'instabilité politique au plan national, les modifications des anticipations relatives à la trajectoire future de l'économie nationale ou le sentiment des marchés envers la devise.

Ce modèle suggère que les cessions observées au cours des huit premiers mois de 2018 ont été essentiellement provoquées par les retombées en provenance des États-Unis et l'accentuation de l'aversion pour le risque au niveau mondial (cf. graphique C). Au cours de la période s'achevant en août 2018, la décomposition met en lumière deux facteurs principaux à l'origine de la dépréciation des devises des économies de marché émergentes vis-à-vis du dollar : les retombées des chocs affectant les États-Unis et le risque mondial. Ce résultat est en ligne avec le durcissement des conditions financières enregistré sur les marchés émergents et la hausse des rendements américains observée à la même période. La Turquie et l'Argentine, où les tensions politiques intérieures sont susceptibles d'avoir été les principaux facteurs des fluctuations du taux de change, sont des exceptions notables. Le modèle montre également que les politiques monétaires nationales – qui visent à accroître les différentiels de taux d'intérêt vis-à-vis des États-Unis – ont été largement incapables d'amortir les effets des facteurs mondiaux et américains tirant des devises vers le bas.

⁸ Les régresseurs supplémentaires portent l'adéquation en échantillon du modèle de 0,02 % à 27 % sur l'échantillon total et à près de 40 % s'agissant des économies avancées.

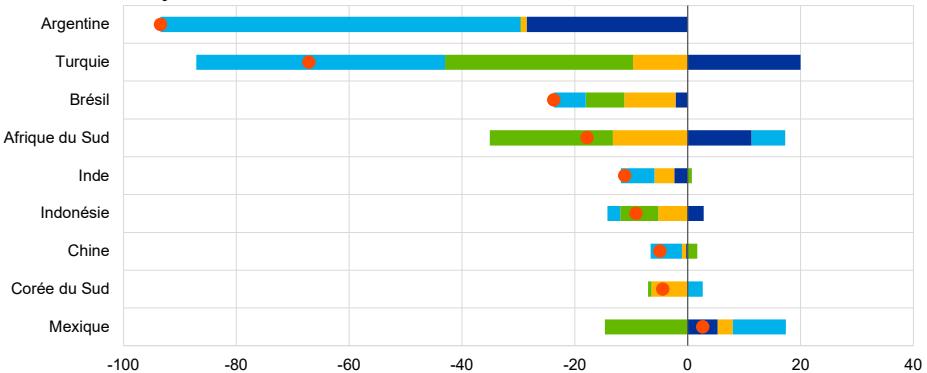
Graphique C

Contributions à la dépréciation et au redressement des devises des économies de marché émergentes vis-à-vis du dollar

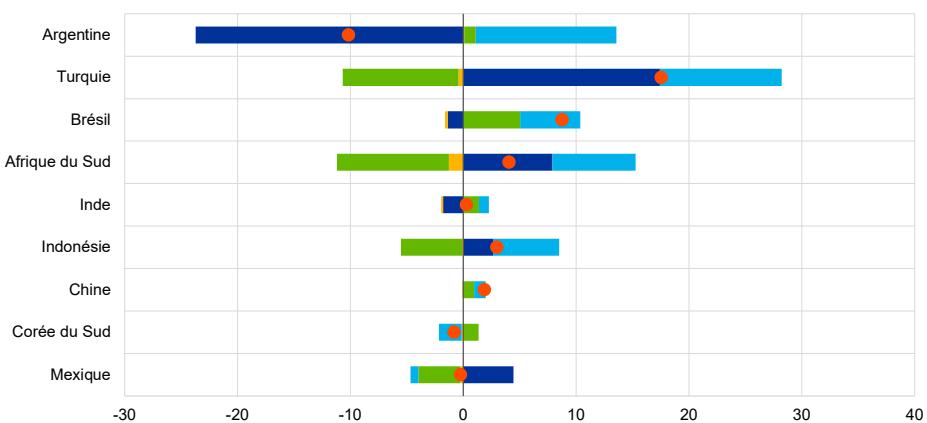
(en points de pourcentage)

- Différentiel de taux d'intérêt
- Dollar américain
- Variation du taux de change
- Risque mondial
- Évolutions spécifiques à chaque pays

Du 1^{er} janvier au 31 août 2018



Du 1^{er} septembre 2018 au 1^{er} mars 2019



Sources : Haver Analytics, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, Global Financial Data et calculs de la BCE.

Notes : Les barres présentent les contributions à la variance sur la base d'une régression des variations des taux de change vis-à-vis du dollar (exprimée en dollars par unité de monnaie locale) sur les différentiels de taux d'intérêt, le facteur dollar et le facteur de portage en fréquence quotidienne. Le taux d'intérêt utilisé est le taux du marché monétaire à court terme. La dernière observation se rapporte au 1^{er} mars 2019.

Le redressement qui a suivi s'explique, pour sa part, essentiellement par les réactions en termes de politique intérieure dans les économies de marché émergentes et les évolutions positives spécifiques à ces économies

(cf. graphique C). La décomposition montre que le risque mondial a continué d'exercer des pressions à la baisse sur les devises des marchés émergents.

Toutefois, le rôle du facteur dollar est plus limité depuis août 2018, laissant penser que les évolutions aux États-Unis n'ont pas généré d'effets de contagion supplémentaires pour les devises des marchés émergents depuis lors. Par ailleurs, des facteurs spécifiques à chaque pays ont eu tendance à soutenir les devises des économies de marché émergentes, suggérant que les conditions intérieures sont devenues légèrement plus positives et que les perspectives de croissance se sont améliorées

dans les économies émergentes depuis les turbulences enregistrées sur les marchés financiers durant l'été 2018.

3

Analyser les facteurs à l'origine du creusement en 2018 des écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises de la zone euro

Lena Boneva, Gregory Kidd et Ine Van Robays

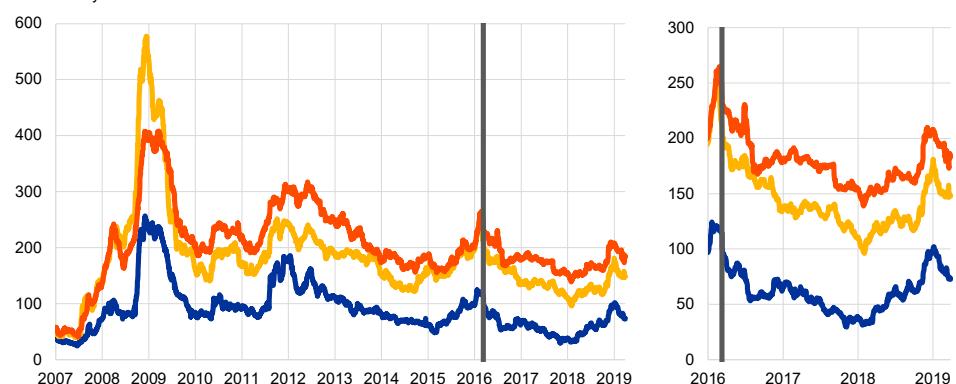
Au cours de l'année 2018, la tendance des écarts de rendement des obligations d'entreprises s'est inscrite en hausse à l'échelle mondiale. Les écarts de rendement des obligations bien notées (*investment-grade*) émises par les sociétés non financières (SNF) de la zone euro ont augmenté de 60 points de base environ, atteignant un pic juste au-dessus de 1 %, soit un niveau proche de ceux enregistrés avant l'annonce, en mars 2016, du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) de la BCE (cf. graphique A). Les écarts de rendement des obligations de moins bonne qualité émises par les SNF se sont creusés plus nettement, de 200 points de base environ, avec un point haut autour de 4 %. La tendance haussière des écarts de rendement des obligations émises par les SNF de la zone euro reflète l'évolution des marchés d'obligations du secteur des entreprises à l'échelle mondiale ; aux États-Unis et au Royaume-Uni, les écarts se sont creusés de, respectivement, 80 et 60 points de base environ sur la même période, avec un pic à 1,80 % et 2,10 %. Depuis la fin de l'année, les écarts de rendement des obligations des SNF à l'échelle mondiale ont effacé en grande partie la hausse enregistrée en 2018, mais ils demeurent toutefois élevés par rapport aux niveaux de 2017. En outre, le mouvement largement synchronisé des écarts de rendement à l'échelle mondiale au cours de cette période évoque un facteur mondial commun plutôt qu'un facteur propre à la zone euro.

Graphique A

Écart de rendement des obligations bien notées émises par les SNF à l'échelle mondiale

(en points de base)

- Zone euro
- États-Unis
- Royaume-Uni



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : Dans les indices figure seulement la tranche supérieure (senior) des obligations non sécurisées. La ligne verticale marque l'annonce du CSPP le 10 mars 2016. Les indices pour les États-Unis (le Royaume-Uni) font référence aux entreprises dont les émissions sont libellées en dollars (en livres sterling) et ne sont pas strictement limités aux entreprises domiciliées aux États-Unis (au Royaume-Uni).

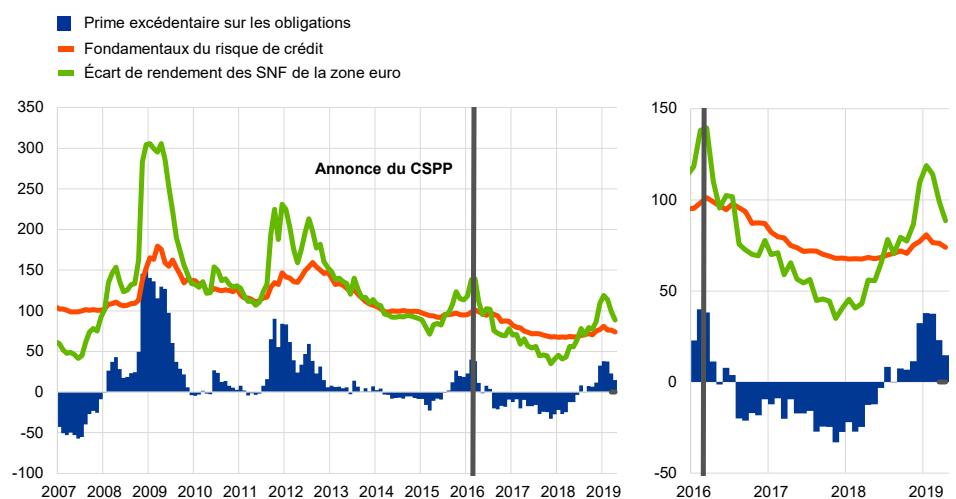
Dernière observation : 29 mars 2019.

L'évolution des fondamentaux qui sous-tendent le risque de crédit ne peut expliquer l'essentiel de la hausse des écarts de rendement des obligations d'entreprises de la zone euro observée en 2018. Si, à l'aide d'un modèle, on décompose les écarts de rendement des SNF en fondamentaux du risque de crédit et en une composante résiduelle – les primes excédentaires sur les obligations – on constate que ces primes sont le facteur prédominant en 2018 (cf. graphique B) ⁹. La composante résiduelle des primes excédentaires permet d'appréhender les déterminants des écarts de rendement qui ne sont pas liés aux fondamentaux du risque de crédit, mesurés dans le modèle par les fréquences de défaut attendues et par les modifications de notations de crédit. Ainsi, le récent ralentissement de la croissance macroéconomique dans la zone euro ne s'est pas encore traduit par une baisse de notation de crédit ni par une augmentation des défauts d'entreprises attendus.

Graphique B

Décomposition des écarts de rendement des SNF de la zone euro en fondamentaux du risque de crédit et en primes excédentaires sur les obligations

(en points de base)



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

Notes : La prime excédentaire sur les obligations représente l'écart des spreads des obligations d'entreprises par rapport au risque de crédit de l'émetteur. De Santis (R.A.), « *Unobservable country bond premia and fragmentation* », *Journal of International Money and Finance*, vol. 82, numéro C, 2018, p. 1-25.
Dernière observation : mars 2019.

Une analyse plus approfondie laisse penser que les effets de débordement en provenance des États-Unis et une aversion pour le risque accrue à l'échelle mondiale ont été les principaux contributeurs au creusement des écarts, la détérioration des perspectives macroéconomiques dans la zone euro jouant un rôle plus limité. On estime un modèle vectoriel autorégressif bayésien (BVAR), qui intègre des restrictions de signe sur les données transversales relatives aux mouvements de prix d'actifs aux États-Unis et dans la zone euro, afin d'identifier les chocs macroéconomiques et monétaires dans la zone euro ainsi que les chocs

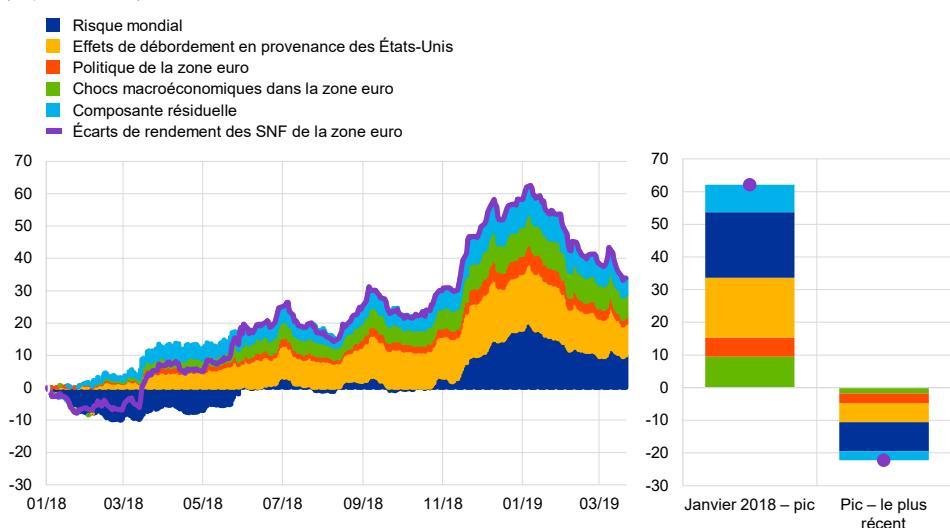
⁹ Plus précisément, le modèle prend comme hypothèse que (le logarithme de) l'écart de rendement d'une obligation en particulier est en relation linéaire avec : (a) le risque de crédit mesuré par la somme des notations de crédit et les fréquences de défaut attendues ; (b) d'autres facteurs de risque mesurés par la somme du coupon, de la duration et de la valeur faciale ; et (c) une composante résiduelle.

trouvant leur origine aux États-Unis et un facteur de risque mondial (cf. graphique C)¹⁰. On constate que tous les chocs identifiés ont exercé une pression à la hausse sur les écarts de rendement des SNF de la zone euro au cours de l'année 2018. En outre, les effets de débordement en provenance des États-Unis et le facteur de risque mondial associé sont les deux facteurs clés qui expliquent l'essentiel du creusement. La détérioration des perspectives macroéconomiques de la zone euro a également exercé une tension à la hausse, mais dans une moindre mesure.

Graphique C

Décomposition à partir d'un modèle des écarts de rendement des obligations d'entreprises de la zone depuis janvier 2018

(en points de base)



Sources : iBoxx et calculs de la BCE.

Notes : Le pic se rapporte au 4 janvier 2019. Les chocs structurels sont identifiés à l'aide de restrictions de signes sur les données transversales relatives aux mouvements de prix d'actifs dans un modèle VAR bayésien contenant les rendements obligataires à long terme (10 ans) sans risque dans la zone euro, les prix des actions dans la zone euro et aux États-Unis, le taux de change USD/EUR, l'écart entre les rendements sans risque à long terme (10 ans) entre la zone euro et les États-Unis et les écarts de rendement des obligations bien notées émises par les SNF de la zone euro. Le modèle est estimé à l'aide de données quotidiennes sur la période postérieure à juillet 2006.

Dernière observation : 21 mars 2019.

Le facteur de risque mondial est le principal facteur qui explique le creusement des écarts de rendement des SNF au quatrième trimestre 2018. D'autres marchés d'actifs à risque ont également enregistré une baisse au cours de cette période, comme en témoigne la forte diminution des prix des actions des SNF. Un modèle d'actualisation des dividendes suggère que la baisse des prix des actions résulte davantage d'une augmentation des primes de risque sur actions que de révisions à la baisse des anticipations des analystes relatives à la rentabilité future des entreprises. Ainsi, la hausse de la composante risque mondial est probablement liée à une détérioration plus large du sentiment à l'égard du risque sur les marchés d'actifs à risque ; cette détérioration trouve son origine dans l'accentuation de l'incertitude macroéconomique et politique, principalement en liaison avec les conflits commerciaux à l'échelle mondiale. Depuis la fin de l'année, le facteur de risque mondial est de nouveau le principal déterminant du resserrement des écarts de

¹⁰ Le modèle est estimé à l'aide d'une boîte à outils BEAR, Alistair Dieppe, Björn van Roye et Romain Legrand, « BEAR toolbox », *Working Paper Series*, n° 1934, BCE, Frankfurt am Main, juillet 2016.

rendement, reflétant un retour généralisé du risque sur un large éventail de marchés d'actifs à risque, dont les marchés de crédit et d'actions. Cette évolution a été favorisée par la dissipation des risques perçus, grâce à la communication du Comité fédéral de l'*open market* lors de sa réunion de janvier, selon laquelle il ferait preuve de patience s'agissant des ajustements futurs de son taux directeur.

La contribution de la politique monétaire de la zone euro au creusement des écarts de rendement des obligations d'entreprises est limitée. Selon le modèle BVAR, sur un creusement de 60 points de base au total des écarts de rendement des obligations d'entreprises, seuls 5 points de base peuvent être attribués à la politique monétaire de la zone euro. D'autres éléments vont également dans le sens de cette conclusion. Tout au long de 2018, les écarts de rendement des obligations éligibles comme non éligibles au CSPP ont enregistré une augmentation de même ampleur. Cela contraste avec les évolutions qui ont suivi l'annonce du CSPP en mars 2016, les écarts de rendement des obligations éligibles enregistrant alors une baisse plus importante que ceux des obligations non éligibles¹¹. De plus, les écarts de rendement des obligations des SNF n'ont pas sensiblement réagi aux annonces de politique monétaire de la BCE au cours de cette période. Enfin, des informations isolées en provenance des contreparties intervenant sur les marchés suggèrent que la fin des achats d'actifs de l'Eurosystème a été largement anticipée et n'a joué qu'un rôle secondaire tout au long de 2018.

Indépendamment du creusement des écarts de rendement des SNF depuis janvier 2018, les conditions de financement au sens large demeurent très favorables. Le financement de marché ne représente qu'une faible part du financement plus large des SNF. Dans la mesure où le coût d'autres sources de financement est resté plus stable, cela signifie que l'augmentation du coût moyen pondéré du financement des SNF est demeuré contenu dans l'ensemble (cf. graphique D)¹². En outre, les conditions d'offre sur les marchés primaires des obligations d'entreprises demeurent plus saines, en termes de volume d'émission, que durant les années précédant le lancement du CSPP.

¹¹ « L'impact du programme d'achats de titres du secteur des entreprises sur les marchés des obligations d'entreprises et sur le financement des sociétés non financières de la zone euro », Roberto A. De Santis, André Geis, Aiste Juskaite et Lia Vaz Cruz, *Bulletin économique*, n° 3, BCE, Frankfurt am Main, 2018.

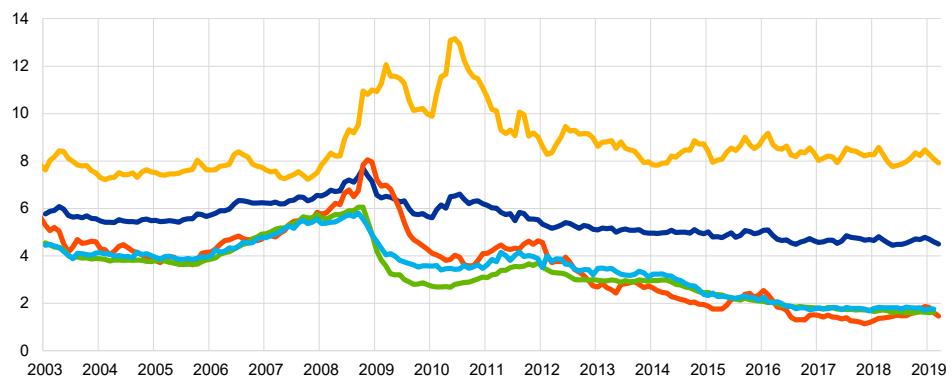
¹² Le marché des titres de créance représente moins de 20 % de l'encours de dette des SNF et 10 % environ de leur volume de financement externe.

Graphique D

Conditions de financement externe des SNF de la zone euro

(en pourcentage annuel)

- Coût total du financement
- Coût des fonds propres
- Coût de l'endettement de marché
- Indicateur du coût des prêts à court terme
- Indicateur du coût des prêts à long terme



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

Notes : L'observation pour mars 2019 du coût total de financement est une estimation rapide, en prenant comme hypothèse que les taux débiteurs des banques demeurent inchangés à leurs niveaux de février 2019.

Dernière observation : mars 2019.

4

Le pouvoir prédictif de M1 en termes réels pour l'activité économique réelle dans la zone euro

Alberto Musso

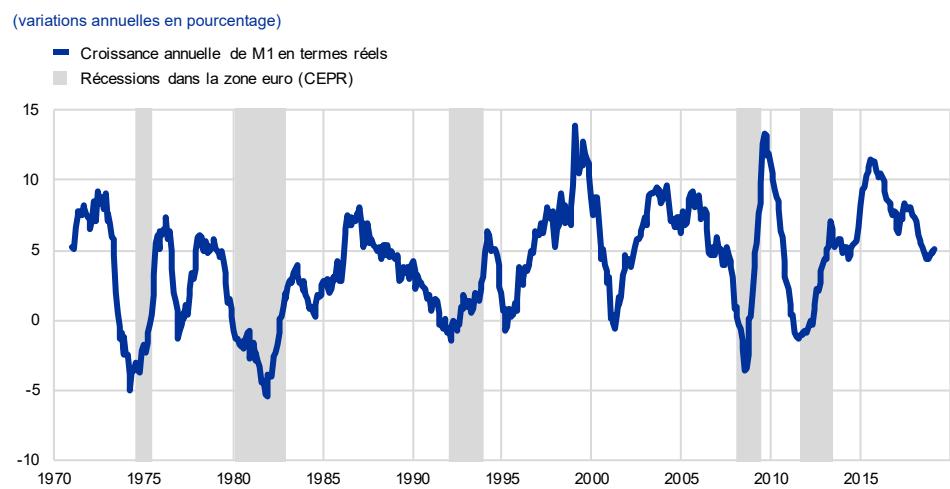
La croissance de M1 en termes réels dans la zone euro s'est modérée ces derniers trimestres, aggravant les inquiétudes relatives aux perspectives économiques, compte tenu de la relation solide entre le cycle conjoncturel et l'agrégat monétaire étroit. Le présent encadré montre que les propriétés avancées et procycliques de M1 en termes réels pour le PIB en volume demeurent un fait stylisé robuste dans la zone euro. De plus, des éléments indiquent que ces propriétés reflètent la capacité prédictive de l'agrégat monétaire étroit, au-delà de l'influence des taux d'intérêt. Au stade actuel, les modèles exploitant le pouvoir prédictif de M1 en termes réels laissent penser que la diminution régulière de la croissance de cet agrégat depuis son pic le plus récent de mi-2017 va dans le sens de risques de récession très faibles dans la zone euro jusqu'à début 2020.

Les propriétés avancées et procycliques de M1 en termes réels pour le PIB en volume dans la zone euro demeurent un fait stylisé robuste. Ces propriétés, que l'on peut constater dans la relation entre agrégat monétaire étroit en termes réels et activité économique réelle, s'agissant tant des niveaux que des taux de croissance, ont été documentées dans diverses publications pour des périodes antérieures¹³. Une illustration de ces propriétés peut être tirée de l'observation des données mensuelles relevées de janvier 1970 à février 2019 concernant la croissance annuelle de M1 en termes réels, qui est défini comme l'agrégat monétaire étroit M1 nominal déflaté par l'IPCH. Plus précisément, on peut remarquer que ce taux de croissance est devenu nettement négatif sur des périodes prolongées précédant immédiatement (ou coïncidant avec) toutes les récessions historiques dans la zone euro, identifiées par le Comité de datation du cycle conjoncturel de la zone euro (*Euro Area Business Cycle Dating Committee*) du CEPR (cf. graphique A).

¹³ Cf. par exemple Brand (C.), Reimers (H.-E.) et Seitz (F.), « *Forecasting real GDP: what role for narrow money?* », *Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy*, BCE, 2003, p. 302-333 ; l'encadré intitulé « *La valeur informative de la croissance de M1 pour la croissance du PIB en volume dans la zone euro* », *Bulletin mensuel*, BCE, octobre 2008 ; et l'encadré intitulé « *Faits stylisés relatifs à la monnaie et au crédit au cours du cycle d'activité* », *Bulletin mensuel*, BCE, octobre 2013.

Graphique A

Croissance annuelle de M1 en termes réels et récessions dans la zone euro



Sources : CEPR, BCE.

Notes : M1 en termes réels est obtenu en déflatant M1 nominal par l'IPC. Les zones ombrées délimitent les récessions identifiées par le Comité de datation du cycle conjoncturel de la zone euro du CEPR. Dernière observation : février 2019.

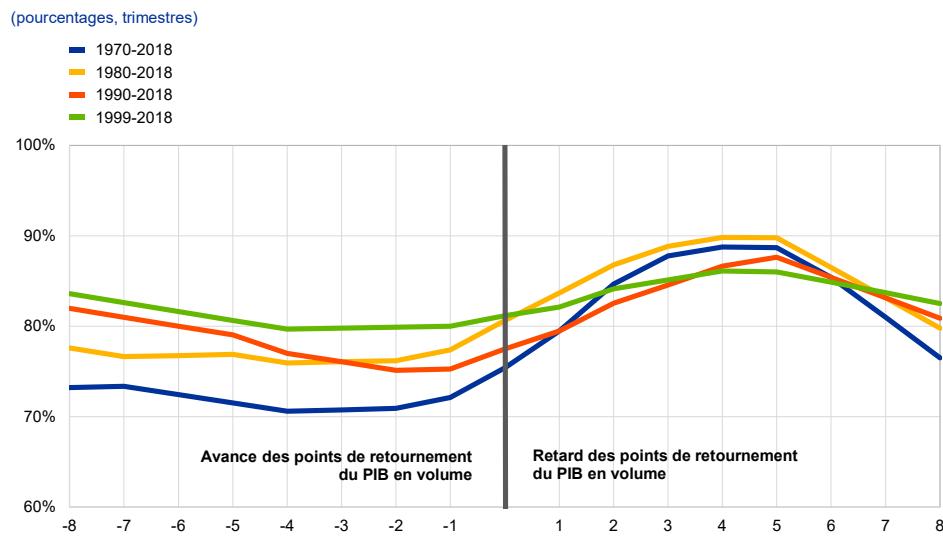
S'agissant des points de retournement des niveaux de M1 en termes réels et du PIB en volume, les indicateurs statistiques laissent penser que le caractère avancé et la procyclicité des points hauts et des points bas de M1 en termes réels par rapport aux points hauts et aux points bas du PIB en volume présentent une régularité historique. En effet, des indices de concordance¹⁴ calculés à différents décalages avance/retard indiquent que les points de retournement de M1 en termes réels précèdent généralement les points de retournement du PIB en volume de quatre trimestres, en moyenne, et que compte tenu de ce décalage de l'agrégat monétaire étroit, on estime que M1 en termes réels et le PIB en volume se situent pendant presque 90 % du temps dans la même phase du cycle d'activité (cf. graphique B). De plus, le degré élevé de synchronisation entre les points de retournement est demeuré stable depuis les années 1970, y compris lors de sous-périodes plus récentes¹⁵.

¹⁴ Les indices de concordance, proposés par Harding (D.) et Pagan (A.) « *Dissecting the cycle: a methodological investigation* », *Journal of Monetary Economics*, vol 49, n° 2, 2002, p. 365-381, rendent compte du pourcentage de temps durant lequel deux séries chronologiques binaires (calculées sur la base d'un algorithme d'identification des points de retournement tel que l'algorithme standard de Bry-Boschan pour les cycles classiques) sont dans la même phase.

¹⁵ On peut noter que, puisque les points de retournement (points bas) les plus récents pour le PIB en volume et M1 en termes réels se situent, respectivement, au premier trimestre 2013 et au deuxième trimestre 2011, ces indices de concordance sont identiques si l'on exclut les données à partir de 2014. Cependant, les résultats sont très comparables si l'on utilise uniquement des données n'allant pas au-delà de 2006, c'est-à-dire couvrant la période d'avant la crise.

Graphique B

Indices de concordance entre le PIB en volume et M1 en termes réels à différents décalages avance/retard



Sources : CEPR, BCE.

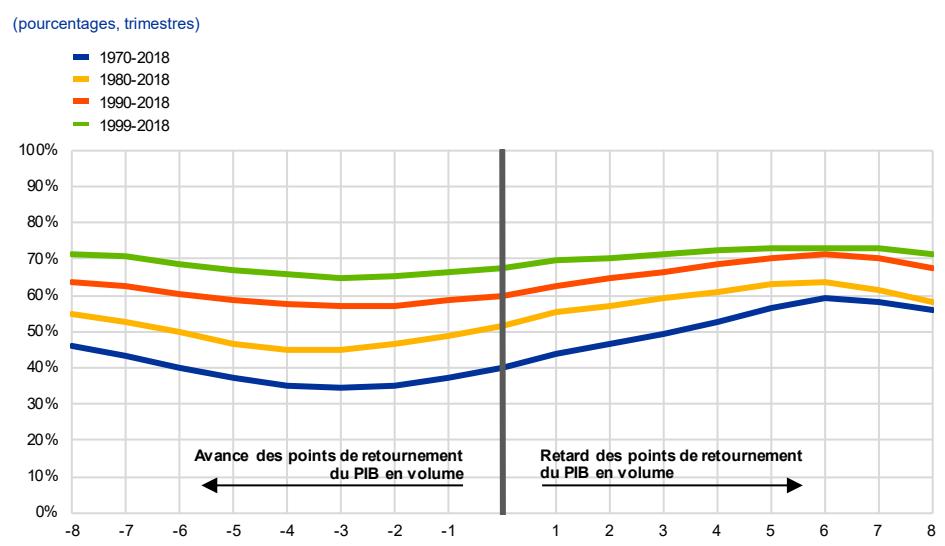
Notes : Indices de concordance à différents décalages avance/retard calculés entre des séries binaires associées aux expansions et aux récessions des niveaux du PIB en volume et de M1 en termes réels, élaborés à partir d'une version à données trimestrielles de l'algorithme standard de Bry-Boschan pour les points de retournement des cycles classiques. L'axe horizontal représente le nombre de trimestres d'avance (valeurs positives) ou de retard (valeurs négatives) des points de retournement du PIB en volume par rapport aux points de retournement de M1 en termes réels. Sur la base de données trimestrielles jusqu'au quatrième trimestre 2018 et depuis les premiers trimestres de 1970, 1980, 1990 et 1999, respectivement.

Les données empiriques suggèrent que le pouvoir prédictif de M1 en termes réels pour la production en volume dans la zone euro ne reflète pas simplement les informations contenues dans la courbe des rendements. Dans le contexte des nombreux éléments attestant des propriétés d'indicateur avancé de la pente de la courbe des rendements pour la prédition des récessions, il est naturel de se demander dans quelle mesure les propriétés avancées et procycliques de M1 en termes réels résultent du profil de la courbe des rendements – et dans quelle mesure la prise en compte de l'impact des constellations de la courbe des rendements éliminerait l'agrégat monétaire étroit comme indicateur prédictif de l'activité économique. Les données historiques pour la zone euro indiquent que la pente de la courbe des rendements affiche une corrélation positive avec M1 en termes réels, avec une avance de deux trimestres. Conformément à cette régularité historique, des indices de concordance calculés à différents décalages avance/retard indiquent que les points de retournement de la pente de la courbe des rendements précédent généralement les points de retournement du PIB en volume de six trimestres, en moyenne, et qu'avec cette avance, on estime que la pente de la courbe des rendements et le PIB en volume se situent pendant quelque 60 % du temps dans la même phase du cycle d'activité (cf. graphique C). Cette régularité reflète le fait que les taux d'intérêt représentent effectivement des variables clés déterminant les choix de portefeuille des ménages et des sociétés non financières. Toutefois, cela ne signifie pas nécessairement que le pouvoir prédictif de M1 en termes réels pour l'activité économique réelle en général, et pour les risques de récession en particulier, résulte entièrement de sa relation avec la courbe des rendements. En fait, les indices de concordance relatifs au PIB en volume font état d'un degré de corrélation plus élevé

avec M1 en termes réels (avec une avance d'un an, ainsi que l'illustre le graphique B) qu'avec la pente de la courbe des rendements (avec une avance d'un an et demi, ainsi que le montre le graphique C). De plus, la relation entre M1 en termes réels et le PIB en volume telle que mesurée par ces indices semble plus stable durant les sous-périodes que la relation entre la pente de la courbe des rendements et le PIB en volume.

Graphique C

Indices de concordance entre le PIB en volume et la pente de la courbe des rendements à différents décalages avance/retard



Sources : CEPR, BCE.

Notes : Indices de concordance à différents décalages avance/retard et différents retards calculés entre des séries binaires associées aux expansions et aux récessions des niveaux du PIB en volume et de la pente de la courbe des rendements, élaborés à partir d'une version à données trimestrielles de l'algorithme standard de Bry-Boschan pour les points de retournement des cycles classiques. L'axe horizontal représente le nombre de trimestres d'avance (valeurs positives) ou de retard (valeurs négatives) des points de retournement du PIB en volume par rapport aux points de retournement de la pente de la courbe des rendements. Sur la base de données trimestrielles jusqu'au quatrième trimestre 2018 et depuis les premiers trimestres de 1970, 1980, 1990 et 1999, respectivement.

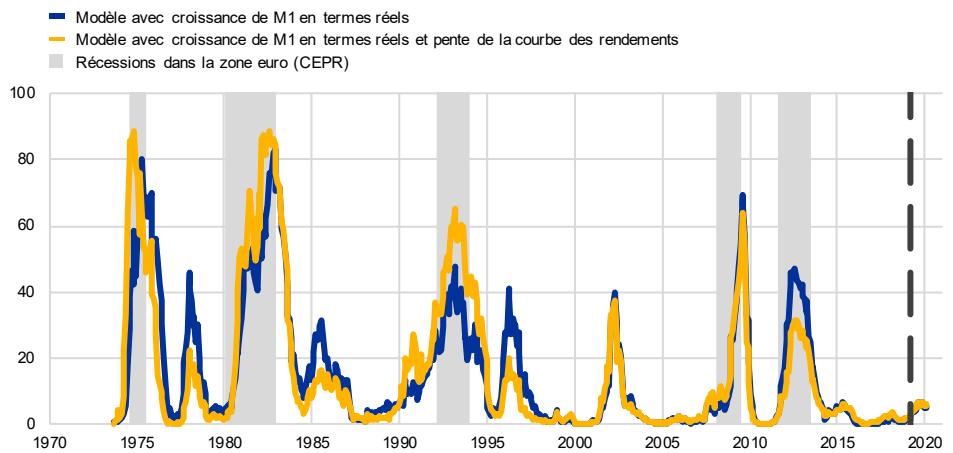
S'agissant de la situation actuelle, une analyse économétrique formelle fondée sur des modèles probit exploitant le pouvoir prédictif de M1 en termes réels n'indique pas de risques de récession importants dans la zone euro en 2019 ni début 2020. Sur la base de données remontant à 1970, la probabilité d'une contraction du PIB en volume de la zone euro calculée à partir d'un modèle probit fondé sur M1 en termes réels (avec un retard de douze mois) a fortement augmenté avant chacune des récessions antérieures dans la zone euro (cf. graphique D), montrent clairement l'utilité de l'agréagat monétaire étroit pour la prédition des récessions dans la zone euro. Les prévisions fondées sur ce modèle font état de risques de récession en légère hausse en 2019, passant de 1 % environ en janvier 2019 à un risque compris entre 5 % et 7 % au second semestre 2019, avant de revenir au-dessous de 5 % en février 2020, c'est-à-dire un niveau demeurant très faible (ligne bleue). La prise en compte de la pente de la courbe des rendements ne modifie les résultats qu'à la marge (ligne jaune). Globalement, le niveau actuel de la

croissance de M1 en termes réels reste nettement supérieur à la zone qui pourrait être associée à des risques de récession dans un avenir proche¹⁶.

Graphique D

Probabilités de récession dans la zone euro sur la base de modèles probit avec retards de M1 en termes réels

(en pourcentage)



Sources : CEPR, BCE.

Notes : Modèles probit estimés à partir de données mensuelles jusqu'en février 2019. La ligne verticale pointillée marque le début des prévisions pour la période allant de mars 2019 à février 2020. Les zones ombrées délimitent les récessions identifiées par le Comité de datation du cycle conjoncturel de la zone euro du CEPR.

¹⁶ On peut noter que si le pic le plus récent de la croissance annuelle de M1 en termes réels, enregistré mi-2017, a pu dans une certaine mesure avoir été influencé par des facteurs spécifiques, notamment les effets de mutualisation de trésorerie et le programme d'achats d'actifs de l'Eurosystème, ce sont les points de retournement du niveau de M1 en termes réels, plutôt que ceux de sa croissance annuelle, qui importent pour l'évaluation des risques de récession. Loin de devenir négative, la croissance annuelle de M1 en termes réels était de 5,1 % en février 2019.

Articles

1

Les implications économiques de la montée du protectionnisme : du point de vue de la zone euro et à l'échelle mondiale

Vanessa Gunnella et Lucia Quaglietti

Le risque de guerre commerciale est devenu une préoccupation majeure en 2018, quand les menaces protectionnistes de l'Administration américaine et de ses partenaires commerciaux ont été suivies d'actions concrètes. Les tensions se sont accrues durant l'été et même si elles se sont atténuées sur certains fronts, le risque d'une nouvelle escalade demeure important. L'incidence des mesures mises en œuvre jusqu'à présent sur les perspectives économiques mondiales et sur celles de la zone euro devrait rester limitée. Toutefois, d'importants effets négatifs pourraient se matérialiser si les tensions commerciales devaient encore s'aggraver. L'incertitude liée au protectionnisme pèse sur le sentiment économique et pourrait encore s'accentuer, ce qui est susceptible de miner la confiance et d'affecter plus significativement la zone euro et l'économie mondiale. La complexité des chaînes de production internationales qui sont étroitement imbriquées pourrait également amplifier cet impact. Dans ce contexte, le présent article examine les évolutions du paysage des politiques commerciales au cours de la dernière décennie. Il analyse les implications macroéconomiques de la forte hausse récente du protectionnisme et évalue les conséquences possibles d'une aggravation des tensions commerciales sur l'économie mondiale et la zone euro.

1 Introduction

L'intégration commerciale s'est ralentie au cours de la dernière décennie.

Le processus d'intégration commerciale a débuté après la seconde guerre mondiale. Il a trouvé un nouvel élan dans les années 1980 et a connu un âge d'or entre 1990 et 2008, période où le total des échanges de biens et de services est passé de 39 % à 61 % du PIB mondial. Depuis lors, les échanges commerciaux se sont ralenti (ils représentent actuellement 58 % du PIB mondial), tandis que le protectionnisme s'est renforcé, sous l'effet d'une augmentation des barrières non tarifaires et, plus récemment, des barrières tarifaires. Dans le même temps, le soutien public en faveur de la mondialisation a diminué de part et d'autre de l'Atlantique. Tandis que des facteurs tels que le Brexit et l'euroscepticisme ont mis à l'épreuve les principes de liberté de circulation et d'intégration économique en Europe, les avantages du libre-échange ont été ouvertement remis en question aux États-Unis. Les tensions commerciales se sont aggravées en 2018 et, les menaces protectionnistes de l'Administration américaine et les réactions en représailles de ses principaux partenaires commerciaux s'étant traduites par des mesures concrètes, le risque de guerre commerciale est devenu une préoccupation majeure.

La montée du protectionnisme pourrait nuire aux échanges commerciaux et à l'activité. Les économistes s'accordent largement sur les bénéfices nets globaux de l'ouverture commerciale comme sur la nécessité d'atténuer l'impact négatif qu'elle a exercé sur certains groupes de la société. Toutefois, augmenter les barrières commerciales ne permet pas de remédier à cet impact. Revenir sur l'intégration commerciale pourrait fragiliser les gains économiques nets qu'elle a générés. En défaisant les bénéfices à long terme de liens plus étroits en matière de commerce et d'investissement, le repli protectionniste risque également de perturber les marchés financiers mondiaux.

Dans ce contexte, le présent article analyse les implications macroéconomiques de la montée du protectionnisme et évalue ses effets sur l'économie mondiale et sur la zone euro. La section 2 replace dans son contexte l'accentuation récente des tensions commerciales, en examinant comment le paysage des politiques commerciales a évolué au cours de la dernière décennie. La section 3 passe en revue les mesures annoncées par l'Administration américaine en 2018 et les représailles qui en ont résulté. La section 4 analyse les implications macroéconomiques à court et à long terme de la montée du protectionnisme d'un point de vue théorique et en se fondant sur un modèle. Elle cherche également à déterminer si les mesures relatives aux droits de douane mises en application en 2018 pourraient avoir d'ores et déjà contribué à la détérioration progressive de l'activité et du commerce au niveau mondial et dans la zone euro ces derniers mois, notamment *via* des effets d'incertitude. La section 5 présente des éléments de conclusion.

2 Un paysage changeant pour les politiques commerciales

Le paysage des politiques commerciales a connu une transformation significative au cours de la dernière décennie. La dynamique en faveur de l'intégration économique qui a caractérisé les décennies précédentes s'est à présent affaiblie, comme le montre la lenteur de la croissance des échanges commerciaux ces dernières années. Après avoir enregistré un taux de croissance environ deux fois supérieur à celui du PIB mondial au cours des années ayant précédé la crise financière mondiale, le ratio des importations moyennes rapportées à la croissance du PIB – ou l'élasticité des échanges commerciaux au revenu – a diminué pour s'établir autour de 1 depuis 2011¹⁷. En 2016, un consensus croissant s'est dégagé sur le fait que le ralentissement de la croissance des échanges commerciaux était devenu une caractéristique permanente de l'économie mondiale. Par exemple, une analyse de la

¹⁷ Dans les pays dont le secteur financier n'est pas mondialisé, l'investissement doit être financé par l'épargne domestique. Dans les pays dont le secteur financier est mondialisé, l'investissement peut également être financé par des emprunts à l'étranger et l'investissement et l'épargne domestiques ne sont donc pas corrélés de manière aussi étroite. La corrélation entre l'épargne et l'investissement domestiques dans les pays de l'OCDE s'est redressée pour atteindre près de 70 % en 2017, contre moins de 50 % entre 2000 et 2006 – un nouveau signe que le processus de dé-mondialisation pourrait s'être installé durablement.

BCE¹⁸ a conclu que le commerce mondial ne renouerait probablement pas avec sa tendance d'avant la crise et que les évolutions observées après 2011 constituent une « nouvelle normalité ».

Plusieurs facteurs ont été identifiés qui expliquent le ralentissement récent des échanges commerciaux, notamment des effets de composition et des facteurs structurels. Une analyse réalisée par la BCE et par le Fonds monétaire international (FMI)¹⁹ laisse penser que les déplacements géographiques de l'activité économique et les modifications de la composition de la demande agrégée (par exemple au profit des services, qui sont moins dépendants des échanges commerciaux même s'ils le deviennent de plus en plus) peuvent avoir pesé sur la sensibilité des échanges commerciaux à l'activité économique. Plus précisément, on constate que la moitié environ du ralentissement de l'élasticité des échanges entre les périodes 1995-2007 et 2012-2016 a résulté de facteurs de composition, à savoir le poids croissant dans l'économie mondiale des économies de marché émergentes, qui ont généralement une intensité en échanges plus faible que les économies avancées. De plus, des pays tels que la Chine ont progressivement évolué, délaissant l'activité d'assemblage d'intrants étrangers pour s'appuyer de plus en plus sur les intrants domestiques. D'autres études²⁰ laissent penser que de nouvelles évolutions structurelles pourraient avoir contribué à la diminution de l'élasticité des échanges – notamment l'essoufflement de la croissance dans les chaînes de valeur mondiales (CVM), la relocalisation de la production plus près des marchés finaux et la diminution de l'effet marginal de l'approfondissement financier²¹.

¹⁸ Cf. « *Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?* », *Occasional Paper Series*, n° 178, BCE, septembre 2016. Cf. également Constantinescu (C.), Mattoo (A.) et Ruta (M.), « *The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural?* », *IMF Working Papers*, n° 15/6, Fonds monétaire international, Washington, DC, 2015 ; et Haugh (D.) et al., « *Cardiac Arrest or Dizzy Spell: Why is World Trade So Weak and What can Policy Do About It?* », *OECD Economic Policy Papers*, n° 18, OECD Publishing, Paris, 2016.

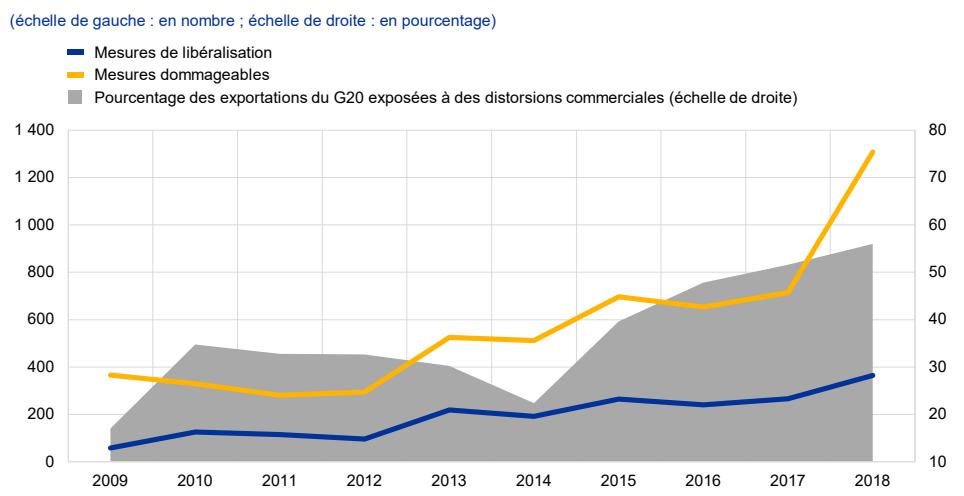
¹⁹ Cf. Perspectives de l'économie mondiale, FMI, octobre 2016.

²⁰ Cf. Constantinescu (C.), Mattoo (A.) et Ruta (M.), « *The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural?* », *The World Bank Economic Review*, Banque mondiale, mai 2018 ; et ECB Working Group on Global Value Chains, « *The impact of global value chains on the euro area economy* », *Occasional Paper Series*, (à paraître).

²¹ Cf. Gächter (M.) et Gkrintzalis (I.), « *The finance-trade nexus revisited: Is the global trade slowdown also a financial story?* », *Economics Letters*, Elsevier, vol. 158(C), septembre 2017, p. 21-25.

Graphique 1

Nouvelles mesures commerciales annoncées



Source : Base de données *Global Trade Alert*.

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

Le renforcement constant du protectionnisme pourrait être un facteur supplémentaire à l'origine du ralentissement des échanges commerciaux.

À partir de la fin de la seconde guerre mondiale, les droits de douane ont suivi une tendance baissière qui s'est stabilisée tant dans les économies avancées que dans les économies de marché émergentes au cours de la première partie du 21^e siècle, avant de commencer à s'inscrire sur une trajectoire haussière ces derniers mois²². Dans le même temps, l'utilisation de mesures réglementaires et de barrières non tarifaires, telles que des subventions à l'exportation, des restrictions appliquées à l'octroi de licences ou aux investissements directs étrangers et des clauses domestiques dans les marchés publics, a augmenté, entraînant une hausse globale des distorsions commerciales²³. D'après les données issues de la [base de données Global Trade Alert](#), qui inclut des mesures des échanges commerciaux traditionnelles et non traditionnelles, le nombre de nouvelles mesures discriminatoires annoncées par les économies du G20 s'est inscrit en hausse régulière depuis 2012 et a encore fortement augmenté en 2018 (cf. graphique 1). Les mesures anti-dumping²⁴ et les droits de douane à l'importation ont été les deux instruments les plus largement utilisés, et représentent ensemble environ 30 % de toutes les mesures imposées. Le recours à des mesures indirectes, telles que des prêts publics aux entreprises exportatrices, s'est également accru progressivement.

²² Cf. l'encadré intitulé « Implications pour l'économie mondiale des tensions croissantes sur les échanges commerciaux », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2018.

²³ Les politiques commerciales ont été déterminées par des mesures unilatérales. Le cycle de négociations commerciales de Doha s'étant retrouvé au point mort, les pays se sont appuyés de plus en plus sur des accords commerciaux préférentiels afin d'avoir accès à de nouveaux marchés et de résoudre les questions liées aux échanges commerciaux qui ne sont pas traitées actuellement au sein de l'Organisation mondiale du commerce (OMC). Le nombre d'accords commerciaux préférentiels a fortement augmenté, passant de 50 au début des années 1990 à près de 200 au début des années 2000. Tous les membres de l'OMC ont conclu au moins un accord commercial préférentiel ; certains, comme l'Union européenne, le Chili et le Mexique, en ont conclu plus de 20.

²⁴ Des informations complémentaires sur l'utilisation de mesures anti-dumping conformément aux règles de l'OMC sont disponibles sur le [site internet de l'OMC](#).

En raison de la montée du protectionnisme, une part progressivement plus importante du commerce mondial a été affectée par des distorsions commerciales.

Les données tirées de la base de données *Global Trade Alert* montrent qu'en 2017, plus de 50 % des exportations des pays du G20 ont fait l'objet de mesures commerciales dommageables, contre 20 % en 2009 (cf. graphique 1). En conséquence, la croissance des échanges commerciaux s'est ralentie plus fortement dans les secteurs où d'importantes mesures discriminatoires ont été adoptées que dans ceux qui ont bénéficié de la libéralisation des échanges.

Parallèlement à ces évolutions, le soutien public en faveur de l'ouverture commerciale a diminué, tandis que le protectionnisme a augmenté au niveau mondial. Les perceptions des risques associés au commerce ouvert se sont ajoutées à la liste plus large des préoccupations liées à la mondialisation²⁵. Par exemple, on estime parfois que le libre-échange a rendu les pays plus vulnérables aux crises internationales et aux contagions venues de l'étranger. En raison de ses effets distributifs, le libre-échange est également considéré comme un facteur à l'origine de l'inégalité croissante au sein des pays et d'un pays à l'autre²⁶. Toutefois, les avantages du libre-échange sont également largement reconnus. Les échanges commerciaux internationaux permettent aux pays de se spécialiser dans la production de biens dans laquelle ils ont un avantage comparatif, tout en permettant dans le même temps aux consommateurs de bénéficier d'une plus grande variété de biens de consommation. Des études empiriques ont montré que l'ouverture commerciale a entraîné une hausse du revenu par habitant dans les différents pays, stimulant la croissance de la productivité et contribuant à réduire la pauvreté au niveau mondial²⁷. Toutefois, les bénéfices de l'ouverture commerciale et leur répartition entre les groupes sociaux varient d'un pays à l'autre. Des facteurs tels que la nature de la spécialisation à l'exportation, le degré de diversification de la production et la qualité des institutions d'un pays sont considérés comme des conditions préalables importantes pour que les avantages du libre-échange se fassent pleinement sentir²⁸. Certains ont également contesté les bénéfices du libre-échange en affirmant que des « pratiques déloyales » ont nui à la croissance domestique et à la création d'emplois²⁹.

²⁵ Draghi (M.), « *Sustaining openness in a dynamic global economy* », discours lors du *Economic Policy Symposium* de la Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, 25 août 2017.

²⁶ Cf., par exemple, Antràs (P.), de Gortari (A.) et Itskhoki (O.), « *Globalization, Inequality and Welfare* », *Journal of International Economics*, n° 108, septembre 2017, p. 387-412 ; et Rodrik (D.), « *The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy* », W.W. Norton, New York et Londres, 2011. Toutefois, d'autres facteurs, tels que l'évolution technologique, ont également été identifiés comme causes de l'inégalité croissante. Pour une revue de la littérature, cf. Helpman (E.), « *Globalization and Wage Inequality* », *NBER Working Papers*, n° 22944, National Bureau of Economic Research, décembre 2016.

²⁷ *The Role of Trade in Ending Poverty*, Banque mondiale et Organisation mondiale du commerce, 2015.

²⁸ Cf., par exemple, Helpman (E.), « *Globalization and Wage Inequality* », *NBER Working Papers*, n° 22944, National Bureau of Economic Research, décembre 2016 ; et Rodrik (D.), Subramanian (A.) et Trebbi (F.), « *Institutions Rule: The Primacy of Institutions Over Geography and Integration in Economic Development* », *Journal of Economic Growth*, vol. 9, n° 2, juin 2004, p. 131-165.

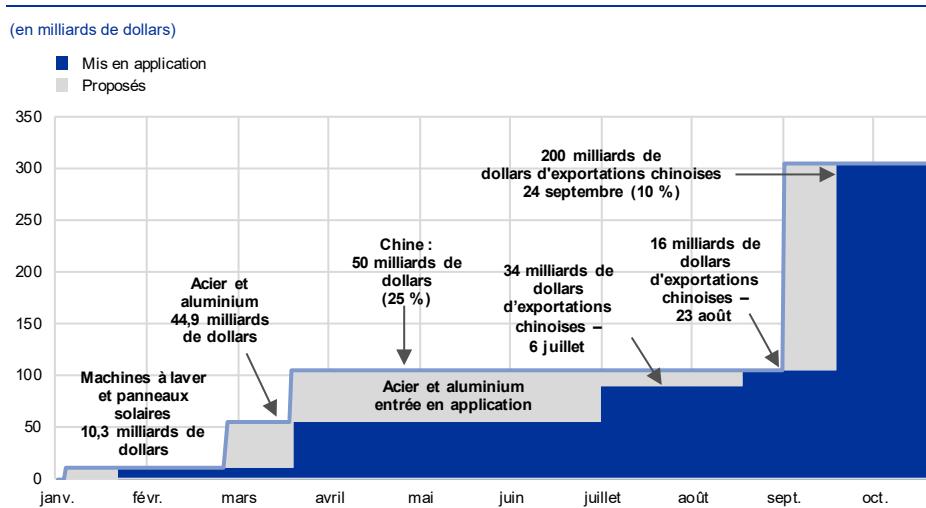
²⁹ Par exemple, les transferts forcés de propriété intellectuelle pour les entreprises multinationales investissant en Chine sont une préoccupation de longue date, tant aux États-Unis que dans l'Union européenne. Pour un compte-rendu des conflits récents portant sur les transferts de technologie et les droits de propriété intellectuelle, cf. Jiming (H.) et Posen (A.S.) (eds.), « *US-China Economic Relations: From Conflict to Solutions* », PIIIE Briefing, janvier 2019.

3 Les droits de douane annoncés par l'Administration américaine en 2018

Les menaces protectionnistes proférées par l'Administration américaine en 2017 ont été suivies de mesures concrètes prises l'année dernière. Comme le montre le graphique 2, l'application de droits de douane sur les panneaux solaires et les machines à laver en janvier 2018 a été la première mesure prise, suivie par l'imposition de droits de douane de 25 % sur les importations d'acier et de 10 % sur les importations d'aluminium pour un large éventail de pays en mars 2018. Après une dérogation initiale, en juin 2018, les droits de douane sur l'acier et l'aluminium ont également été appliqués au Canada, au Mexique et à l'Union européenne, ce qui a entraîné un ensemble de mesures de rétorsion. L'Union européenne a imposé un droit de douane de 25 % sur une gamme de produits américains d'une valeur de 3,2 milliards de dollars, qui est entré en vigueur le même mois. L'Administration américaine a, en retour, ouvert une nouvelle enquête sur les importations de voitures et de pièces détachées automobiles afin de déterminer leurs effets sur la sécurité nationale, évoquant la possibilité d'une hausse de 20 à 25 % des droits de douane. L'encadré 1 examine l'impact potentiel sur l'économie mondiale et sur la zone euro si cette hausse devait se matérialiser.

Graphique 2

Calendrier des droits de douane proposés et mis en application en 2018



Sources : Peterson Institute for International Economics, United States Trade Representative et calculs de la BCE.

Notes : Les valeurs des importations affectées par les droits de douane appliqués aux machines à laver et aux panneaux solaires ainsi qu'à l'acier et à l'aluminium se rapportent aux estimations établies par le Peterson Institute for International Economics. Les pourcentages entre parenthèses indiquent le niveau des droits de douane appliqués.

Les tensions avec la Chine se sont aggravées au second semestre 2018. À la suite d'une enquête des autorités américaines sur les pratiques de la Chine en matière de propriété intellectuelle, qui a conclu que la Chine pratique une politique de

transfert forcé de technologie³⁰, l'Administration américaine a lancé une action commerciale contre la Chine³¹. Ces mesures, mises en œuvre en juillet 2018, recouvreraient notamment des droits de douane *ad valorem* de 25 % sur 1 300 catégories de produits importés de Chine, pour une valeur annuelle d'importations de 50 milliards de dollars (cf. graphique 2). En septembre 2018, l'Administration américaine a annoncé une nouvelle vague de droits de douane, ciblant 200 milliards d'exportations chinoises. La Chine a riposté en imposant des droits de douane portant sur 60 milliards de dollars d'exportations en provenance des États-Unis.

Dans le même temps, on a observé un certain apaisement des tensions commerciales sur d'autres fronts. Les inquiétudes relatives aux tensions entre les États-Unis et l'Union européenne se sont atténuées après le sommet qui s'est tenu en juillet 2018. De plus, le Canada, le Mexique et les États-Unis sont parvenus à un accord pour remplacer l'Accord de libre-échange nord-américain par l'accord entre les États-Unis, le Mexique et le Canada (USMCA) qui maintient effectivement des échanges commerciaux sans droits de douane pour la plupart des biens. Une trêve conclue entre la Chine et les États-Unis le 1^{er} décembre 2018, selon laquelle les droits de douane sur 200 milliards de dollars d'importations chinoises seront maintenus à 10 % au lieu d'être relevés à 25 % comme annoncé précédemment, a temporairement apaisé les tensions commerciales entre les deux pays. Un fort risque d'une nouvelle escalade des tensions persiste néanmoins³².

Les droits de douane appliqués par les États-Unis à l'encontre de la Chine ciblent, en particulier, les secteurs de l'électronique et des machines. Les droits de douane imposés directement à la Chine touchent un large éventail de secteurs, pour une valeur nominale totale de 217 milliards de dollars ou 2 % de la valeur ajoutée nominale chinoise. Les secteurs les plus affectés sont ceux qui produisent des composants électroniques, des équipements électriques et des machines (cf. graphique 3a), qui figurent tous dans le plan industriel « *Made in China 2025* » du gouvernement chinois. S'agissant de la zone euro, les droits de douane imposés par les États-Unis portent sur quelque 5,5 milliards de dollars de valeur ajoutée de la zone euro, principalement dans le secteur des métaux de base et, dans une moindre mesure, dans celui des produits métalliques.

³⁰ L'enquête a conclu que la Chine recourt à des restrictions sur la propriété étrangère, notamment des exigences de créer des co-entreprises (*joint venture*), des limitations de la part de capital pouvant être détenue et d'autres restrictions à l'investissement, afin d'exiger des transferts de technologie des entreprises américaines vers des entités chinoises ou de faire pression pour les obtenir. De plus, l'enquête a montré que la Chine utilise également des procédures d'examen administratif ou d'agrément afin d'exiger ou de faire pression pour des transferts de technologie qui, notamment, affectent la valeur des investissements et de la technologie des États-Unis et affaiblissent la compétitivité des entreprises américaines au niveau mondial. Pour plus d'informations sur l'enquête, cf. le [communiqué de presse de mars 2018](#) du Bureau du Représentant au commerce des États-Unis (*Office of the United States Trade Representative*).

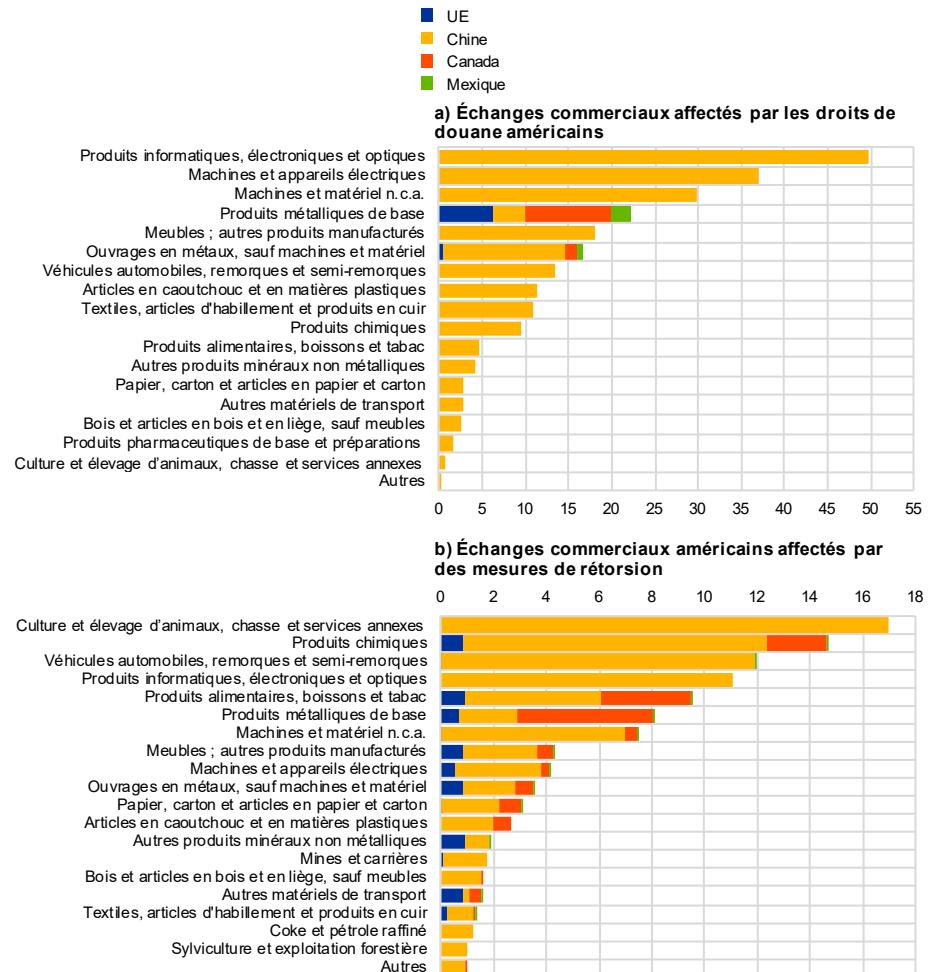
³¹ Pour plus d'informations sur les droits de douane imposés dans le cadre de l'enquête au titre de la Section 301 sur les pratiques de la Chine en matière de propriété intellectuelle, cf. le [communiqué de presse de juin 2018](#) du Bureau du Représentant au commerce des États-Unis (*Office of the United States Trade Representative*).

³² Le 8 avril 2019, le [Bureau du Représentant au commerce des États-Unis](#) a publié une liste de produits européens qui pourraient faire l'objet de droits de douane supplémentaires en représailles au préjudice que pourraient causer les subventions accordées par l'Union européenne à l'industrie aéronautique. Il a également confirmé que la valeur des biens ciblés ferait l'objet d'un arbitrage à l'OMC, dont le résultat est attendu cet été.

Graphique 3

Échanges commerciaux affectés par les mesures relatives aux droits de douane en 2018

(en milliards de dollars)



Sources : World Integrated Trade Solution (WITS) de la Banque mondiale, OMC et Comtrade.

Notes : La liste des secteurs est fondée sur la classification à deux chiffres de la nomenclature CTCI Rév. 4 et les quantités ont été agrégées à partir des listes de produits du Système harmonisé SH-6 pour les biens affectés.

Les mesures de rétorsion prises par les partenaires commerciaux des États-Unis, en particulier la Chine, ont visé les importations américaines dans un large éventail d'industries et de secteurs. Les industries alimentaire, chimique et automobile ont été les secteurs les plus touchés par les représailles de la Chine (cf. graphique 3b), les droits de douane affectant 7,5 % environ de la valeur ajoutée cumulée de ces secteurs. Les mesures de rétorsion prises par l'UE ont été beaucoup moins importantes et visent les minéraux non métalliques, les équipements électriques, les textiles, les meubles, les produits alimentaires, les autres matériels de transport (y compris les véhicules légers tels que les motos) et les produits chimiques, couvrant au total 0,04 % de la valeur ajoutée industrielle des États-Unis.

La dernière vague de droits de douane appliqués à la Chine par les États-Unis vise une part significative des échanges commerciaux bilatéraux des deux pays, tandis que la part des échanges commerciaux mondiaux et de la zone

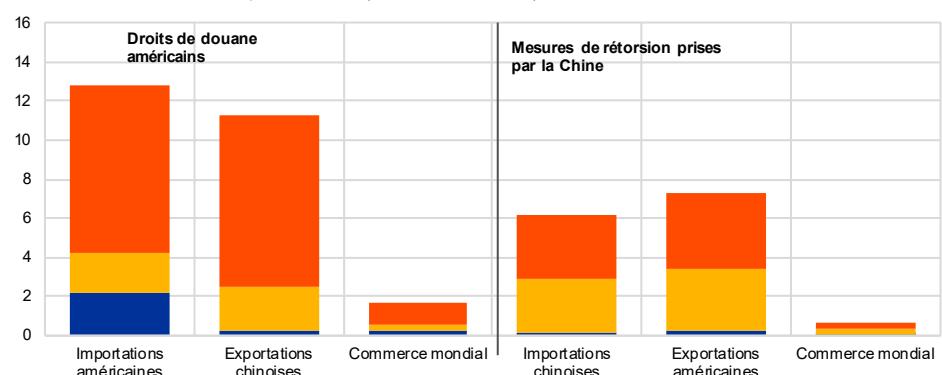
euro directement affectés demeure limitée. Comme le montre le graphique 4, les produits visés par les droits de douane annoncés au premier semestre 2018 par l'Administration américaine et ses partenaires commerciaux affectent des parts relativement faibles des échanges commerciaux des États-Unis (2 %), de la zone euro (0,2 %), de la Chine (2 %) et mondiaux (0,4 %). Leur impact sur l'économie mondiale devrait donc rester limité. En revanche, la dernière vague de droits de douane appliqués par les États-Unis, associée aux mesures de rétorsion prises par la Chine en septembre 2018, cible près de la moitié du commerce bilatéral de la Chine avec les États-Unis. En conséquence, 12 % environ du total des échanges de biens sont affectés dans le cas des États-Unis et 8 % en ce qui concerne la Chine. Dans une certaine mesure, ces droits de douane peuvent peser sur l'activité aux États-Unis et en Chine et l'organisation de la production dans les chaînes d'approvisionnement pourrait encore amplifier les effets défavorables. La part des échanges commerciaux mondiaux et de la zone euro qui sont affectés reste faible (2 %)

Graphique 4

Droits de douane appliqués par les États-Unis et mesures de rétorsion prises par la Chine : parts des échanges commerciaux américains, chinois et mondiaux affectés

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

- Acier et aluminium
- Droits de douane sur les produits chinois (50 milliards de dollars)
- Droits de douane sur les produits chinois (200 milliards de dollars)



Sources : FMI et calculs des services de la BCE.

4 Les implications macroéconomiques de la montée du protectionnisme

Cette section analyse les implications macroéconomiques à court et à long terme de la montée du protectionnisme d'un point de vue théorique et en se fondant sur un modèle. La section 4.1 décrit les canaux par lesquels le relèvement des droits de douane peut affecter l'activité et les échanges commerciaux. La section 4.2 cherche également à déterminer si les mesures relatives aux droits de douane mises en application en 2018 peuvent avoir contribué à la détérioration progressive de l'activité au niveau mondial et dans la zone euro ainsi que des données relatives aux échanges commerciaux ces derniers mois, notamment *via* des effets d'incertitude. Enfin, la section 4.3 examine les éventuelles conséquences d'un regain de tensions commerciales.

4.1 Les canaux de transmission de la montée du protectionnisme

La montée du protectionnisme peut affecter l'activité économique au travers de plusieurs canaux. Le relèvement des droits à l'importation accroît les coûts des échanges commerciaux, ce qui peut modifier à la fois la quantité et le prix des biens qui font l'objet d'échanges internationaux. Ce processus est souvent qualifié de canal de transmission des échanges commerciaux. L'existence de chaînes d'approvisionnement de la production mondiale complexes peut amplifier cet effet. En outre, la hausse des coûts des échanges commerciaux peut affecter les flux financiers et les conditions du crédit. Cela peut se produire par exemple si l'incertitude accrue relative à la politique commerciale future entraîne des tensions financières et une réévaluation générale des primes de risque. La manière dont les différents canaux interviennent dans un conflit commercial, et les conséquences qui en résultent pour l'activité économique, dépendent de plusieurs facteurs, parmi lesquels les éventuelles représailles des partenaires commerciaux et le fait que le conflit reste circonscrit à un petit nombre de pays, plutôt que d'évoluer en véritable guerre commerciale.

Les conséquences pour l'activité économique dans le pays qui impose des droits de douane dépendent (a) de la possibilité de remplacer les biens importés par une production locale, et (b) des éventuelles représailles des partenaires commerciaux. Dans la mesure où les hausses des coûts des échanges commerciaux résultant du relèvement des droits de douane ne sont pas absorbées par des réductions des marges bénéficiaires des producteurs, les prix à l'importation augmentent et les prix relatifs sont modifiés. L'augmentation des prix des importations entraîne une hausse des coûts de production des entreprises domestiques et de l'inflation intérieure, réduisant ainsi le revenu réel disponible des ménages. Ces effets pèsent sur la consommation, l'investissement et l'emploi, et ont une incidence négative sur l'activité. Toutefois, le renchérissement des biens importés peut également inciter les consommateurs domestiques à s'en détourner au profit de biens produits localement. L'importance relative de ces deux effets, et leur incidence nette sur la croissance économique, dépend du degré de substituabilité entre biens produits au niveau national et biens importés. Si les biens importés peuvent être aisément remplacés par la production intérieure, la consommation et l'activité augmentent³³. Les répercussions positives sur l'activité peuvent être réduites si le taux de change s'apprécie à la suite de la hausse des prix à l'importation³⁴. De plus, si les partenaires commerciaux touchés par les droits de douane ripostent – comme c'est souvent le cas – tout avantage potentiel peut être annulé. Les entreprises nationales perdent de

³³ D'après la littérature économique, les effets dynamiques du protectionnisme sont semblables à un choc d'offre négatif, ses conséquences étant récessionnistes et inflationnistes, avec une incidence ambiguë ou mineure sur le solde des échanges commerciaux. Cf. Barattieri (A.), Caciatori (M.) et Ghironi (F.), « *Protectionism and the Business Cycle* », *NBER Working Papers*, n° 24353, National Bureau of Economic Research, février 2018 ; et Furceri (D.) et al., « *Macroeconomic Consequences of Tariffs* », *NBER Working Papers*, n° 25402, National Bureau of Economic Research, décembre 2018.

³⁴ Cf. Erceg (C.), Prestipino (A.) et Raffo (A.), « *The Macroeconomic Effects of Trade Policy* », *International Finance Discussion Papers*, n° 1242, décembre 2018. Cette étude montre que lorsque les droits de douane sont utilisés conjointement avec des subventions à l'exportation et qu'on s'attend à ce que cette politique demeure en place pendant une période limitée, le taux de change peut ne pas réussir à compenser totalement les effets de réorientation des dépenses de cette politique, ce qui peut avoir une incidence expansionniste. Toutefois, cela résulte principalement des subventions à l'exportation (tandis que les droits de douane ont des effets négligeables ou de contraction) et ne s'applique qu'en l'absence de représailles de la part des pays étrangers.

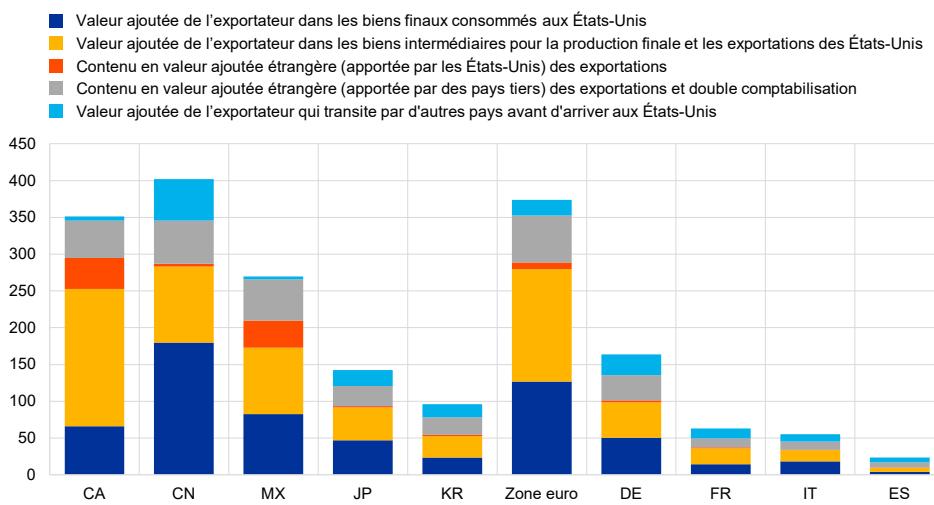
leur compétitivité sur les marchés étrangers et, par conséquent, les exportations et l'activité diminuent. Ainsi, l'augmentation des distorsions commerciales implique pour tous les pays concernés des hausses des coûts des échanges commerciaux, qui peuvent entraver l'allocation optimale des ressources. *In fine*, toutes les économies concernées sont perdantes.

Dans un conflit commercial impliquant deux pays, les pays tiers peuvent temporairement tirer profit de la montée du protectionnisme. En particulier, les pays tiers peuvent gagner des parts de marché dans les pays où les droits de douane ont augmenté. Par exemple, dans un conflit commercial concernant exclusivement les États-Unis et la Chine, les pays de la zone euro pourraient gagner en compétitivité par rapport aux produits américains en Chine et par rapport aux produits chinois aux États-Unis. En effet, le relèvement des droits de douane a rendu les produits américains plus chers en Chine et les produits chinois plus chers aux États-Unis, avec des flux commerciaux bilatéraux qui finissent par diminuer entre ces deux pays. La mesure dans laquelle les pays tiers bénéficient de cette réorientation des échanges dépend de la facilité avec laquelle un pays peut substituer des importations de produits d'un pays à celles d'un autre. Une plus grande substituabilité implique une plus grande réorientation des échanges.

Graphique 5

Liens au sein des chaînes de production dans les exportations vers les États-Unis

(en milliards de dollars)



Sources : World Input-Output Database (2016), Wang (Z.), Wei (S.J.) et Zhu (K.), « Quantifying International Production Sharing at the Bilateral and Sector Levels », NBER Working Papers, n° 19677, National Bureau of Economic Research, novembre 2013, et calculs des services de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte à 2014. Le graphique présente la ventilation des exportations brutes nominales vers les États-Unis en composantes de la valeur ajoutée. La « valeur ajoutée de l'exportateur dans les biens finaux consommés aux États-Unis » correspond à la valeur ajoutée d'un exportateur contenue dans les produits finaux exportés vers les États-Unis ; la « valeur ajoutée de l'exportateur dans les biens intermédiaires pour la production finale et les exportations des États-Unis » correspond à la valeur ajoutée d'un exportateur contenue dans les biens intermédiaires utilisés comme intrants dans la production nationale des États-Unis ou dans la production de leurs exportations ; le « contenu en valeur ajoutée étrangère des exportations » correspond à la valeur ajoutée étrangère (apportée soit par les États-Unis soit par des pays tiers) contenue dans les exportations ; la « double comptabilisation » correspond à la valeur ajoutée des produits intermédiaires qui traversent la frontière plusieurs fois et la « valeur ajoutée de l'exportateur qui transite par d'autres pays avant d'arriver aux États-Unis » correspond à la valeur ajoutée des biens intermédiaires produits par un exportateur dont des pays tiers se servent pour produire leurs exportations vers les États-Unis. Pour l'agrégat de la zone euro, seul les pays hors zone euro sont considérés comme autres pays. Les abréviations utilisées sont les suivantes : CA pour Canada, CN pour Chine, MX pour Mexique, JP pour Japon et KR pour Corée du Sud.

Tandis que le rythme d'expansion pourrait s'être modéré ces dernières années, les CVM restent très fragmentées et peuvent amplifier l'incidence des droits de

douane sur les échanges commerciaux et l'activité. Les CVM sont devenues de plus en plus complexes, les biens traversant les frontières à de multiples reprises au cours du processus de production. Bien que l'analyse³⁵ de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) suggère que le rythme d'expansion des CVM pourrait s'être modéré depuis 2011, la production reste très fragmentée entre les pays. C'est ce qu'illustre le graphique 5 qui analyse les liens des CVM contenus dans les exportations de biens vers les États-Unis en provenance de plusieurs partenaires commerciaux. Pour la zone euro, seulement un tiers environ des exportations sont consommées aux États-Unis (cf. les parties en bleu du graphique 5). En fait, une part significative des exportations de la zone euro vers les États-Unis est constituée de biens intermédiaires qui sont utilisés dans la production de biens aux États-Unis, puis réexportés vers des pays tiers (cf. les parties en jaune du graphique 5). La production intérieure et les exportations contiennent des intrants intermédiaires provenant de pays tiers. Par exemple, les exportations de la zone euro vers les États-Unis comportent des biens provenant de pays participant étroitement aux chaînes de production européennes tels que, par exemple, les pays d'Europe centrale et orientale dans le secteur automobile (cf. les parties en gris du graphique 5). Les exportations de la zone euro comportent également de la valeur ajoutée provenant des États-Unis (cf. les parties en rouge du graphique 5). Enfin, les exportations de la zone euro sont parfois d'abord expédiées pour transformation dans des pays tiers, comme le Mexique, avant d'être réexportées aux États-Unis (cf. les parties ombrées en bleu du graphique 5).

Dans un monde caractérisé par des CVM complexes, les biens traversent plusieurs fois les frontières et les droits de douane s'accumulent en raison d'un effet de cascade. Cela se produit lorsque les droits de douane sont appliqués sur les biens intermédiaires. Les intrants intermédiaires supportent des coûts liés aux droits de douane chaque fois qu'ils sont expédiés dans un autre pays pour y subir une nouvelle transformation. Quand les produits finis parviennent au consommateur final, le prix final peut avoir fortement augmenté. En outre, les biens intermédiaires importés sont souvent utilisés dans la production intérieure. Lorsque ces biens sont soumis à des droits de douane, les producteurs nationaux du pays qui impose les droits de douane peuvent souffrir également. Les coûts de production plus élevés sont susceptibles d'être répercutés sur les différents stades de la chaîne de valeur, affectant négativement chacune des phases de la demande, de la production et de l'investissement. De plus, les droits de douane sont généralement perçus sur la valeur brute des biens importés. Par conséquent, si les intrants étrangers représentent une part importante des exportations, des droits de douane nominaux faibles peuvent se traduire par des droits élevés sur la valeur ajoutée pour l'exportateur. Par rapport à une situation où la totalité de la valeur ajoutée des biens est produite localement, les droits de douane peuvent avoir une incidence proportionnellement plus forte sur les bénéfices des entreprises exportatrices, augmentant ainsi l'incitation à répercuter les hausses de coûts le long de la chaîne de valeur. Les pays tiers participant aux stades intermédiaires de la production peuvent également être confrontés à une hausse des coûts de production, réduisant les avantages attendus de la réorientation des échanges.

³⁵ Cf. « *Trade Policy Implications of Global Value Chains* », Trade Policy Brief, OCDE, décembre 2018.

Une incertitude accrue, conjuguée à des tensions financières, pourrait également amplifier les conséquences de la montée du protectionnisme sur l'activité économique. Une incertitude élevée relative aux politiques commerciales futures peut freiner la demande de plusieurs manières. Par exemple, les ménages peuvent différer leurs dépenses lorsque les perspectives économiques deviennent plus incertaines. De plus, les entreprises peuvent réévaluer leurs perspectives économiques dans un contexte d'incertitude accrue, adopter une attitude attentiste et reporter leurs investissements³⁶. Face à des chocs d'incertitude, les entreprises peuvent ajuster leur gestion des stocks en réduisant de façon disproportionnée leurs commandes de biens intermédiaires à l'étranger, avec un impact disproportionné sur les flux commerciaux internationaux³⁷. Des perspectives incertaines concernant la politique commerciale peuvent également inciter les entreprises à retarder leur entrée sur un marché étranger ou l'amélioration de leur technologie. Enfin, une incertitude élevée peut entraîner une hausse des coûts d'emprunt pour les ménages et les entreprises dans la mesure où les investisseurs demandent une compensation plus forte afin de se prémunir contre les risques futurs³⁸. La concrétisation d'un choc d'incertitude mondial, comme une guerre commerciale, peut également amener les investisseurs à réorganiser leurs portefeuilles au profit de devises refuges, avec des conséquences pour la répartition des flux de capitaux entre pays.

La hausse des coûts des échanges commerciaux peut également peser sur la productivité. Le durcissement des conditions financières associé à une incertitude croissante peut accroître le coût du capital, avec un impact négatif sur l'investissement qui pourrait freiner la croissance de la productivité dans les pays soumis aux droits de douane. Les barrières commerciales peuvent également entraîner une mauvaise allocation des facteurs de production entre les entreprises et les pays. Des marchés moins ouverts réduisent la concurrence mondiale, diminuant ainsi les incitations à l'innovation et aux avancées technologiques, et maintenant les entreprises moins productives sur le marché. En conséquence, la productivité agrégée peut baisser³⁹.

4.2 Les répercussions des droits de douane annoncés par les États-Unis et leurs partenaires commerciaux peuvent-elles déjà être détectées dans les données ? Premiers résultats

Aux États-Unis, les entreprises opérant dans les secteurs ciblés semblent avoir initialement contourné en partie les effets négatifs des droits de douane en

³⁶ Cf. Bloom (N.), « *The Impact of Uncertainty Shocks* », *Econometrica*, vol. 77, n° 3, mai 2009 ; et Handley (K.) et Limão (N.), « *Trade and Investment under Policy Uncertainty: Theory and Firm Evidence* », *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 7, n° 4, novembre 2015, p. 189-222.

³⁷ Cf. Novy (D.) et Taylor (A.M.), « *Trade and Uncertainty* », *CEP Discussion Papers*, n° 1266, Centre for Economic Performance, The London School of Economics and Political Science, mai 2014 ; et Handley (K.) et Limão (N.), « *Trade and Investment under Policy Uncertainty: Theory and Firm Evidence* », *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 7, n° 4, novembre 2015, p. 189-222.

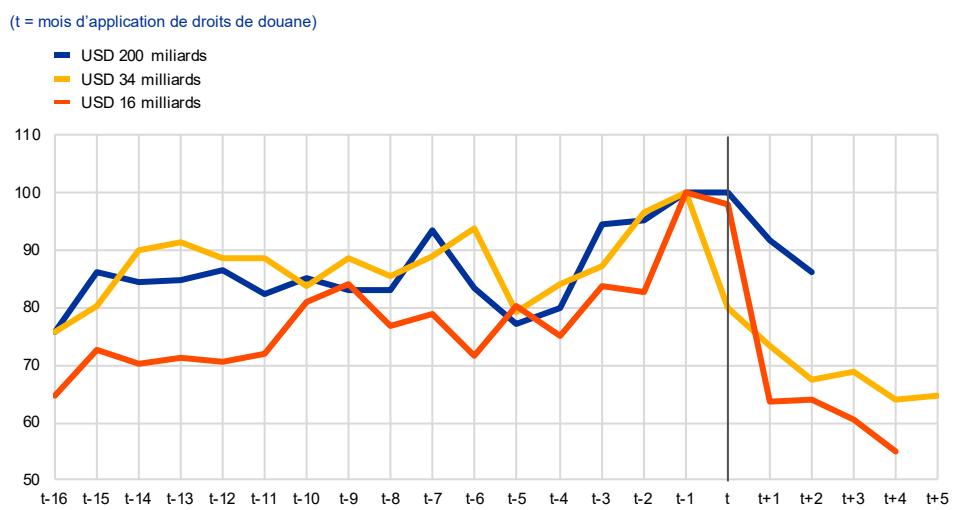
³⁸ Cf. Goldberg (P.) et Pavcnik (N.), « *The Effects of Trade Policy* », in Bagwell (K.) et Staiger (R.W.) (eds.), *Handbook of Commercial Policy*, vol. 1, partie A, février 2016.

³⁹ Cf. Melitz (M.J.), « *The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity* », *Econometrica*, vol. 71, n° 6, novembre 2003, p. 1695-1725 ; et Berthou (A.) et al., « *Quel serait le coût d'une guerre commerciale mondiale ?* », *Bloc-notes Éco*, Banque de France, pour un examen et une analyse des conséquences de l'ouverture commerciale pour la productivité agrégée.

anticipant leurs importations. Les importations des États-Unis en provenance de Chine visées par les droits de douane américains ont augmenté avant l'entrée en vigueur de ces droits et ont diminué par la suite (cf. graphique 6) ⁴⁰. Les importations totales des États-Unis ont aussi fortement augmenté, de 9,1 % en glissement annuel au troisième trimestre 2018, ce qui reflète en partie la constitution de stocks par les entreprises. Cette hausse a été associée à une forte augmentation des stocks, tandis que les investissements des entreprises ont diminué. Bien que cela semble indiquer l'existence d'effets d'anticipation, la forte hausse des importations pourrait également refléter le dynamisme de la demande intérieure américaine résultant de la relance budgétaire procyclique et la robustesse du marché du travail.

Graphique 6

Importations américaines en provenance de Chine et application de droits de douane



Sources : Census et calculs des services de la BCE.

Note : Les données présentées dans le graphique se rapportent à des importations nominales.

Des effets de réorientation des échanges sont également à l'œuvre.

En représailles à l'application de droits de douane américains sur les importations chinoises, les autorités chinoises ont imposé des droits de douane de 25 % sur les importations chinoises de soja en provenance des États-Unis en juillet 2018. Les importations chinoises de produits végétaux (essentiellement de soja) sont restées pratiquement inchangées après l'annonce, mais les importations en provenance des États-Unis ont été nettement inférieures à leur niveau habituel. Cependant, les importations en provenance du Brésil, qui ne sont pas touchées par le relèvement des droits de douane, ont augmenté plus fortement que d'habitude (cf. graphique 7).

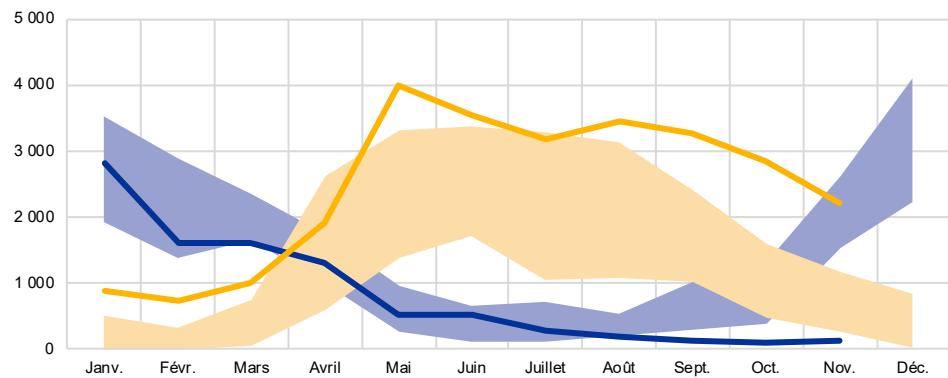
⁴⁰ Cf. Amiti (M.), Redding (S.J.) et Weinstein (D.E.), « *The Impact of the 2018 Trade War on U.S. Prices and Welfare* », *CEPR Discussion Papers*, n° 13564, mars 2019. Cette étude constate que les droits de douane imposés aux importations des États-Unis en 2018 ont été intégralement répercutés sur les prix intérieurs des biens ciblés et ont entraîné une baisse des importations dans les secteurs concernés de 54 % environ par rapport aux secteurs non touchés.

Graphique 7

Importations chinoises de produits végétaux par contrepartie

(en millions de dollars)

- États-Unis en 2018
- Fourchette États-Unis 2010-2017
- Brésil en 2018
- Fourchette Brésil 2010-2017



Sources : CEIC et calculs des services de la BCE.

Notes : Les zones ombrées correspondent à la fourchette de valeurs des produits végétaux en provenance des États-Unis et du Brésil pour chaque mois de l'année sur la période comprise entre 2010 et 2017, permettant d'illustrer le profil saisonnier caractéristique. La dernière observation se rapporte à septembre 2018.

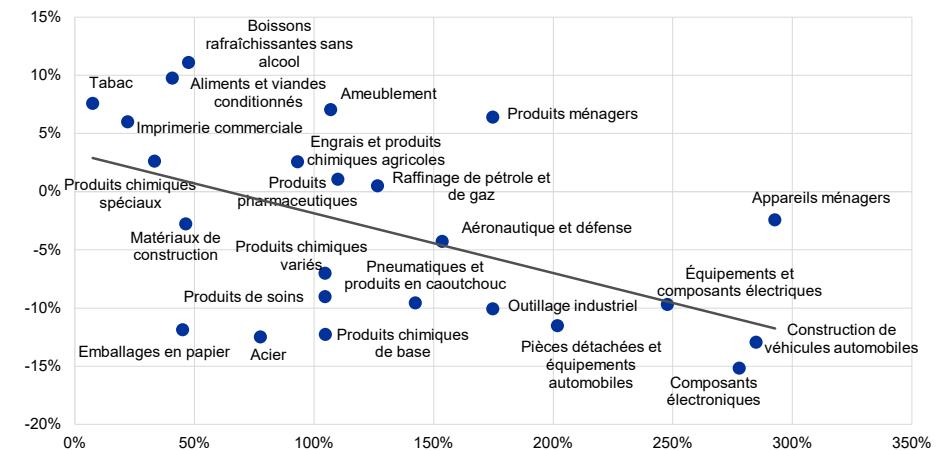
L'impact du relèvement des droits de douane sur les marchés financiers semble être resté circonscrit aux secteurs concernés. Les marchés financiers mondiaux ont été généralement résistants aux annonces des nouveaux droits de douane. Cela pourrait refléter le fait qu'ils n'ont ciblé jusqu'à présent qu'une faible part des échanges internationaux. Dans le même temps, les entreprises américaines potentiellement concernées par le relèvement des droits de douane, comme celles qui sont fortement exposées aux régions hors des États-Unis en termes de production de revenus, ont clairement enregistré de moins bonnes performances (cf. graphique 8). Une analyse de la BCE indique que les mauvaises performances dans les secteurs touchés peuvent presque toujours être rapprochées de modifications des primes de risque, tandis que les fondamentaux – comme les prévisions de bénéfices et le risque de crédit – ne varient guère⁴¹. Les cours des actions chinoises ont été aussi plus durement touchés en 2018 à la suite de plusieurs annonces relatives aux échanges commerciaux.

⁴¹ Pour une analyse plus approfondie des implications de la montée du protectionnisme pour la stabilité financière, cf. Dizioli (A.G.) et van Roye (B.), « *The resurgence of protectionism: potential implications for global financial stability* », *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2018.

Graphique 8

Évolutions sectorielles des rendements boursiers

(abscisses : ouverture commerciale du secteur en pourcentage ; ordonnées : rendement cumulé en pourcentage après six annonces de droits de douane)



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

Notes : Le graphique illustre la réaction cumulée des actions après six annonces américaines et chinoises importantes sur les droits de douane depuis début 2018. Les sous-secteurs classés selon la norme GICS (*Global Industry Classification Standard*) à huit chiffres des indices sectoriels Standard & Poor's 500 ont été rapprochés des importations/exportations et des données relatives à la valeur ajoutée selon le système de classification des industries de l'Amérique du Nord (SCIAN) à trois et quatre chiffres. L'ouverture commerciale du secteur est calculée par la somme des importations et des exportations divisée par la valeur ajoutée brute du sous-secteur correspondant en 2016. La dernière observation se rapporte au 5 octobre 2018. Les sous-secteurs du GICS présentés dans le graphique représentent 35 % de la capitalisation boursière des cinq secteurs sous-jacents de l'indice S&P 500 pour lesquels les données relatives aux échanges commerciaux et à la valeur ajoutée sont disponibles (matériaux, industrie, consommation discrétionnaire, consommation non cyclique et technologies de l'information) et 20 % de la capitalisation boursière totale du S&P 500. Les classes SCIAN utilisées représentent 58 % du total des échanges de biens des États-Unis en 2016.

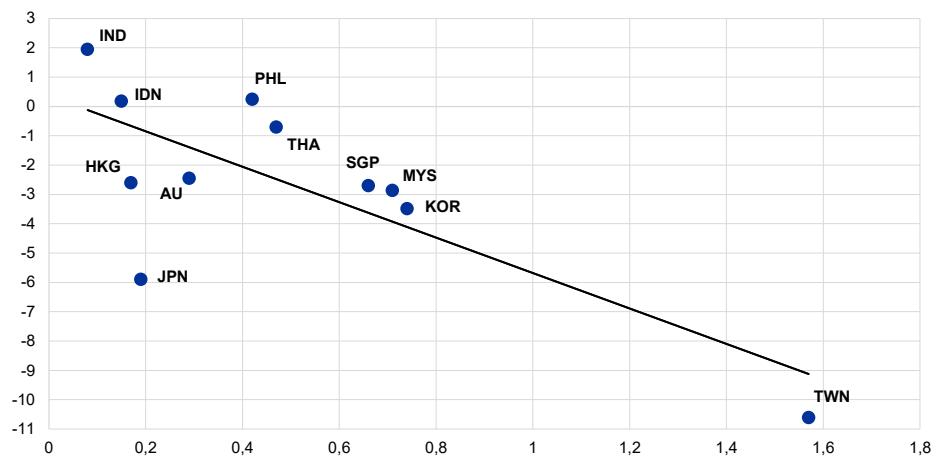
Outre son impact sur les marchés financiers, la montée du protectionnisme peut aussi affecter plus largement le climat des affaires. Les indicateurs récents tirés d'enquêtes font état d'une modération tangible de l'activité en Chine, tandis que les différents commerciaux ont été souvent identifiés comme l'un des facteurs contribuant à la faiblesse des investissements chinois observée ces derniers trimestres. Toutefois, cette baisse de l'investissement pourrait également résulter du durcissement des critères d'octroi du crédit intérieur. Comme expliqué dans la section 4.1, dans la mesure où les exportations des économies asiatiques vers la Chine sont intégrées aux exportations de la Chine vers les États-Unis (par exemple sous forme de composants des produits chinois), les droits de douane américains pourraient aussi affecter leurs exportations *via* la chaîne de valeur régionale. Il semble qu'il y ait une corrélation négative entre les expositions des pays asiatiques à la chaîne d'approvisionnement chinoise des États-Unis et les variations des indices des directeurs d'achat du secteur manufacturier de ces pays depuis janvier 2018, ce qui donne à penser que le relèvement des droits de douane pourrait affecter le climat des affaires dans l'ensemble de la région (cf. graphique 9). Aux États-Unis, les indicateurs de confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise ont légèrement diminué ces derniers mois, tout en restant proches de niveaux historiquement élevés. Toutefois, les entreprises américaines sont de plus en plus préoccupées par les effets des tensions commerciales, et un certain nombre d'entre elles déclarent avoir

réévalué leurs programmes d'investissements en biens d'équipement à la lumière des inquiétudes relatives aux droits de douane⁴².

Graphique 9

Variations des indices des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier des pays d'Asie et leurs expositions indirectes aux droits de douane des États-Unis

(ordonnées : variation de l'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier depuis janvier 2018 en points d'indice ; abscisses : valeur ajoutée dans les importations des États-Unis en provenance de Chine, en pourcentage du PIB du pays)



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.

Note : Pays représentés : Australie (AU), Hong-Kong (HKG), Indonésie (IDN), Inde (IND), Japon (JPN), Corée du Sud (KOR), Malaisie (MYS), Philippines (PHL), Singapour (SGP), Thaïlande (THA) et Taïwan (TWN).

L'incertitude relative à la montée du protectionnisme pourrait également avoir affecté la demande extérieure de biens de la zone euro. Les exportations hors zone euro ont été particulièrement faibles depuis début 2018, cette baisse résultant principalement d'une détérioration marquée dans les secteurs de l'industrie manufacturière, des machines et du matériel de transport (cf. graphique 10). Les exportations du secteur manufacturier sont étroitement liées à la croissance de l'investissement des partenaires commerciaux et ont tendance, sur longue période, à afficher une corrélation négative relativement élevée avec certaines mesures de l'incertitude, comme le VIX⁴³. Cela donne à penser que l'incertitude liée à la montée du protectionnisme pourrait avoir affecté les exportations de la zone euro, mais il est difficile de distinguer cet effet éventuel des autres facteurs, y compris de l'introduction des nouvelles normes d'émissions en Europe, des modifications spécifiques défavorables des réglementations du secteur automobile en Chine, des turbulences financières sur les marchés émergents et du Brexit.

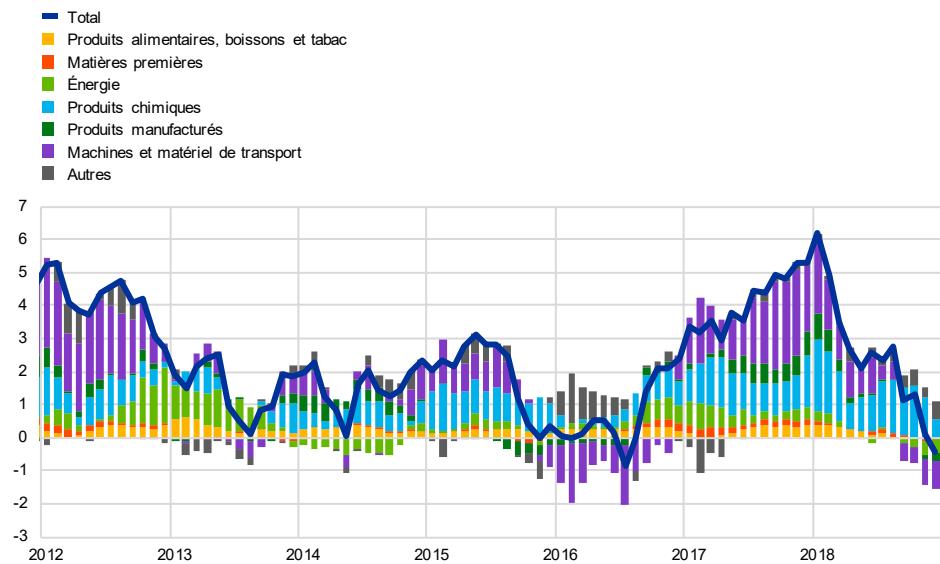
⁴² Enquête sur l'incertitude économique (*Survey of Business Uncertainty*) réalisée par la Banque fédérale de réserve d'Atlanta, l'université de Stanford et la Booth School of Business de l'université de Chicago en juillet 2018.

⁴³ Indice de volatilité créé par le marché des options négociables de Chicago.

Graphique 10

Exportations de la zone euro

(en volume ; moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance annuels et contributions)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à décembre 2018.

La plus forte incertitude concernant les échanges commerciaux a probablement aussi incité les exportateurs de la zone euro à freiner l'investissement.

D'après les données tirées d'enquêtes et les données fondées sur des modèles, l'incertitude mondiale a un effet négatif sur l'investissement des entreprises de la zone euro⁴⁴. Le graphique 11 montre que, en 2018, le ratio dépenses en capital/actif des entreprises exerçant leur activité dans les secteurs touchés par les mesures et les menaces des États-Unis relatives aux droits de douane (panneaux solaires, machines à laver, métaux et voitures) a été plus faible que celui des entreprises opérant dans d'autres secteurs⁴⁵. Si l'investissement dans ces deux groupes d'entreprises affichait une dynamique similaire avant 2018, on observe en revanche un découplage des tendances du ratio investissement/actif depuis lors. En outre, la dynamique de l'investissement a probablement été aussi affectée par les évolutions propres au secteur automobile.

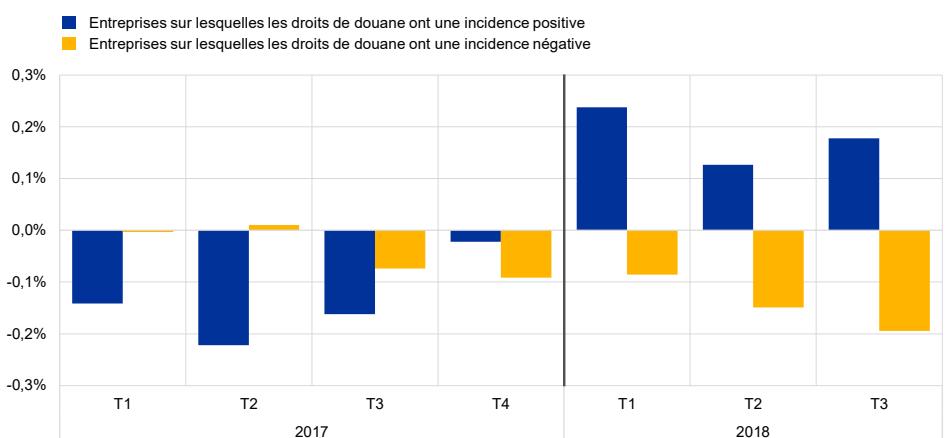
⁴⁴ Cf. l'encadré intitulé « La demande intérieure dans la zone euro : facteurs déterminants et risques », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2019.

⁴⁵ Un modèle multi-pays et multi-secteurs simule les effets des droits de douane qui ont déjà été mis en œuvre (selon les listes officielles) ainsi que la menace des États-Unis d'appliquer des droits de douane sur ses importations de voitures et les représailles sur les secteurs concernés aux États-Unis. Le modèle identifie les secteurs négativement affectés par les mesures relatives aux droits de douane et les secteurs bénéficiant de ces mesures (grâce à la réorientation des échanges). Parmi les effets qui en résultent, on constate notamment un impact indirect sur la compétitivité et sur les chaînes d'approvisionnement.

Graphique 11

Évolution du ratio investissement/actifs totaux des entreprises sur lesquelles les droits de douane ont eu une incidence positive/négative

(variation annuelle en pourcentage du ratio investissement/actifs totaux)



Source : Sociétés non financières (SNF) de l'indice Dow Jones Euro Stoxx 300.

Notes : L'échantillon se compose des SNF de l'indice Dow Jones Euro Stoxx 300 et varie dans le temps en fonction de la disponibilité des données. La mesure indiquée correspond à la variation annuelle en pourcentage du ratio investissement/actifs totaux, définie comme le ratio dépenses en capital/actifs totaux. Les SNF sont regroupées selon que la menace de droits de douane a une incidence positive (en bleu) ou négative (en jaune) dans les simulations.

4.3 Quel pourrait être l'impact d'une nouvelle intensification des tensions commerciales ? Simulations fondées sur des modèles

Les risques liés à une nouvelle accentuation des tensions commerciales demeurent importants, car des mesures plus concrètes pourraient être prises. Afin d'évaluer l'impact d'une nouvelle intensification des tensions commerciales, cette sous-section analyse le scénario d'une guerre commerciale hypothétique, dans laquelle les États-Unis relèvent de 10 % les barrières tarifaires et non tarifaires sur les importations en provenance de l'ensemble de leurs partenaires commerciaux, qui ripostent de façon symétrique. L'impact serait, bien sûr, beaucoup plus fort dans le cas d'une véritable guerre commerciale désordonnée.

Malgré leurs limites, les estimations fondées sur des modèles peuvent permettre d'évaluer certaines des implications à moyen et long terme d'une intensification des tensions commerciales. Deux méthodologies différentes sont utilisées pour analyser les résultats à moyen comme à long terme. Le modèle monétaire et budgétaire mondial intégré (*Global Integrated Monetary and Fiscal Model* – GIMF)⁴⁶, associé au modèle mondial de la BCE⁴⁷, est utilisé afin d'étudier les effets à moyen terme d'un scénario de guerre commerciale. Dans le cadre de ce scénario, on évalue non seulement les échanges commerciaux, mais également les

⁴⁶ Cf. Kumhof (M.) et al., « *The Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF) – Theoretical Structure* », *IMF Working Papers*, n° 10/34, FMI, février 2010.

⁴⁷ Cf. Dieppe (A.) et al., « *ECB-Global: Introducing the ECB's global macroeconomic model for spillover analysis* », *Economic Modelling*, vol. 72(C), juin 2018, p. 78-98.

effets sur la confiance⁴⁸. Afin d'évaluer les implications à long terme (à l'équilibre) pour le commerce, on utilise un modèle d'équilibre général multi-pays et multi-secteurs. Dans ce modèle, on prend comme hypothèse que les barrières tarifaires et non tarifaires augmentent de 10 % de façon permanente, ce qui permet d'effectuer des prévisions à long terme⁴⁹.

Dans les simulations des effets à moyen terme, l'intensification des tensions commerciales peut avoir un impact direct significatif sur l'activité aux États-Unis, aggravé par des tensions financières accrues et une détérioration de la confiance. Un relèvement des barrières tarifaires et non tarifaires sur les importations incite les consommateurs et les entreprises nationaux à privilégier les biens produits dans leurs pays. Toutefois, cet effet devrait être largement contrebalancé par une hausse des prix et par la diminution des exportations résultant des mesures de représailles prises par l'ensemble des partenaires commerciaux. Ainsi, les effets directs sur le PIB des États-Unis sont négatifs et pourraient faire baisser l'activité de 1,5 % (par rapport au scénario de référence après la première année). Les effets sur la confiance d'un durcissement des conditions de financement pourraient peser davantage encore sur le PIB des États-Unis. Pour les besoins de ce scénario, la simulation des effets sur la confiance est effectuée en prenant comme hypothèse une hausse de 50 points de base des primes de risque sur les obligations émises par les entreprises et une baisse des prix des actions équivalant à deux écarts types dans l'ensemble des pays⁵⁰.

Si certains pays sont susceptibles de bénéficier, dans un premier temps, de la réorientation des échanges commerciaux, le commerce et l'activité devraient néanmoins fortement diminuer à l'échelle mondiale. Les producteurs chinois amélioreraient probablement leur compétitivité dans les pays tiers par rapport aux producteurs américains car, dans la simulation, l'ensemble des partenaires commerciaux des États-Unis augmenteraient leurs barrières tarifaires et non tarifaires sur les importations en provenance des États-Unis (cf. graphique 12 pour les effets au cours de la première année). Par conséquent, dans cette simulation, les effets des échanges commerciaux sur le PIB de la Chine sont légèrement positifs (+0,6 %) et ne sont que partiellement contrebalancés par des effets sur la confiance. S'agissant de la zone euro, en dépit de possibles gains de parts de marché à l'exportation, les effets de débordement résultant d'une détérioration de la confiance à l'échelle mondiale annuleraient très probablement les gains de compétitivité, entraînant ainsi une légère baisse globale de l'activité. Enfin, le commerce mondial et l'activité mondiale pourraient diminuer de plus de 2,5 % et 1 %, respectivement, en raison d'effets

⁴⁸ Le scénario reproduit les simulations fondées sur des modèles décrites dans l'encadré intitulé « Implications macroéconomiques d'une montée du protectionnisme », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, septembre 2018 ; et dans Cœuré (B.), « The consequences of protectionism », contribution à la 29^e édition de l'atelier « *The Outlook for the Economy and Finance* », « Villa d'Este », Cernobbio, 6 avril 2018.

⁴⁹ Si on suppose que les mesures sont en vigueur depuis seulement deux ans au moment de l'évaluation des effets à moyen terme, dans les simulations à l'équilibre, on prend comme hypothèse que l'ensemble des substitutions et des ajustements ont été faits, les hausses des coûts des échanges commerciaux étant permanentes.

⁵⁰ Les résultats des simulations reposent sur des choix de modélisation importants. On suppose que les conflits commerciaux ne durent que deux ans et que les recettes budgétaires supplémentaires générées par le relèvement des droits de douane servent à réduire les déficits publics plutôt qu'à soutenir la demande. On suppose que la politique monétaire et les taux de change réagissent de façon endogène dans tous les pays. Les résultats doivent donc être traités avec une certaine prudence.

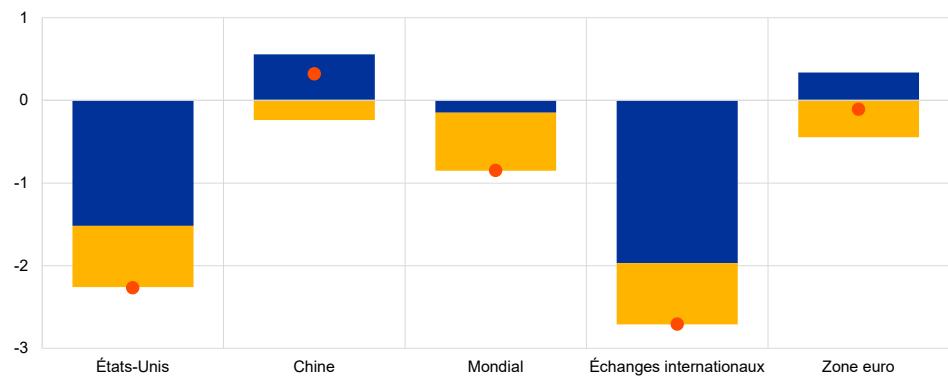
négatifs s'exerçant simultanément par le biais du canal des échanges commerciaux et du canal financier.

Graphique 12

Impact estimé d'une intensification des tensions commerciales – effets au cours de la première année

(conséquence sur le PIB, écart par rapport aux niveaux de référence ; pourcentages)

- Effets sur les échanges
- Effets sur la confiance
- Effet global



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Les résultats sont la combinaison des effets directs sur les échanges issus du modèle GIMF et des effets sur la confiance modélisés à l'aide du modèle mondial de la BCE.

L'accentuation des tensions commerciales pourrait également avoir des effets à long terme prononcés sur les exportations et les importations des États-Unis.

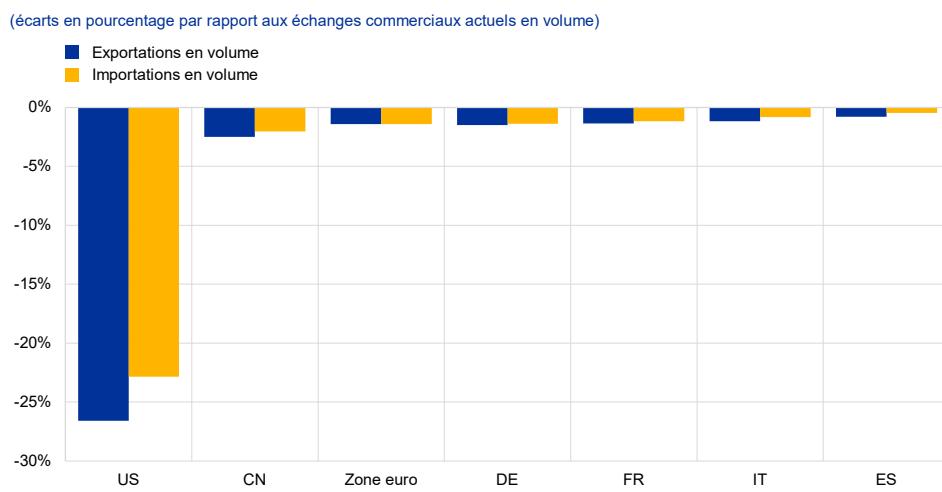
Dans les simulations de modèle, les effets à l'équilibre prennent en compte les échanges commerciaux par le biais des chaînes d'approvisionnement, mais pas les canaux financiers ni les effets sur la confiance susceptibles de se produire à moyen terme⁵¹. À long terme, les consommateurs et les producteurs pourraient se tourner intégralement vers les produits issus des marchés nationaux ou de marchés tiers, et les processus de production pourraient être relocalisés en partie sur les marchés de destination concernés par ces mesures. Aux États-Unis, les flux commerciaux pourraient être gravement affectés, avec une diminution de 26,6 % des exportations en volume et un recul moins important des importations (22,8 %), et donc un effet globalement négatif des exportations nettes sur l'activité. Le fort impact sur les flux américains traduit le fait que les exportations des États-Unis et leurs importations en provenance de l'ensemble de leurs partenaires commerciaux sont soumises à des droits de douane plus élevés. La Chine, en revanche, subira probablement des pertes moins importantes (cf. graphique 13), la baisse des exportations vers les États-Unis étant partiellement compensée par une augmentation des exportations vers les pays dans lesquels la Chine a amélioré sa compétitivité-prix par rapport aux producteurs américains. De même, d'autres pays pourraient améliorer leur compétitivité sur les

⁵¹ Pour des informations détaillées concernant le modèle, cf. Cappariello (R.) et al., « Protectionism and Value Chains, Quantifying the General Equilibrium Effects », Working Paper Series, BCE, à paraître.

marchés chinois aux dépens des États-Unis, et remplacer ces derniers en tant que source d'exportations vers la Chine⁵².

Graphique 13

Impact estimé d'une intensification des tensions commerciales sur les échanges commerciaux – effets sur le long terme



Sources : World Input-Output Database (2016) et calculs des services de la BCE.

Notes : Les évolutions du total des exportations et des importations en volume ont été agrégées à partir des évolutions du commerce bilatéral en volume par secteurs à l'aide des parts des valeurs nominales correspondantes. Les évolutions du commerce bilatéral nominal par secteurs ont été déflatées des variations de prix respectives. La zone euro recouvre les échanges commerciaux intra et extra-zone euro. CN est l'abréviation de Chine.

S'agissant de la zone euro, les effets sur les échanges commerciaux seraient relativement contenus. L'incidence, via le canal des échanges commerciaux, sur le commerce de la zone euro serait globalement faible, avec des effets hétérogènes d'un pays et d'un secteur à l'autre (cf. graphique 13). Toutefois, les effets d'une intensification des tensions commerciales pourraient être plus prononcés en raison de l'incertitude et des pertes de productivité.

Encadré 1

Évaluer l'impact sur l'économie mondiale et sur la zone euro de la menace de droits de douane sur les importations automobiles

Vanessa Gunnella

Le présent encadré évalue l'incidence possible d'une augmentation des droits de douane sur les importations de véhicules aux États-Unis. Les simulations supposent un relèvement des droits de douane sur les importations de voitures des États-Unis en provenance de l'ensemble de ses

⁵² L'impact estimé sur le commerce est sensible au choix des élasticités. La réaction plutôt marquée des volumes commerciaux à un relèvement des droits de douane dans nos simulations reflète les caractéristiques spécifiques de cette catégorie de modèles. Il ressort clairement de la littérature économique que les modèles macroéconomiques standard font apparaître des élasticités-prix moins élevées que les modèles estimés au niveau sectoriel. L'agrégation de ces élasticités sectorielles à l'échelle du pays aboutit à des élasticités plus élevées, qui sont hétérogènes d'un pays à l'autre et dépendent du degré de spécialisation et d'ouverture entre secteurs. Cf., par exemple, Imbs (J.) et Mejean (I.), « *Trade elasticities* », *Review of International Economics*, vol. 25, n° 2, 2017, p. 383-402.

partenaires commerciaux à l'exception du Canada et du Mexique⁵³. Les partenaires riposteraient de façon symétrique⁵⁴.

La production de véhicules est organisée au sein de chaînes d'approvisionnement transfrontières très complexes. Les interconnexions entre secteurs sont extrêmement élevées entre les pays signataires de l'accord commercial entre les États-Unis, le Mexique et le Canada (USMCA). En termes cumulés, les véhicules assemblés au Canada et au Mexique, puis exportés vers les États-Unis contiennent des niveaux de valeur ajoutée américaine pouvant atteindre 22 % (cf. les parties rouges du graphique A). À l'inverse, les véhicules importés du Japon, de la Corée du Sud et d'Allemagne ont peu de contenu américain (environ 2 %). Les exportations vers les États-Unis se composent également de consommations intermédiaires utilisées par l'industrie automobile américaine pour produire des voitures destinées à la consommation nationale et à l'exportation (cf. les parties jaunes du graphique A). Par conséquent, si l'application de droits de douane sur les importations de véhicules des États-Unis pourrait être discriminatoire à l'égard des producteurs étrangers, la production nationale et les exportations des États-Unis pourraient cependant également pâtir d'une hausse des prix des pièces automobiles (proportionnellement aux parties rouges et jaunes du graphique A). En particulier, les fabricants automobiles étrangers exportant vers les États-Unis pâtiraient davantage d'une application de droits de douane sur les produits exportés directement vers les États-Unis (cf. les parties bleues du graphique A) que lorsque ces produits transitent par d'autres pays (cf. les parties bleu clair du graphique A). Toutefois, ils ne seraient pas affectés du point de vue du contenu en valeur ajoutée des exportations qui est attribuable à des pays tiers ou du point de vue de la part des exportations – ce sont de simples allers-retours qui n'impliquent pas de valeur ajoutée (cf. les parties grises du graphique A).

⁵³ Un accord parallèle au sein de l'accord commercial USMCA exclut l'application de droits de douane au titre de la Section 232 (y compris un éventuel droit de douane sur les voitures) à l'encontre du Canada et du Mexique.

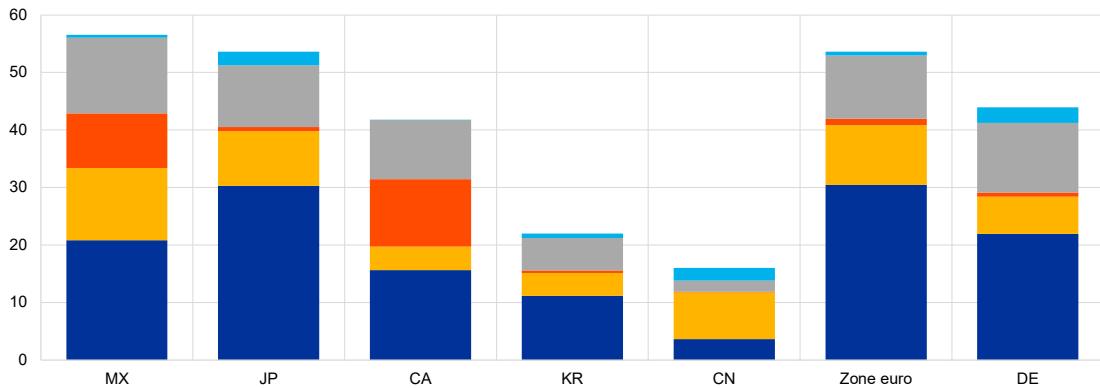
⁵⁴ Plus précisément, les pays touchés par le droit de douane de 25 % sur les véhicules riposteraient en ciblant le secteur automobile américain et en relevant les droits de douane sur les produits ayant déjà fait l'objet de mesures de représailles.

Graphique A

Relations au sein des chaînes de production dans les exportations de véhicules vers les États-Unis

(exportations vers les États-Unis ; en milliards de dollars)

- Valeur ajoutée de l'exportateur dans les biens finaux consommés aux États-Unis
- Valeur ajoutée de l'exportateur dans les biens intermédiaires pour la production finale et les exportations des États-Unis
- Contenu en valeur ajoutée étrangère (apportée par les États-Unis) des exportations
- Contenu en valeur ajoutée étrangère (apportée par des pays tiers) des exportations et double comptabilisation
- Valeur ajoutée de l'exportateur qui transite par d'autres pays avant d'arriver aux États-Unis



Sources : World Input-Output Database (2016), Wang (Z.), Wei (S.J.) et Zhu (K.), « Quantifying International Production Sharing at the Bilateral and Sector Levels », NBER Working Papers, n° 19677, National Bureau of Economic Research, novembre 2013, et calculs des services de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte à 2014. Le graphique présente la ventilation des exportations brutes nominales vers les États-Unis en composantes de la valeur ajoutée. La « valeur ajoutée de l'exportateur dans les biens finaux consommés aux États-Unis » correspond à la valeur ajoutée d'un exportateur contenue dans les produits finaux exportés vers les États-Unis ; la « valeur ajoutée de l'exportateur dans les biens intermédiaires pour la production finale et les exportations des États-Unis » correspond à la valeur ajoutée d'un exportateur contenue dans les biens intermédiaires utilisés comme intrants dans la production nationale des États-Unis ou dans la production de leurs exportations ; le « contenu en valeur ajoutée étrangère des exportations » correspond à la valeur ajoutée étrangère (apportée soit par les États-Unis soit par des pays tiers) contenue dans les exportations ; la « double comptabilisation » correspond à la valeur ajoutée des produits intermédiaires qui traversent la frontière plusieurs fois et la « valeur ajoutée de l'exportateur qui transite par d'autres pays avant d'arriver aux États-Unis » correspond à la valeur ajoutée des biens intermédiaires produits par un exportateur dont des pays tiers se servent pour produire leurs exportations vers les États-Unis. Pour l'agrégat de la zone euro, seul les pays hors zone euro sont considérés comme autres pays. Les abréviations utilisées sont les suivantes : CA pour Canada, CN pour Chine, MX pour Mexique, JP pour Japon et KR pour Corée du Sud.

Les effets à l'équilibre d'une augmentation des droits de douane sur les importations de véhicules des États-Unis seraient concentrés sur le secteur automobile. Les simulations réalisées à l'aide du modèle d'équilibre général multi-secteurs et multi-pays décrit précédemment suggèrent que les consommateurs américains pourraient privilégier les véhicules produits aux États-Unis ou au Mexique et au Canada (qui ne sont pas frappés par la mesure relative aux droits de douane) et la production de véhicules serait relocalisée en partie dans ces pays. En conséquence, l'industrie automobile des États-Unis accroîtrait sa valeur ajoutée de 12 % (0,1 % de la valeur ajoutée nominale des États-Unis), tout comme le Canada et le Mexique (augmentation de 14 % et 10 %, respectivement, de la valeur ajoutée). En termes de valeur ajoutée, les secteurs automobiles du Japon et de la zone euro subiraient une perte de, respectivement, 10 % et 14 % environ. L'application de droits de douane en représailles et la hausse des prix des consommations intermédiaires pourraient affecter d'autres secteurs aux États-Unis, contrebalançant ainsi l'effet positif des gains de compétitivité pour les constructeurs automobiles américains.

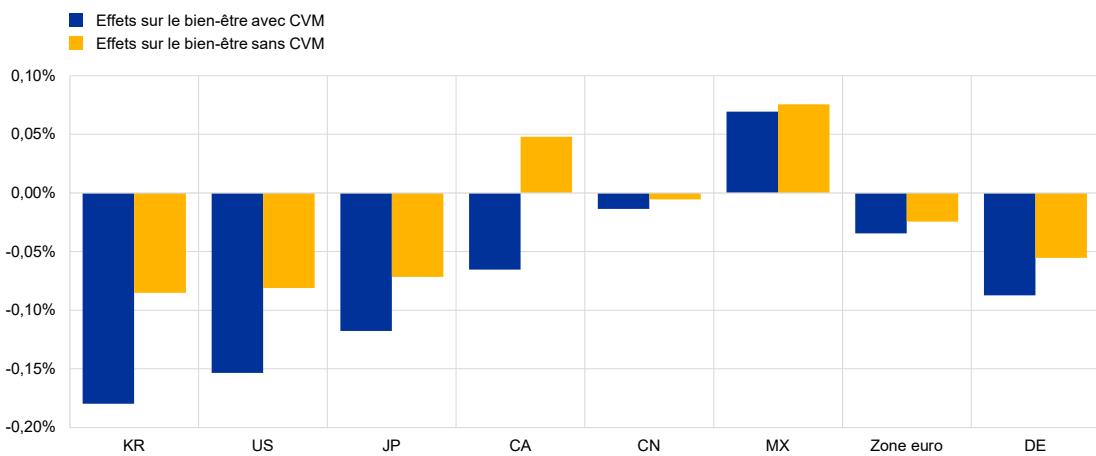
Les effets des droits de douane sont amplifiés par les chaînes de valeur mondiales (CVM) transfrontières dans l'industrie automobile. Le graphique B compare les effets sur le bien-être issus du modèle multi-secteurs avec CVM par rapport au même modèle, mais dans lequel les échanges commerciaux sont attribués uniquement aux biens finaux (de sorte que le montant des échanges soumis à des droits de douane reste le même). Les échanges entre secteurs au sein d'un même pays sont également attribués dans leur intégralité aux biens finaux – dans le modèle sans CVM, les droits de douane ne s'appliqueraient qu'une fois que le bien final aurait traversé la frontière. Les résultats confirment que l'organisation de la production automobile dans les chaînes d'approvisionnement présentant plusieurs stades de production dans plusieurs pays

(cf. graphique A) joue un rôle important dans la transmission des effets des droits de douane : ne pas tenir compte du commerce lié aux CVM dans le modèle sectoriel entraînerait une sous-estimation d'au moins 10 % des effets sur le bien-être dans le cas de la zone euro. Les effets amplificateurs des CVM sont encore plus évidents dans le cas des États-Unis, dont le secteur automobile dépend lourdement des consommations intermédiaires importées. Le rôle des CVM est particulièrement intéressant dans le cas du Canada. Si l'on ne tient pas compte des effets des CVM, le Canada connaît des gains en termes de bien-être. En revanche, lorsqu'on prend en compte les effets indirects et de boucle qui s'exercent par le biais des chaînes d'approvisionnement (par exemple, les prix augmentent également sous l'effet des droits de douane qui affectent les États-Unis), les effets sur le bien-être deviennent négatifs.

Graphique B

Effets des droits de douane sur le bien-être

(écart en pourcentage par rapport au bien-être hors droits de douane)



Sources : World Input-Output Database (2016) et calculs des services de la BCE.

Notes : Le bien-être correspond au revenu réel des ménages. Les abréviations utilisées sont les suivantes : CA pour Canada, CN pour Chine, MX pour Mexique, JP pour Japon et KR pour Corée du Sud.

Dans l'ensemble, l'impact d'un relèvement des droits de douane sur le secteur automobile est jugé plus prononcé pour les pays exportateurs de voitures et pourrait être accentué par des effets sur la confiance. Bien que la production unitaire mondiale de voitures soit élevée, l'industrie automobile ne représente qu'une faible part de la valeur ajoutée dans la plupart des pays. On estime que l'impact sur l'ensemble de la zone euro serait faible, même en tenant compte des effets amplificateurs des chaînes de valeur mondiales. Toutefois, les conséquences d'un relèvement des droits de douane sur les véhicules pourraient peser lourdement sur certains pays. On évalue qu'un éventuel relèvement des droits de douane aurait des effets négatifs aux États-Unis et dans les pays fortement exposés au marché américain – principalement la Corée du Sud et le Japon. De plus, les effets sur la confiance ou l'incertitude concernant l'industrie automobile qui n'ont pas été pris en compte pourraient avoir un impact plus négatif sur l'économie mondiale.

5 Conclusions

Considérées isolément, les répercussions des droits de douane appliqués en 2018 ne constituent qu'un modeste risque négatif pour les perspectives mondiales et pour celles de la zone euro. Selon des données préliminaires, afin de contourner les effets d'un relèvement des droits de douane, les entreprises exerçant leur activité dans les secteurs ciblés ont probablement anticipé leurs commandes à l'importation. Si les flux commerciaux dans les secteurs affectés ont probablement commencé à se ralentir après l'entrée en vigueur des droits de douane, notamment en Chine, l'impact des droits de douane mis en œuvre et annoncés reste cependant circonscrit aux secteurs ciblés pour le moment, en raison d'effets d'incertitude.

Toutefois, si les tensions commerciales devaient de nouveau s'intensifier, l'impact serait plus important. Les simulations réalisées à partir de modèles indiquent que l'impact direct à moyen terme d'une intensification pourrait être important, accentué par des tensions financières accrues et une détérioration de la confiance. En dépit des effets de réorientation des échanges, le commerce de la zone euro et le commerce mondial et, par conséquent, l'activité, diminueraient. Les effets à plus long terme seraient encore plus prononcés.

La libéralisation du commerce dans le cadre d'une coopération multilatérale a été un facteur essentiel de la prospérité économique mondiale. L'intégration des échanges commerciaux a favorisé la croissance dans les économies avancées et en développement dans la seconde partie du 20^e siècle, tout en contribuant à sortir des millions de personnes de la pauvreté. Dans le même temps, même si le libre-échange est souvent considéré comme un des facteurs à l'origine de la montée des inégalités à l'intérieur des pays et entre eux, inverser la marche de la mondialisation n'est pas le bon remède à ces effets négatifs. Renoncer à l'ouverture ne fera qu'alimenter les inégalités, privant les populations des avantages économiques incontestés du commerce et de l'intégration. Les pays feraient mieux de chercher à résoudre les conflits commerciaux dans le cadre de forums multilatéraux. En favorisant la convergence réglementaire, la coopération multilatérale contribue à protéger les populations des conséquences indésirables de l'ouverture ; à ce titre, elle demeure une réponse capitale aux craintes concernant l'équité du commerce. Les effets distributifs et sociaux d'une plus grande intégration économique doivent également être maîtrisés à l'aide de politiques ciblées poursuivant des objectifs plus justes, comme par exemple les politiques redistributives ou des mesures adéquates en matière de formation et d'éducation.

2

Règles budgétaires dans la zone euro et leçons à tirer d'autres unions monétaires

Nadine Leiner-Killinger et Carolin Nerlich

Le présent article compare le cadre de règles budgétaires dans la zone euro à ceux de pays plus intégrés sur le plan budgétaire, comme les États-Unis et la Suisse, afin d'en tirer des leçons sur la façon dont les règles budgétaires pourraient être réformées dans l'Union économique et monétaire (UEM) européenne. Les États-Unis et la Suisse ont l'expérience de règles d'équilibre budgétaire qui contribuent à stabiliser la dette publique dans les différents états/cantons à des niveaux modérés et globalement comparables. La récente évolution vers des règles d'équilibre budgétaire dans la zone euro est une importante réalisation en ce sens et a contribué à une amélioration des soldes budgétaires sous-jacents moyens. Pour autant, il convient de rendre le cadre budgétaire plus efficace pour réduire les niveaux élevés de dette publique et leur dispersion entre les pays de la zone euro. Réduire l'hétérogénéité des soldes de dette publique est également un préalable important à la mise en place d'une fonction de stabilisation macroéconomique commune gérée de manière appropriée au centre de l'UEM en cas de crises économiques sévères. Cela pourrait ensuite permettre de limiter la procyclicité des règles budgétaires au niveau des pays.

1 Introduction

Au sein de l'Union économique et monétaire (UEM), la politique monétaire unique est complétée par des politiques budgétaires qui relèvent de la responsabilité des gouvernements nationaux. Ces politiques budgétaires sont soumises à un ensemble commun de règles budgétaires et à des dispositifs propres à certains pays. Après la récente crise financière et économique, qui faisait suite à des phases de conjoncture économique favorable insuffisamment mises à profit pour constituer des réserves budgétaires, le cadre budgétaire commun de l'UE a été renforcé. Entre autres, les mesures initiées ont accordé plus d'importance à la réduction des ratios de dette publique pour qu'ils atteignent des niveaux sains. Elles comportaient également un pacte budgétaire, dans lequel figure une disposition prévoyant une convergence vers les objectifs budgétaires à moyen terme (OMT) des différents pays membres. Ceux-ci doivent transposer ces mesures en droit national, de préférence au niveau constitutionnel.

Si les travaux en vue de nouvelles améliorations du fonctionnement de l'UEM se poursuivent, les progrès sur la voie d'une intégration budgétaire plus poussée ont été limités jusqu'à présent ⁵⁵. La déclaration publiée à l'issue du sommet de la zone euro d'octobre 2014 indiquait qu'« il est essentiel de coordonner plus étroitement les politiques économiques pour assurer le bon fonctionnement de l'Union économique et monétaire » et soulignait l'importance de la préparation des

⁵⁵ L'intégration budgétaire se définit, pour les besoins du présent article, comme le transfert partiel de ressources budgétaires et de compétences en matière de politique budgétaire des niveaux inférieurs vers le niveau central de l'État. Une intégration budgétaire plus poussée est censée se traduire en fin de compte par un système de fédéralisme budgétaire (cf. section 4).

« nouvelles initiatives visant à améliorer la gouvernance économique dans la zone euro ». Par la suite, le « rapport des cinq présidents », publié en 2015, a émis des propositions visant à compléter l'UEM. Il soulignait qu'« il faut progresser [...] sur la voie d'une Union budgétaire synonyme à la fois de stabilisation et de viabilité budgétaires »⁵⁶. Cela reflète le fait que, à la différence d'autres unions monétaires, l'UEM n'est pas pourvue d'un budget fédéral important. Par conséquent, il n'existe actuellement aucun budget distinct et centralisé qui pourrait être utilisé pour contribuer à une stabilisation budgétaire de l'économie de la zone euro en période de ralentissements économiques sévères. Le sommet de la zone euro de décembre 2018 a chargé l'Eurogroupe « de mener des travaux sur la conception, les modalités de mise en œuvre et le calendrier d'un instrument budgétaire de convergence et de compétitivité [...] », mais n'a pas sollicité de travaux sur une capacité centrale de stabilisation⁵⁷.

Le présent article a pour objectif de s'appuyer, pour l'élaboration des règles budgétaires dans la zone euro, sur les leçons tirées de cadres de règles budgétaires en vigueur dans d'autres unions monétaires plus intégrées sur le plan budgétaire. Plus précisément, il étudie les règles budgétaires en vigueur aux États-Unis et en Suisse, qui sont des exemples d'unions monétaires disposant d'une structure fédérale, de règles budgétaires au niveau fédéral et à des niveaux infranationaux et d'un important budget central. Fait important, ces unions monétaires diffèrent de la zone euro dans la mesure où elles sont également des unions politiques, au sens d'une seule nation ou d'un état fédéral.

Les conclusions montrent que l'importance croissante accordée dans les pays de la zone euro aux règles d'équilibre budgétaire a rapproché l'UEM de l'organisation en place aux États-Unis et en Suisse. Ces pays ont une longue expérience des règles d'équilibre budgétaire aux niveaux infranationaux, qui s'est traduite, dans l'ensemble, par des ratios de dette publique plus faibles et moins disparates que dans la zone euro. Pour obtenir un résultat comparable, il est encore nécessaire de rendre le cadre budgétaire de l'UE plus efficace en matière de réduction des charges élevées que représentent les dettes publiques nationales. La réforme de ce cadre rendrait les pays en question moins vulnérables à des ralentissements économiques et l'ensemble de la zone euro plus résiliente. Les règles d'équilibre budgétaire pourraient, toutefois, compliquer la tâche des États dans l'utilisation de la politique budgétaire de manière suffisamment contracyclique, notamment lors de ralentissements économiques sévères. Dans d'autres unions monétaires, ces règles aux niveaux infranationaux s'accompagnent de la possibilité de stabiliser l'économie à partir du centre ou, dans une moindre mesure, grâce à des fonds « pour les mauvais jours » (*rainy day funds*) au niveau infranational.

Cet article est structuré comme suit. La section 2 dresse un bilan des principales règles budgétaires régissant les politiques budgétaires dans la zone euro. Elle se concentre sur les règles établies au niveau des différents pays et sur la façon dont elles s'articulent avec le cadre de gouvernance commun de l'UE. La section 3 décrit

⁵⁶ Pour plus de précisions, cf. Juncker (J.-C.), Tusk (D.), Dijsselbloem (J.), Draghi (M.) et Schulz (M.), « [Compléter l'Union économique et monétaire européenne](#) », Commission européenne, juin 2015.

⁵⁷ Pour plus de précisions, cf. [Déclaration du sommet de la zone euro, 14 décembre 2018](#).

les principales évolutions budgétaires depuis la crise en vue de déterminer si le renforcement du cadre de gouvernance budgétaire a eu une incidence perceptible. La section 4 retrace les principales caractéristiques des cadres budgétaires qui régissent les politiques budgétaires aux États-Unis et en Suisse. Sur la base de cette analyse, la section 5 se propose d'éclairer les débats sur les modalités d'approfondissement de l'UEM et de correction des lacunes du cadre budgétaire existant. La section 6 présente des éléments de conclusion.

2 Règles budgétaires dans la zone euro

Les règles budgétaires sont un élément essentiel des cadres budgétaires nécessaires pour parvenir à des finances publiques saines. Des soldes budgétaires soutenables sont particulièrement importants dans une union monétaire, les différents pays n'ayant pas la possibilité d'utiliser les politiques monétaire et de change pour répondre à des chocs qui leur sont spécifiques. En outre, comme l'a montré la récente crise de la dette souveraine en Europe, des situations budgétaires compromises dans un pays peuvent entraîner des effets de contagion sur d'autres pays, affectant ainsi l'union monétaire dans son ensemble. Les règles budgétaires chiffrées font l'objet d'une large adhésion dans le sens où elles permettent de parvenir à des politiques budgétaires saines et sont donc essentielles pour garantir le caractère soutenable des finances publiques. De plus, leur incidence positive sur les finances publiques peut encore être renforcée grâce à la discipline de marché (cf. encadré 1). Comme l'expérience tirée de la crise de la dette souveraine l'a montré, un respect insuffisant des règles budgétaires en période favorable peut s'avérer coûteux. En revanche, si les règles budgétaires n'autorisent que trop peu de flexibilité en période de récession, elles peuvent contraindre la capacité des pays à stabiliser leurs économies en période de ralentissement. Cela concerne notamment les pays qui n'ont pas constitué de réserves budgétaires suffisantes. Il est donc important que les règles budgétaires fassent en sorte que les politiques budgétaires soient suffisamment contracycliques sur l'ensemble du cycle économique⁵⁸. Cela requiert des règles budgétaires structurelles qui corrigent l'incidence des évolutions conjoncturelles. Si on veut aller plus loin, toutefois, une forme de partage des risques efficace, par exemple *via* une capacité budgétaire au centre de l'union monétaire, semble nécessaire pour lutter contre les ralentissements économiques sévères⁵⁹.

Le fondement des règles budgétaires est bien établi dans la littérature. Leur principal objectif est de limiter l'utilisation de mesures discrétionnaires afin de promouvoir l'élaboration de politiques budgétaires saines et de rompre avec la tendance des gouvernements à laisser le déficit et les niveaux d'endettement s'accroître au fil du temps (on parle de « biais en faveur du déficit »). Des règles budgétaires chiffrées sont définies pour les besoins du présent article comme imposant une contrainte permanente sur la politique budgétaire, s'exprimant sous la

⁵⁸ En outre, on peut souligner que les règles budgétaires peuvent contribuer à dégager une marge de manœuvre budgétaire. Cf. par exemple Nerlich (C.) et Reuter (W.), « *Fiscal Rules, Fiscal Space, and the Pro cyclicality of Fiscal Policy* », *Finanzarchiv*, vol. 72, n° 4, 2016.

⁵⁹ Une discussion relative à la question du partage des risques et à la nécessité d'une capacité budgétaire dépasserait largement le cadre du présent article. Pour de plus amples informations, cf. par exemple l'article intitulé « *Le partage des risques dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2018.

forme d'un indicateur synthétique de performance budgétaire, qu'il s'agisse du déficit public, de la dette publique ou d'une composante budgétaire essentielle⁶⁰.

Les politiques budgétaires dans les pays de la zone euro sont régies par des règles budgétaires supranationales et nationales. Par exemple, au niveau supranational, les pays de la zone euro sont soumis à des règles budgétaires en termes nominaux dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance de l'UE (soit les limites définies par le traité de Maastricht de 3 % pour le ratio déficit/PIB et de 60 % pour le ratio dette publique/PIB). Ils doivent également atteindre et maintenir les OMT qui leur sont spécifiques et sont définis en termes de solde structurel. Le solde structurel est un indicateur clé pour le cadre de gouvernance de la zone euro et reflète le solde budgétaire sous-jacent d'un pays, qui élimine l'incidence de la conjoncture et des facteurs exceptionnels sur le solde budgétaire affiché. Le respect de ces règles budgétaires supranationales est régi par les volets préventif et correctif du Pacte de stabilité et de croissance. À la différence d'autres unions monétaires, comme les États-Unis ou la Suisse (cf. section 4), les règles supranationales s'appliquent aux politiques budgétaires nationales et non à un budget fédéral. Au niveau national, les règles budgétaires actuelles de la zone euro sont dans une large mesure déterminées par le Pacte budgétaire, qui est entré en vigueur en 2013⁶¹. Le Pacte budgétaire impose aux pays d'avoir une règle en vigueur qui assure l'équilibre du budget des administrations publiques en termes structurels à moyen terme et un mécanisme de correction déclenché automatiquement dans l'éventualité d'écart sensibles par rapport à l'objectif budgétaire. Cette règle doit être transposée en droit national, de préférence au niveau constitutionnel. De plus, plusieurs pays se sont déjà dotés d'un cadre de règles spécifiques.

Au cours des 20 dernières années, le nombre de règles budgétaires nationales en vigueur a approximativement triplé dans les pays de la zone euro, reflétant en particulier une augmentation des règles d'équilibre budgétaire. Alors qu'au début du siècle il y avait seulement quelque 20 règles budgétaires nationales au total dans les pays de la zone euro, le nombre est désormais passé à 62, d'après la base de données relative aux règles budgétaires de la Commission européenne (cf. graphique 1). Les pays ont mis en place différents types de règles budgétaires chiffrées. Les règles d'équilibre budgétaire ont pris une importance particulière dans les pays de la zone euro, passant de dix en 2000 à 35 en 2017 et représentant désormais presque 60 % de l'ensemble des règles⁶². Les règles relatives à la dette, qui existaient dans seulement trois pays de la zone euro en 2000, se sont également développées au cours des deux dernières décennies et représentent désormais à peu près un quart de l'ensemble des règles. En revanche, les règles en matière de

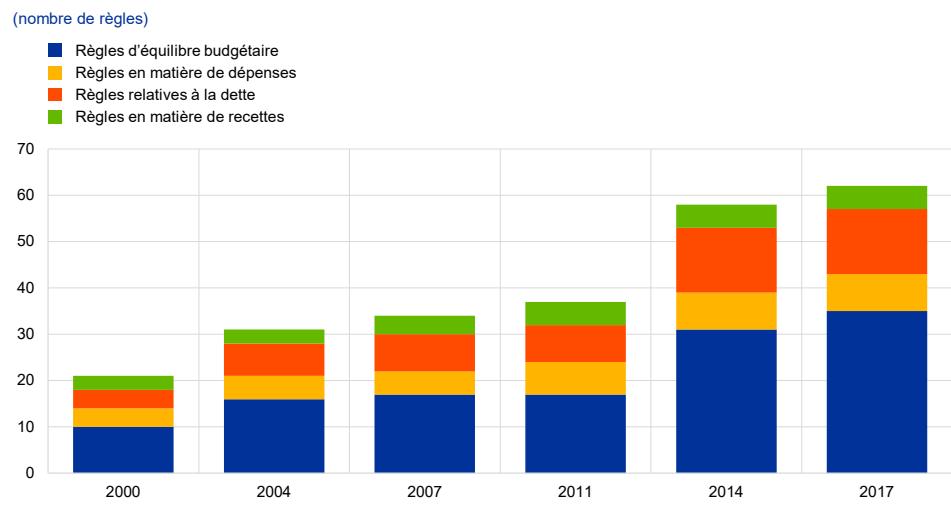
⁶⁰ Conformément à la définition largement utilisée tirée de Kopits (G.) et Symansky (S.), « *Fiscal policy rules* », *Occasional Paper Series*, n° 162, Fonds monétaire international, 1998.

⁶¹ Le Pacte budgétaire établit un plancher pour l'OMT de – 0,5 % du PIB pour les pays dont l'endettement est supérieur à 60 % du PIB et de – 1 % du PIB pour les pays dont l'endettement est nettement inférieur à 60 % du PIB. Il s'agit d'une législation contraignante pour les parties contractantes, désormais au nombre de 24, parmi lesquelles figurent tous les pays de la zone euro. Cf. également l'encadré intitulé « *Les principaux éléments du pacte budgétaire* », *Bulletin mensuel*, BCE, mars 2012.

⁶² Outre la règle d'équilibre budgétaire pour les administrations publiques, plusieurs pays de la zone euro, en particulier ceux disposant d'une structure fédérale, ont également des règles d'équilibre budgétaire en vigueur qui s'appliquent uniquement à certains niveaux infranationaux des finances publiques, comme par exemple les communes.

dépenses et les règles en matière de recettes jouent un rôle relativement limité dans la plupart des pays de la zone euro.

Graphique 1
Règles budgétaires nationales dans la zone euro



Sources : Commission européenne et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique s'appuie sur la dernière mise à jour disponible (2017) de la base de données relative à la gouvernance budgétaire de la Commission européenne. Elle intègre l'ensemble des règles budgétaires nationales, y compris celles qui restreignent seulement une partie du secteur des administrations publiques, comme l'échelon régional ou local.

Le cadre des règles budgétaires s'est amélioré plus nettement en termes qualitatifs que ne le suggère l'augmentation du seul nombre de règles. Dans de nombreux pays, les règles budgétaires qui étaient en vigueur au cours des premières années de l'UEM ont fait place à des règles budgétaires plus sophistiquées. De ce point de vue, les règles budgétaires se sont améliorées suivant au moins cinq dimensions, en termes de couverture, de rigueur, de vraisemblance, de suivi et de mécanismes de correction intégrés. Premièrement, s'agissant de la couverture, tous les pays de la zone euro ont désormais au moins une règle budgétaire en vigueur qui impose une restriction sur les finances publiques au niveau des administrations publiques. Ce constat est à rapprocher des débuts de la zone euro, où dans leur grande majorité, les règles limitaient seulement une petite fraction du secteur des administrations publiques et étaient parfois associées seulement à des échelons régionaux ou locaux. Deuxièmement, les règles ont été renforcées ces dernières années grâce à une définition au niveau constitutionnel ou à un niveau équivalent. En principe, cela contribue à réduire le risque de politiques budgétaires court-termistes, discrétionnaires, qui sont souvent considérées comme responsables de l'accumulation massive de dette publique. Troisièmement, tous les pays de la zone euro ont au moins une règle budgétaire en vigueur qui est définie en termes structurels et qui prend donc en considération l'incidence des évolutions conjoncturelles. Précédemment, les pays étaient souvent contraints seulement par des plafonds en termes nominaux. Quatrièmement, le suivi du respect des objectifs budgétaires a été considérablement renforcé, avec des autorités budgétaires indépendantes, dotées d'un mandat de surveillance relativement étendu, désormais établies dans tous les pays de la zone euro. Cinquièmement, même si l'expérience pratique reste limitée, les règles budgétaires s'appuient de plus en plus sur des

mécanismes d'exécution plus crédibles, qui dans certains cas sont déclenchés automatiquement, en cas d'écart par rapport aux objectifs budgétaires.

La majeure partie de ces améliorations apportées aux règles budgétaires nationales sont intervenues au cours de la décennie actuelle, sous l'effet d'importants changements institutionnels au niveau supranational. Le plus important à cet égard a été l'obligation de transposer intégralement le Pacte budgétaire en droit national, dans le but d'augmenter l'appropriation nationale du cadre de gouvernance de l'UE. Cette évolution peut être considérée comme un changement de régime par rapport aux débuts de l'UEM, où les règles budgétaires nationales des différents pays étaient élaborées indépendamment les unes des autres⁶³. La directive applicable aux cadres budgétaires, qui fait partie de la législation « six-pack » de 2011, imposait également des règles budgétaires chiffrées par pays. En outre, en 2013, les règlements « two-pack » ont spécifié que des institutions budgétaires indépendantes devaient occuper un rôle plus important dans le suivi du respect des règles budgétaires au niveau national.

Par conséquent, les règles budgétaires nationales sont devenues plus comparables d'un pays à l'autre et sont mieux alignées sur le cadre de gouvernance de l'UE au niveau supranational. Tous les pays de la zone euro ont désormais une règle d'équilibre budgétaire en vigueur restreignant le budget des administrations publiques, ce qui fait suite aux changements institutionnels mentionnés précédemment. Par ailleurs, dans plusieurs pays de la zone euro, les dispositions incluent une référence explicite au Pacte de stabilité et de croissance. Certains pays ont *de jure* des exigences encore plus strictes que celles prévues dans le Pacte, essentiellement en raison d'une automatité plus grande de leurs mécanismes d'exécution. Cela étant, les cadres budgétaires continuent de différer d'un pays à l'autre, reflétant principalement les préférences nationales et les différentes structures fédérales. Les différences ont également trait à l'appropriation nationale des règles budgétaires et à leur capacité à être respectées.

Encadré 1

Règles, marchés et discipline budgétaire dans une union monétaire

Maximilian Freier et Sarah Ciaglia

Il existe en principe deux mécanismes pour corriger les politiques budgétaires non vertueuses : un cadre de gouvernance budgétaire fondé sur des règles et une discipline de marché. Les rôles respectifs des règles budgétaires et de la discipline de marché figurent parmi les thèmes des présentes discussions sur la réforme du cadre de gouvernance de l'UEM⁶⁴. S'appuyant

⁶³ En février 2017 la Commission européenne a publié son évaluation de la transposition du Pacte budgétaire, aboutissant à la conclusion que la plupart des parties contractantes avaient intégralement transposé le Pacte budgétaire en droit national, mais 11 seulement à un niveau constitutionnel ou à un niveau comparable. Cf. « [Rapport de la Commission présenté conformément à l'article 8 du traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire](#) », Commission européenne, 22 février 2017. Toutefois, cette évaluation pourrait représenter une interprétation relativement généreuse de la transposition ; cf. l'encadré intitulé « [Le pacte budgétaire : l'examen par la Commission et les perspectives](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2017.

⁶⁴ À titre d'exemple, cf. Bénassy-Quéré (A.), Brunnermeier (M.), Enderlein (H.), Farhi (M.), Fratzscher (M.), Fuest (C.), Gourinchas (P.-O.), Martin (P.), Pisani-Ferry (J.), Rey (H.), Schnabel (I.), Véron (N.), Weder di Mauro (B.) et Zettelmeyer (J.), « [Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform](#) », *CEPR Policy Insight*, n° 91, 2018.

sur la recherche universitaire, le présent encadré examine les deux mécanismes ainsi que leurs interactions potentielles.

Un cadre de gouvernance fondé sur des règles nécessite en principe deux composantes, des règles régissant la politique budgétaire et des moyens pour leur mise en œuvre. Les règles budgétaires prennent généralement la forme de limites chiffrées appliquées aux agrégats budgétaires (cf. section 2). **Les politiques budgétaires des États doivent être évaluées et leur conformité aux règles budgétaires assurée.** L'efficacité du processus dépend fondamentalement de l'indépendance de l'évaluation de ces politiques et des pouvoirs d'exécution⁶⁵. Au sein de l'UEM, la Commission européenne et le Conseil Ecofin sont chargés de la surveillance des budgets des États membres avec pour objectif de prévenir les biais en faveur du déficit. En outre, des institutions budgétaires indépendantes au niveau national (« conseils budgétaires ») évaluent le respect des dispositions budgétaires nationales (cf. tableau A, colonne de gauche).

Le cadre budgétaire fondé sur des règles dans l'UEM a suscité des critiques principalement en raison de son application difficile et de sa complexité. Premièrement, lorsque les États conservent leur souveraineté en matière de politiques budgétaires, il peut être difficile de s'assurer qu'ils respectent les règles fixées précédemment⁶⁶. Une partie de la recherche universitaire qualifie le Pacte de stabilité et de croissance d'« échec », étant donné le nombre important de violations des règles budgétaires chiffrées qui n'ont pas fait l'objet de sanctions⁶⁷. Deuxièmement, le succès d'un cadre fondé sur des règles dépend fondamentalement de sa simplicité, particulièrement lorsque son exécution est tributaire de l'examen attentif de l'opinion publique et des pressions politiques. Au sein de l'UEM, le Pacte de stabilité et de croissance a débuté avec des limites chiffrées simples en matière de déficit et de dette. Le cadre a ensuite été réformé et un degré de flexibilité a été intégré dans l'application des règles afin de mieux prendre en compte les évolutions conjoncturelles, le coût des réformes structurelles et les charges budgétaires exceptionnelles, liées à la crise⁶⁸. Ce changement est intervenu au prix d'une diminution de la transparence et de la maniabilité.

Toutefois, les analyses empiriques concluent que les cadres de gouvernance budgétaire fondés sur des règles ont un effet contraignant notable sur les politiques budgétaires⁶⁹. En l'absence de mécanismes d'exécution robustes, les règles budgétaires reposent sur un large soutien politique et de l'opinion publique. Dès lors, l'« appropriation » des règles budgétaires est souvent identifiée comme un déterminant important de leur efficacité⁷⁰. S'il y a eu de nombreuses violations

⁶⁵ Cf. Wyplosz (C.), « *Fiscal Rules: Theoretical Issues and Historical Experiences* », in Alesina A. and Giavazzi, F. (eds.), *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, University of Chicago Press, 2013, p. 495-525, et Reuter (W. H.), « *When and why do countries break their national fiscal rules?* », *European Journal of Political Economy*, 2018, p. 1-17.

⁶⁶ Peu nombreuses sont les fédérations budgétaires qui octroient à leur administration centrale un contrôle direct sur la politique budgétaire de leurs entités infranationales. Cf. Cottarelli, C. and Guerguil, M. (eds.), *Designing a European fiscal union: Lessons from the experience of fiscal federations*, Routledge, 2014.

⁶⁷ À titre d'exemples, cf. De Haan (J.), Berger (H.) et Jansen (D.-J.), « *Why has the Stability and Growth Pact Failed?* », *International Finance*, vol. 7, n° 2, 2004, p. 235-260, ou Ioannou (D.) et Stracca (L.), « *Have the euro area and EU governance worked? Just the facts* », *European Journal of Political Economy*, vol. 34, 2014, p. 1-17.

⁶⁸ Cf. l'encadré intitulé « *La flexibilité dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance* », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2015, et Prammer (D.) et Reiss (L.), « *The Stability and Growth Pact since 2011: More complex – but also stricter and less procyclical?* », *Monetary Policy and the Economy*, Oesterreichische Nationalbank, T1 2016, p. 33-53.

⁶⁹ Pour une récente méta-analyse, cf. Heinemann (F.), Moessinger (M.-D.) et Yeter (M.), « *Do fiscal rules constrain fiscal policy? A meta-regression-analysis* », *European Journal of Political Economy*, vol. 51, 2018, p. 69-92.

⁷⁰ Ter-Minassian (T.), « *Fiscal Rules for Subnational Governments: Can They Promote Fiscal Discipline?* », *OECD Journal on Budgeting*, vol. 6, n° 3, 2007.

des règles budgétaires chiffrées du Pacte de stabilité et de croissance au sein de l'UEM, les déficits moyens ont nettement diminué par rapport à la période qui a précédé l'UEM. La convergence vers les OMT fixés dans de nombreux pays ou la concentration des déficits publics juste en dessous du seuil de 3 % dans d'autres tendent à indiquer que les États membres ont intégré au moins une partie du cadre de gouvernance budgétaire de l'UE fondé sur des règles dans leur système de prise de décisions de politique budgétaire⁷¹. Les recommandations d'assainissement dans le cadre de la procédure de déficit excessif se retrouvent presque intégralement dans les plans budgétaires des États et sont mises en œuvre dans une très large mesure⁷².

S'agissant de la discipline de marché, elle se définit comme un mécanisme par lequel les signaux de prix des marchés orientent les États sur la voie de politiques budgétaires saines, ce qui réduit le risque de restructuration future de la dette. Ce mécanisme repose sur le fait que les marchés financiers prennent en compte les fondamentaux (politiques budgétaires actuelle et anticipée) lorsqu'ils déterminent les primes de risque de crédit intégrées dans les coûts de financement des emprunts souverains. Les États ont tendance à ajuster leurs budgets en fonction des modifications de la prime de risque versée sur leur dette⁷³. Il est généralement admis que pour que ce mécanisme fonctionne, il faut – outre des conditions comme des marchés ouverts et des politiques transparentes – qu'il existe une probabilité que la dette des États menant des politiques budgétaires non vertueuses ne sera pas remboursée (cf. tableau A, colonne de droite)⁷⁴. Au sein de l'UEM, cela correspond à la « clause de non-renflouement » (article 125 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne).

Le mécanisme de la discipline de marché est qualifié de « trop lent et peu efficace ou trop soudain et perturbateur »⁷⁵. Premièrement, dans une union monétaire – où une intégration économique étroite implique des effets de contagion plus importants en cas de crise – il pourrait exister des motivations fortes pour l'union à venir en aide à un État membre qui risque de perdre son accès au marché. Si l'engagement de ne pas renflouer un État membre n'est pas totalement crédible, cela peut faire baisser les primes de risque des États⁷⁶. Deuxièmement, la littérature met en évidence que les taux de marché ne reflètent pas nécessairement les informations relatives aux évolutions budgétaires de façon fiable et cohérente, et les prix peuvent surréagir, particulièrement en période de crise économique⁷⁷. Selon certains observateurs, au sein de l'UEM cela pourrait avoir

⁷¹ Cf. Kamps (C.) et Leiner-Killinger (N.), « *Taking stock of the functioning of the EU fiscal rules and options for reform* », Occasional Paper Series, BCE, à paraître, 2019, et « *Report on Public Finances in EMU 2018* », European Economy Institutional Papers, n° 095, Commission européenne, 2019.

⁷² Cf. De Jong (J.) et Gilbert (N.), « *Fiscal Discipline in EMU? Testing the Effectiveness of the Excessive Deficit Procedure* », Working Paper Series, n° 607, De Nederlandsche Bank, 2018.

⁷³ Cf. Lane (T. D.), « *Market Discipline* », Staff Papers, vol. 40, n° 1, Fonds monétaire international, 1993, p. 53-88.

⁷⁴ Cf. Feld (L.P.), Kalb (A.), Moessinger (M.-D.) et Osterloh (S.), « *Sovereign bond market reactions to no-bailout clauses and fiscal rules – The Swiss experience* », Journal of International Money and Finance, vol. 70, 2017, p. 319-343.

⁷⁵ Cf. *rapport sur l'Union économique et monétaire dans la Communauté européenne*, Comité d'étude de l'Union économique et monétaire (« Comité Delors »), avril 1989.

⁷⁶ Cf. Bordo (M. D.), Jonung (L.) et Markiewicz (A.), « *A Fiscal Union for the Euro: Some Lessons from History* », CESifo Economic Studies, vol. 59(3), CESifo, 2013, p. 449-488.

⁷⁷ Cf. Bergman (M.), Hutchison (M.M.) et Jensen (S.E.H.), « *Do Sound Public Finances Require Fiscal Rules, Or Is Market Pressure Enough?* » Economic Papers, n° 489, Commission européenne, 2013, et Aizenman (J.), Hutchison (M.) et Jinjarkar (Y.), « *What is the risk of European sovereign debt defaults? Fiscal space, CDS spreads and market pricing of risk* », Journal of International Money and Finance, vol. 34, 2013, p. 37-59.

contribué, d'une part, à des politiques budgétaires excessivement laxistes avant la crise de la dette souveraine et, d'autre part, à des mesures d'austérité exagérément sévères durant la crise⁷⁸.

En même temps, toutefois, la littérature conclut en règle générale que la discipline de marché réduit efficacement le biais des États en faveur du déficit. La recherche relative à la discipline de marché dans l'UEM montre que les prix de marché reflètent les évolutions budgétaires, ce qui tend à indiquer que la clause de non-renflouement demeure crédible⁷⁹. Des études montrent également que les États européens ajustent efficacement leurs politiques aux variations des prix de marché⁸⁰.

Si la gouvernance budgétaire fondée sur des règles et la discipline de marché sont souvent décrites comme deux mécanismes distincts, elles s'influencent mutuellement dans les faits. Généralement, la littérature conclut que les deux mécanismes se renforcent mutuellement⁸¹. Par exemple, les règles budgétaires permettent aux États de s'engager de manière crédible sur des objectifs budgétaires et réduisent ainsi les taux de marché sur la dette publique⁸². En outre, le diagnostic des évolutions budgétaires dans le cadre du mécanisme de gouvernance budgétaire peut fournir des informations utiles aux intervenants de marché pour déterminer le prix des risques souverains⁸³. Inversement, des taux de marché plus élevés en raison d'une accentuation du risque de crédit entraîneraient, toutes choses égales par ailleurs, une détérioration du solde budgétaire. Cela compliquerait la tâche des pays en matière de respect des dispositions du cadre de gouvernance.

En conclusion, les cadres de gouvernance budgétaire fondés sur des règles et la discipline de marché semblent permettre d'imposer des contraintes sur les politiques budgétaires au sein de l'UEM. Toutefois, les deux mécanismes ont leurs limites et leurs vulnérabilités. Dans ce contexte, les changements institutionnels apportés à l'UEM devraient être évalués soigneusement quant à leur incidence sur le cadre de gouvernance et le mécanisme de la discipline de marché.

⁷⁸ Cf. De Grauwe (P.) et Ji (Y.), « *Mispricing of Sovereign Risk and Macroeconomic Stability in the Eurozone* », *Journal of Common Market Studies*, vol. 50, n° 6, 2012, p. 866-880, et Pisani-Ferry (J.), *The Euro Crisis and Its Aftermath*, Oxford University Press, 2014.

⁷⁹ Cf. Bernoth (K.), von Hagen (J.) et Schuknecht (L.), « *Sovereign risk premiums in the European Government Bond Market* », *Journal of International Money and Finance*, vol. 31, n° 5, 2012, p. 975-995.

⁸⁰ Cf. Rommerskirchen (C.), « *Debt and Punishment: Market Discipline in the Eurozone* », *New Political Economy*, vol. 20, n° 5, 2015, p. 752-782. Cf. également Aflatip (N.), « *Public debt and borrowing: Are governments disciplined by financial markets?* », *Cogent Economics & Finance*, vol. 4, n° 1, 2016.

⁸¹ Cf. Manganelli (S.) et Wolswijk (G.), « *Market Discipline, Financial Integration and Fiscal Rules: What Drives Spreads in the Euro Area Government Bond Market?* », *Working Paper Series*, n° 745, BCE, 2007.

⁸² Un nombre important d'études empiriques concluent que l'adoption de règles budgétaires chiffrées réduit véritablement les coûts d'emprunt des États. Cf. Heinemann (F.), Osterloh (S.) et Kalb (A.), « *Sovereign risk premia: The link between fiscal rules and stability culture* », *Journal of International Money and Finance*, vol. 41, 2014, p. 110-127 ; Iara (A.) et Wolff (G.B.), « *Rules and risk in the Euro area* », *European Journal of Political Economy*, vol. 34, 2014, p. 222-236 ; Thornton (J.) et Chrysovalantis (C.), « *Fiscal rules and government borrowing costs: International evidence* », *Economic Inquiry*, vol. 56, n° 1, 2018, p. 446-459 ; et Afonso (A.) et Jalles (J.T.), « *Fiscal Rules and Government Financing Costs* », *Fiscal Studies*, vol. 40, n° 1, 2019.

⁸³ À titre d'exemple, il a été démontré que l'ouverture d'une procédure de déficit excessif avait un fort effet haussier sur les écarts de rendements souverains. Cf. Kalan (F.D.), Popescu (A.) et Reynaud (J.), « *Thou Shall Not Breach: The Impact on Sovereign Spreads of Noncomplying with the EU Fiscal Rules* », *Working Paper Series*, n° 18/87, Fonds monétaire international, avril 2018.

Tableau A

Mécanismes de discipline budgétaire au sein de l'UEM

	Cadre de gouvernance fondé sur des règles	Discipline de marché
Niveau européen	<p>Règles budgétaires du Pacte de stabilité et de croissance : limites nominales en termes de déficit et de dette, OMT, référence en matière de dépenses et règle relative à la dette</p> <p>Surveillance budgétaire dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance : le volet préventif et le volet correctif (procédure concernant les déficits excessifs) du Pacte géré dans le cadre du Semestre européen par la Commission européenne et par le Conseil Ecofin</p> <p>Obstacle possible à l'efficacité : efficacité de l'exécution/aucun mécanisme de sanction</p>	<p>Clause de non-renflouement : article 125 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne</p> <p>Obstacle possible à l'efficacité : besoin éventuel de soutien intergouvernemental pour garantir le bon fonctionnement de l'UEM en période de crise</p>
Niveau des États membres	<p>Règles du Pacte budgétaire : règles d'équilibre budgétaire, référence pour la réduction de la dette publique</p> <p>Surveillance dans le cadre du Pacte budgétaire : suivi du respect des règles, validation des projections budgétaires et économiques par les conseils budgétaires nationaux</p> <p>Obstacle possible à l'efficacité : appropriation politique insuffisante, mécanismes d'exécution/de sanction efficaces faisant défaut dans certains cas</p>	<p>Ouverture des marchés de capitaux : la liberté de mouvement des capitaux est un des éléments clés du marché unique de l'UE</p> <p>Informations relatives aux statistiques de finances publiques : obligations de <i>reporting</i> d'Eurostat</p> <p>Obstacle possible à l'efficacité : recueil ou mise à disposition de données comparables et homogènes insuffisants</p>

3 Évolutions budgétaires dans la zone euro

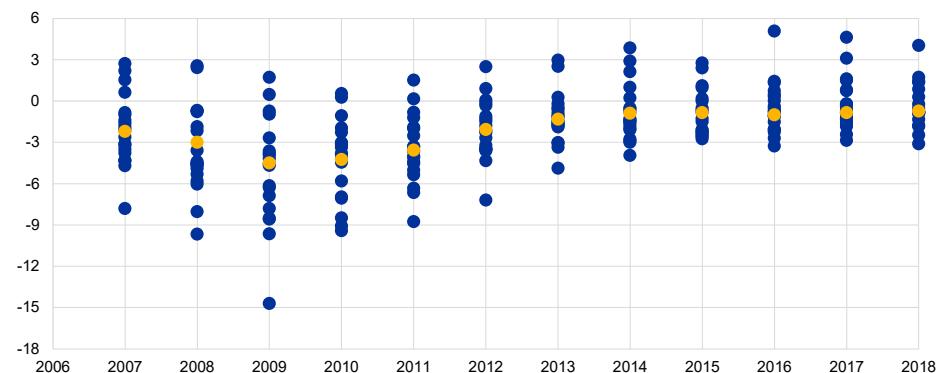
Depuis le pic de la crise financière en 2009, la zone euro dans son ensemble a réalisé des progrès substantiels sur la voie du rétablissement de situations budgétaires saines, évolution qui a coïncidé avec les mesures prises en vue de renforcer le cadre de règles budgétaires. Après avoir atteint un pic en 2009 à 4,5 % du PIB, le déficit structurel agrégé de la zone euro est revenu à 0,7 % du PIB en 2018 (cf. graphique 2). La zone euro dans son ensemble est ainsi parvenue à un déficit budgétaire structurel très proche du plancher de 0,5 % du PIB fixé par le Pacte budgétaire. Cette évolution a contribué nettement à ramener la dette publique dans la zone euro sur une trajectoire baissière. En effet, le ratio dette/PIB agrégé de la zone euro a progressivement diminué par rapport à son pic de 94,2 % en 2014 pour s'établir à 86,9 % en 2018. Il reste, toutefois, nettement éloigné de son niveau antérieur à la crise (65 % en 2007).

Graphique 2

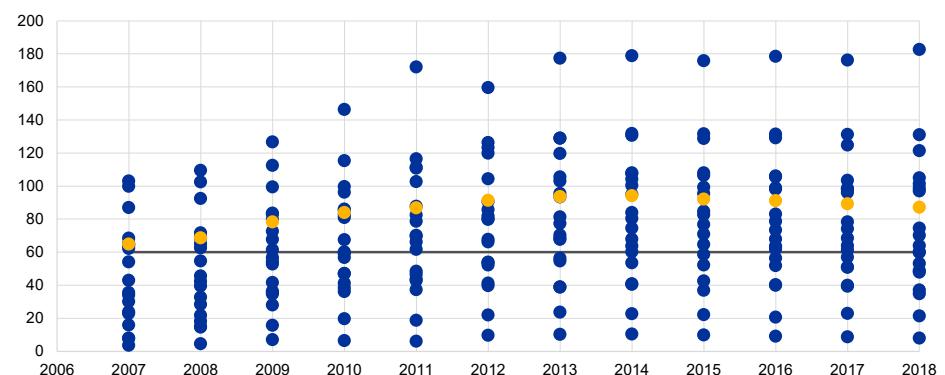
Dispersion des soldes budgétaires structurels et de la dette publique dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)

- Solde structurel au niveau des différents pays
- Solde structurel agrégé de la zone euro



- Dette publique au niveau des différents pays
- Dette publique agrégée de la zone euro



Sources : Prévisions économiques de la Commission européenne, automne 2018, et calculs de la BCE.

Ces tendances favorables pour la zone euro dans son ensemble masquent des évolutions budgétaires hétérogènes au niveau des différents pays. D'une part, on estime qu'un nombre croissant de pays enregistrent des positions budgétaires globalement saines. En 2018, sur la base des prévisions économiques de l'automne 2018 de la Commission européenne, 11 pays devraient avoir atteint des soldes structurels d'équilibre, conformes au plancher défini par le Pacte budgétaire (cf. graphique 3), alors qu'ils n'étaient que trois pays dans ce cas avant la crise en 2007⁸⁴. Cette tendance favorable peut être considérée comme une indication que l'accent mis de manière croissante sur les règles d'équilibre budgétaire au niveau des différents pays commence à se faire sentir⁸⁵. D'autre part, comme le montre le graphique 2, plusieurs pays de la zone euro continuent d'enregistrer des déficits budgétaires structurels importants. Ces pays restent très éloignés de leurs OMT spécifiques et du plancher inscrit dans le Pacte budgétaire, d'où une difficulté plus grande à ramener leurs ratios de dette publique élevés à des niveaux plus bas.

⁸⁴ Le Pacte budgétaire n'est entré en vigueur qu'en 2013.

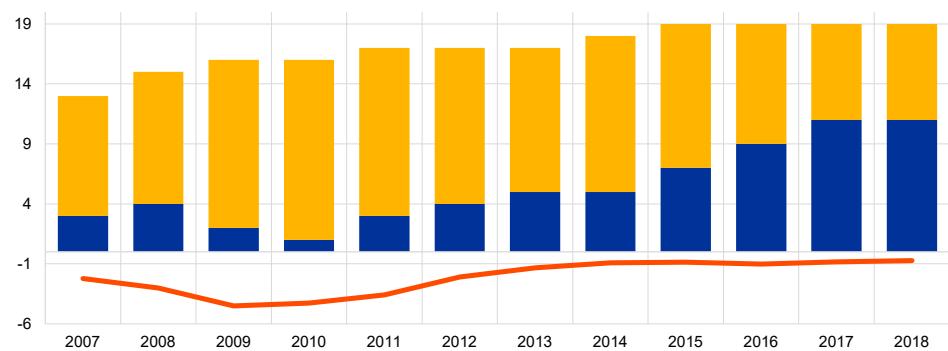
⁸⁵ Il convient d'admettre, toutefois, que le solde structurel peut légèrement surestimer la situation budgétaire sous-jacente d'un pays, car il peut refléter une croissance exceptionnelle des recettes au-delà de la tendance de long terme.

Graphique 3

Soldes structurels vis-à-vis du plancher inscrit dans le Pacte budgétaire

(solde structurel : en pourcentage du PIB)

- Nombre de pays de la zone euro respectant le plancher du Pacte budgétaire
- Nombre de pays de la zone euro ne respectant pas le plancher du Pacte budgétaire
- Solde structurel de la zone euro



Sources : Prévisions économiques de la Commission européenne, automne 2018, et calculs de la BCE.

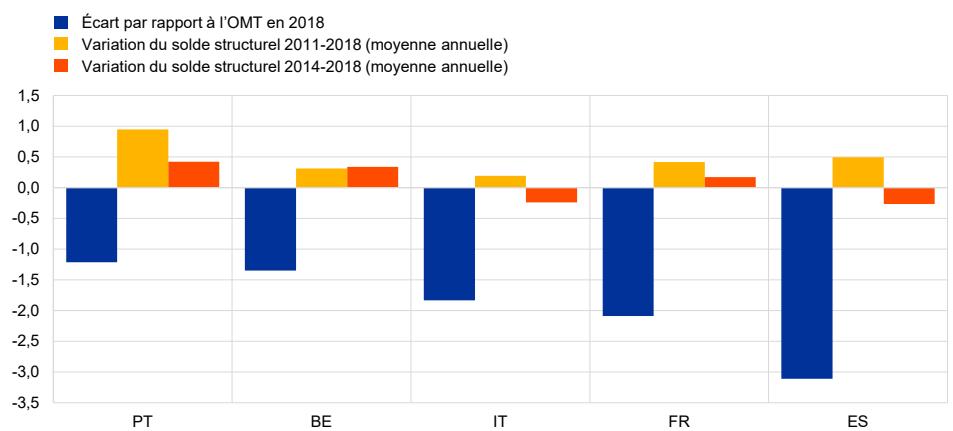
Notes : Le graphique montre le nombre de pays dont le solde structurel serait conforme au plancher défini dans le Pacte budgétaire. Les barres bleues montrent le nombre de pays soit avec un ratio dette publique/PIB supérieur à 60 % et un solde structurel supérieur à un plancher de -0,5 % du PIB, soit avec un ratio dette publique/PIB inférieur à 60 % et un solde structurel supérieur à un plancher de -1 %. Les barres jaunes représentent le nombre de pays ne satisfaisant aucune de ces conditions. Le nombre de pays respectant leurs OMT spécifiques peut être différent, toutefois, dans la mesure où les objectifs peuvent être fixés à des niveaux d'exigence plus élevés que les dispositions du Pacte budgétaire.

Comme l'illustre le graphique 4, dans certains pays ayant une dette publique élevée (Belgique, France et Italie), les déficits structurels demeurent encore éloignés de leurs OMT, enregistrant en moyenne sur la période allant de 2011 à 2018 une baisse de moins de 0,5 % du PIB, l'ajustement de référence prévu dans le Pacte de stabilité et de croissance. Si, sur la période 2011-2013, tous les pays figurant dans le graphique 4 (à l'exception de la Belgique) ont réalisé un ajustement qui, dans le contexte de tensions sur les marchés financiers, était supérieur à l'exigence de référence, ces dernières années aucun des pays représentés n'a réalisé l'ajustement requis. Par conséquent, ces pays n'ont pas constitué les réserves qui leur permettraient d'éviter un resserrement budgétaire lors du prochain ralentissement. Cela peut avoir une incidence sur la résilience de la zone euro dans son ensemble.

Graphique 4

Soldes budgétaires structurels dans les pays n'ayant pas atteint leur OMT et dont les ratios dette publique/PIB sont supérieurs à 90 %

(en points de pourcentage)



Sources : Prévisions économiques de la Commission européenne, automne 2018, et calculs de la BCE.

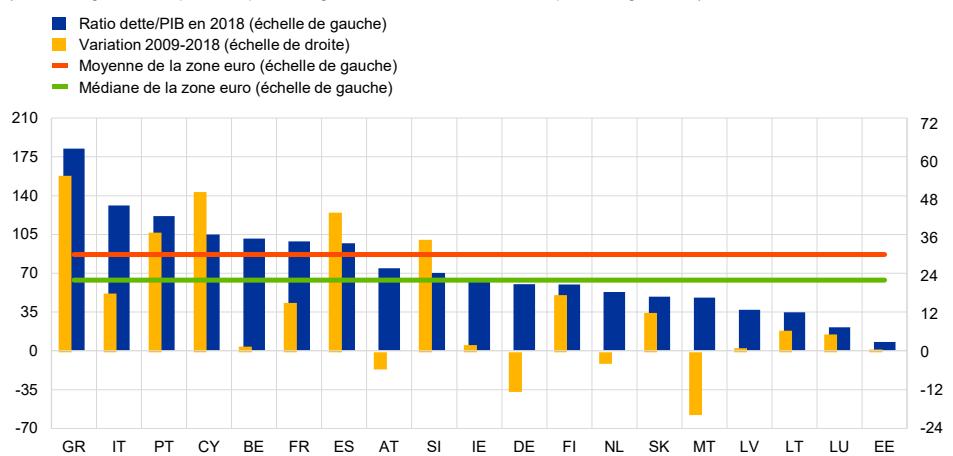
L'hétérogénéité des positions budgétaires des différents pays de la zone euro est également perceptible dans la dispersion des ratios dette publique/PIB.

Cette dispersion a atteint des niveaux très supérieurs à ceux observés avant la crise (cf. graphique 2). En effet, depuis 2009 un nombre croissant de pays de la zone euro ont affiché des ratios dette publique/PIB dépassant la valeur de référence de 60 % énoncée dans le Traité de Maastricht. Si, en 2018, les ratios de dette de certains pays avaient renoué avec des niveaux inférieurs à 60 % du PIB, plusieurs continuent d'enregistrer des ratios de dette publique élevés dépassant 90 % du PIB (cf. graphique 5). Assurer la convergence vers des situations budgétaires saines dans les différents pays et réduire ainsi les vulnérabilités aux chocs est un préalable à la résilience dans la zone euro et donc un facteur important qui plaide en faveur d'une UEM plus intégrée sur le plan budgétaire.

Graphique 5

Évolutions de la dette publique

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



Sources : Prévisions économiques de la Commission européenne, automne 2018, et calculs de la BCE.

4 Cadres budgétaires dans d'autres unions monétaires

La comparaison des finances publiques et des cadres budgétaires de la zone euro, des États-Unis et de la Suisse révèle quelques similitudes mais également d'importantes différences. Comme dans les pays de la zone euro, les règles d'équilibre budgétaire au niveau infranational sont bien établies dans les États américains et dans les cantons suisses, où elles sont, toutefois, en vigueur depuis nettement plus longtemps que dans la zone euro. Cela étant, la taille et le rôle du budget central diffèrent nettement entre la zone euro, d'une part, et la Suisse et les États-Unis, d'autre part. Cela recouvre la fonction de stabilisation du budget central, qui peut limiter la procyclicité des règles budgétaires à l'échelon infranational. Une meilleure compréhension des cadres institutionnels dans ces deux unions monétaires et de la façon dont ils se positionnent par rapport à la situation dans la zone euro peut donc apporter un éclairage, notamment au regard des discussions en cours sur les modalités d'approfondissement de l'intégration budgétaire dans l'UEM. Cette section étudie dès lors plus précisément la façon dont les finances publiques sont régies aux États-Unis et en Suisse, en s'attachant plus particulièrement à l'élaboration, à la sévérité et aux mécanismes d'exécution des règles budgétaires au niveau infranational.

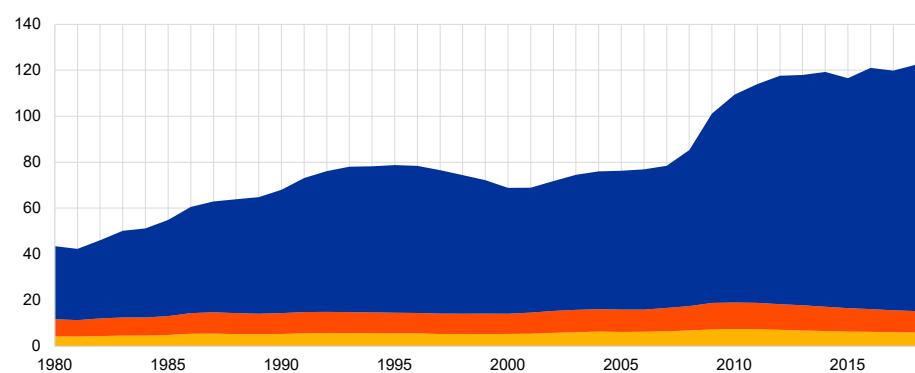
Les finances publiques aux États-Unis et en Suisse diffèrent de celles de la zone euro. Aux États-Unis, la majeure partie de la dette publique globale, qui a enregistré une hausse continue au cours des dernières décennies, a été générée au niveau fédéral (cf. graphique 6). En Suisse, le niveau fédéral est responsable de la moitié environ de la dette publique totale, qui a atteint un pic en 2005 (cf. graphique 7). Dans la zone euro, il n'y a pas d'équivalent au niveau central à part le budget de l'UE, qui est très limité par sa taille et a, en outre, une capacité d'emprunt très limitée. De plus, la dette publique au niveau infranational n'est ni aux États-Unis ni en Suisse aussi hétérogène que dans les différents pays de la zone euro (cf. graphique 8 et graphique 5).

Graphique 6

Décomposition de la dette des administrations publiques aux États-Unis, 1980-2018

(en pourcentage du PIB)

- Au niveau fédéral
- Au niveau des États
- Au niveau local

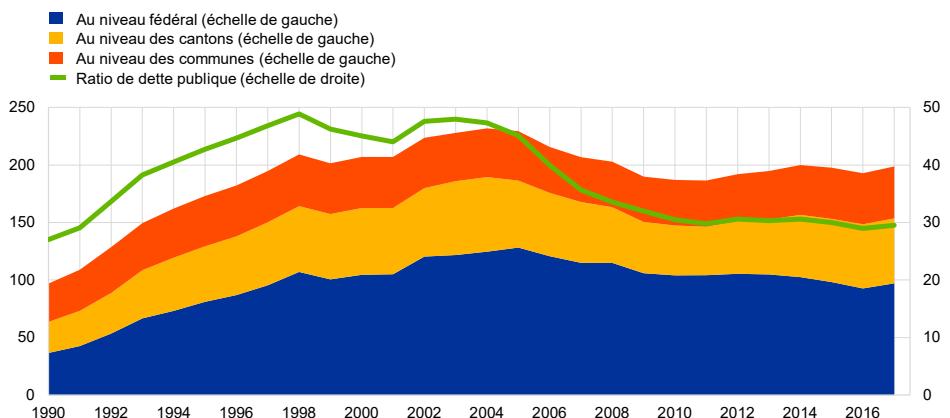


Sources : Haver Analytics et calculs de la BCE.

Graphique 7

Décomposition de la dette des administrations publiques en Suisse, 1990-2017

(échelle de gauche : en milliards de francs suisses ; échelle de droite : en pourcentage du PIB)



Sources : Office fédéral de la statistique suisse et calculs de la BCE.

Note : Les données relatives au ratio dette des administrations publiques/PIB incluent la dette accumulée par les systèmes de sécurité sociale.

Trois aspects institutionnels semblent jouer un rôle particulier dans l'explication des différences entre les finances publiques dans les différentes unions monétaires. Premièrement, les différences ont trait au fédéralisme budgétaire, à son principal objectif et à la solidité de son implantation dans les unions monétaires respectives⁸⁶. Aux États-Unis, le fédéralisme budgétaire prend essentiellement la forme de politiques de stabilisation contracycliques, du niveau central vers celui des États. Les États américains peuvent se reposer sur un certain partage du risque public sous la forme de transferts temporaires provenant du budget fédéral en cas de chocs spécifiques, complétés par des fonds « pour les mauvais jours » établis au niveau des États (cf. également encadré 2)⁸⁷. En Suisse, le fédéralisme budgétaire est bien établi sous la forme d'un système de transferts permanents entre le centre et les cantons économiquement moins forts. Dans la zone euro, en revanche, le fédéralisme budgétaire est très limité. Le budget de l'UE a des ressources très limitées (de quelque 1 % du PIB total), qui sont principalement utilisées à des fins de redistribution sous la forme de fonds de cohésion de l'UE destinés à favoriser une convergence économique dans des régions plus pauvres. Le partage du risque public est encore limité à des situations très spécifiques sous réserve d'une stricte conditionnalité, tandis qu'il n'existe pas de fonds disponibles au niveau central pour offrir aux États membres une fonction de stabilisation contracyclique en cas de chocs communs ou asymétriques sévères. Deuxièmement, dans les États américains et les cantons suisses, les finances publiques sont

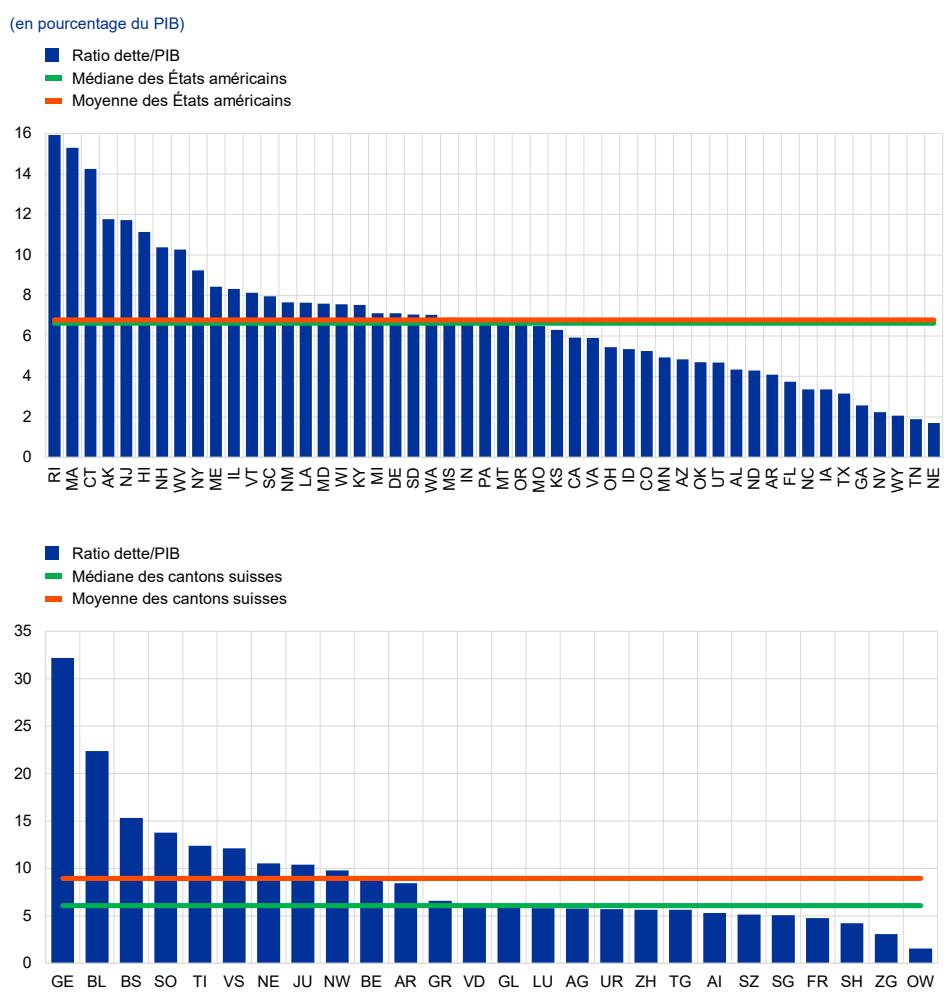
⁸⁶ Le fédéralisme budgétaire porte sur la façon dont les différentes missions de service public sont attribuées aux différents échelons de l'État et sur la façon dont les instruments budgétaires adéquats sont répartis pour que ces missions puissent être remplies. Selon son architecture, le fédéralisme budgétaire peut remplir des fonctions très différentes, notamment de redistribution, de stabilisation ou de partage des risques entre les entités infranationales. Cf. également Darvas (Z.), « *Fiscal federalism in crisis: lessons for Europe from the US* », Bruegel Policy Contribution, numéro 7, 2010.

⁸⁷ Aux États-Unis, 13 % des chocs spécifiques à un État affectant le PIB devraient pouvoir être lissés par le système fédéral de redistribution par l'impôt et de subventions, contre 62 % via des instruments de partage du risque privé (transactions de marché). Cf. Asdrubali (P.), Sorensen (B.) et Yosha (O.), « *Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963-1990* », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 111, n° 4, 1996.

également fortement influencées par une véritable clause de non-renflouement⁸⁸. Troisièmement, les différences portent sur le cadre de règles budgétaires s'appliquant aux différents échelons et sur l'efficacité de son fonctionnement en tant que mécanisme de discipline budgétaire. Si ces trois aspects sont très liés et affectent donc tous le caractère cyclique des politiques budgétaires, l'accent sera mis ci-après sur les règles budgétaires.

Graphique 8

Dispersion de la dette publique dans les États américains et dans les cantons suisses, 2016



Sources : Haver Analytics, Office fédéral de la statistique suisse et calculs de la BCE.
Note : Les graphiques illustrent le ratio dette publique/PIB de 2016 des 50 États américains, abstraction faite de la dette au niveau local, et des 26 cantons, abstraction faite de la dette des communes.

Dans les États américains, les règles budgétaires ne sont pas imposées par le centre et sont donc relativement hétérogènes. Les États fédérés ont une entière discréption dans la façon dont ils fixent leurs règles budgétaires. Bien que des règles d'équilibre budgétaire soient en vigueur dans la quasi-totalité des 50 États, elles

⁸⁸ En Suisse, la clause de non-renflouement a pris effet en 2003, lorsque la commune de Loèche-les-Bains a été dans l'incapacité d'honorer sa dette et que le canton du Valais n'a pas été tenu responsable. Aux États-Unis, aucun État n'a été dans l'impossibilité de s'acquitter du remboursement de sa dette depuis le défaut de l'Arkansas en 1933.

diffèrent en termes de sévérité. Plusieurs États ont des règles d'équilibre budgétaire très strictes qui interdisent le report des déficits sur l'exercice budgétaire suivant. D'autres États autorisent une marge de manœuvre plus importante durant la procédure budgétaire, par exemple sous la forme de clauses dérogatoires, et font respecter les règles de manière relativement souple. Dans certains États américains, les règles d'équilibre budgétaire doivent seulement être respectées *ex ante*, tandis que dans d'autres, les dépenses d'investissement peuvent être déduites des objectifs nominaux, offrant ainsi une marge de manœuvre dans la comptabilisation. Les objectifs budgétaires sont fixés de manière annuelle ou biennale. Les finances publiques dans les États américains sont également soumises à une clause de non-renflouement, tandis que la stabilisation budgétaire du centre vers les États et les fonds pour les mauvais jours apportent un soutien au titre des mécanismes contracycliques⁸⁹. Au niveau fédéral, la capacité d'emprunt de l'État est restreinte par une limite nominale en termes de dette, qui peut, toutefois, être supprimée après approbation du Parlement.

En Suisse, les règles budgétaires, qui sont fixées de manière autonome par les cantons, sont relativement variées. La majeure partie des 26 cantons ont mis en place des règles d'équilibre budgétaire, dont certaines sont établies au niveau constitutionnel. Seuls quelques cantons répartissent la totalité de leurs budgets cantonaux et dans plusieurs cantons l'investissement public est explicitement exclu⁹⁰. Certains cantons font respecter strictement leurs objectifs budgétaires. Par exemple, si le déficit budgétaire dépasse un certain seuil, ils sont obligés d'augmenter les impôts (par exemple à Saint-Gall) ou de déterminer *ex ante* les réductions de dépenses futures. Le respect des règles est également en partie favorisé par des instruments de démocratie directe appliqués au contrôle budgétaire, comme les votations. D'autres cantons, en revanche, ont des règles budgétaires moins strictes, par exemple avec des clauses dérogatoires définies de manière très générale. Au niveau fédéral, la discipline budgétaire est garantie par un frein à l'endettement strict établi en 2003 au niveau constitutionnel, qui s'applique au secteur des administrations publiques dans son ensemble.

Les différences entre les cadres de règles budgétaires de la zone euro, des États-Unis et de la Suisse peuvent être appréhendées grâce à un indice de sévérité des règles. Comme le montre le graphique 9, il s'agit d'un indice composite simple fondé sur les indices accessibles au public pour les trois unions monétaires. Ce sont, pour la Suisse, l'indice élaboré par Kirchgässner et Feld, pour les États américains, l'indice élaboré par Hou et Smith et perfectionné par Mahdavi et Westerlund, et pour les pays de la zone euro, l'indice de la Commission

⁸⁹ Plusieurs études empiriques montrent que la relance budgétaire mise en œuvre au niveau fédéral a essentiellement contrebalancé le resserrement procyclique ressortant des règles des États américains en 2009. Cf. par exemple Aizenman (J.) et Pasricha (G.), « *Net Fiscal Stimulus during the Great Recession* », *Review of Development Economics*, vol 17(3), 2013, p. 397-413 ; et Blöchliger (H.) et al., « *Fiscal policy across levels of government in times of crisis* », *Working Paper*, n° 12, Organisation de coopération et de développement économiques, 2010. S'agissant du rôle des fonds pour les mauvais jours, cf. Fatas (A.) et Mihov (I.), « *The macroeconomic effects of fiscal rules in the US states* », *Journal of Public Economics*, vol. 90(1-2), 2006, p. 101-117.

⁹⁰ Cf. Burret (H.) et Feld (L.), « *Effects of Fiscal Rules – 85 Years' Experience in Switzerland* », *CESifo Working Paper Series*, n° 6063, CESifo, 2016.

européenne⁹¹. Ces études utilisant leur propre classification, il est nécessaire de les convertir en un système à score unique. Pour des raisons de simplicité et étant donné également le manque d'informations publiquement disponibles au niveau granulaire dans les différentes zones, l'indice composite présenté ici est celui qui se rapproche le plus de l'indice élaboré par Kirchgässner et Feld. L'indice composite est ainsi établi à partir de trois critères : a) si une règle d'équilibre budgétaire est en vigueur, b) s'il existe un suivi intra-annuel clair du budget, et c) s'il existe un mécanisme d'exécution contraignant et crédible. Chaque critère se voit attribuer un score de 0, indiquant que la caractéristique est présente, ou de 0, dans le cas contraire. Un score global est ensuite calculé, qui peut être fort, moyen, faible ou non existant. Plus le score est élevé, plus la règle est sévère.

Globalement, les règles budgétaires dans les pays de la zone euro semblent plus strictes que les règles infranationales dans les deux autres unions monétaires. D'après l'indice composite, 40 % des règles budgétaires dans les pays de la zone euro sont très strictes, soit un score nettement plus élevé que pour les États des États-Unis ou les cantons suisses (cf. graphique 9). Dans les États des États-Unis, plus de la moitié des règles budgétaires en vigueur sont moyennement sévères, tandis que dans les cantons suisses, elles apparaissent moins contraignantes. Toutefois, les résultats doivent être interprétés avec prudence, les différents indices n'étant pas nécessairement totalement comparables, dans la mesure où ils utilisent des critères différents et une part considérable de jugement⁹².

⁹¹ Cf. Feld (L.) et Kirchgässner (G.), « *On the Effectiveness of Debt Brakes: The Swiss Experience* », in Neck, R. and J.-E. Sturm (eds.), *Sustainability of Public Debt*, MIT Press, Cambridge, 2008 ; Hou (Y.) et Smith (D.), « *Do state balanced budget requirements matter? Testing two explanatory frameworks* », *Public Choice*, vol. 145, 2010 ; Mahdavi (S.) et Westerlund (J.), « *Fiscal stringency and fiscal sustainability: Panel evidence from the American state and local governments* », *Journal of Policy Modeling*, vol. 33, 2011 ; et Commission européenne, *Fiscal rules database*, 2017.

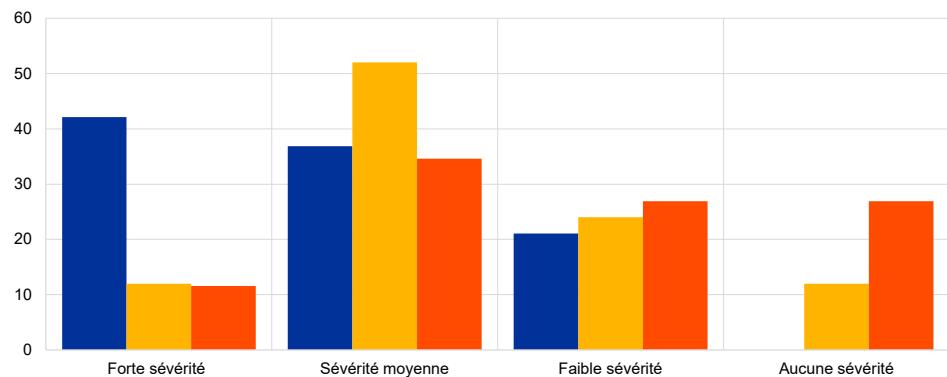
⁹² De fait, les évaluations semblent même différer des règles au sein d'une union monétaire. Pour les États-Unis, par exemple, les études diffèrent quant à l'évaluation de la sévérité des règles des États. En outre, les études utilisées pour l'indice ont différentes dates de référence : les données remontent à 2006 pour les États-Unis, à 2008 pour la Suisse et à 2017 pour la zone euro. Toutefois, à la différence de la zone euro, les cadres de règles budgétaires aux États-Unis et en Suisse ont très peu évolué ces dernières années.

Graphique 9

Comparaison de l'indice relatif à la sévérité des règles budgétaires

(en pourcentage du nombre total de règles)

- Pays de la zone euro
- États des États-Unis
- Cantons suisses



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Pour la zone euro, l'indice est fondé sur la base de données sur les règles budgétaires de la Commission européenne (2017) ; pour les États-Unis, il s'appuie sur l'indice des règles budgétaires de Hou et Smith (2010) ainsi que sur celui de Mahdavi et Westerlund (2011) et pour la Suisse, sur l'indice de Feld et Kirchgässner (2008). Il couvre les règles aux niveaux infranationaux aux États-Unis et en Suisse et au niveau national dans la zone euro.

À première vue, la conclusion évoquée précédemment selon laquelle les règles budgétaires dans la zone euro sont plus strictes que celles des autres unions monétaires peut sembler surprenante. La dette publique dans les pays de la zone euro est, en moyenne, supérieure et plus hétérogène que les ratios dette/PIB infranationaux aux États-Unis et en Suisse. Toutefois, à la différence de la zone euro, les finances publiques aux États-Unis et en Suisse peuvent bénéficier d'un budget central important et, aux États-Unis, de « fonds pour les mauvais jours » (*rainy day funds*) qui facilitent la mise en œuvre de politiques budgétaires davantage contracycliques. De plus, les résultats pour la zone euro peuvent être considérés comme une première indication que les changements institutionnels considérables mis en œuvre ces dernières années portent leurs fruits, même si leur impact positif sur les finances publiques n'est pas encore entièrement visible. En outre, la clause de non-renflouement étant considérée comme efficace aux niveaux infranationaux aux États-Unis et en Suisse, cela peut également expliquer pourquoi les deux fédérations s'autorisent à avoir des règles moins sévères.

Encadré 2

Les fonds pour les mauvais jours (*rainy day funds*) – l'exemple des États des États-Unis

Sebastian Hauptmeier, Nadine Leiner-Killinger et Carolin Nerlich

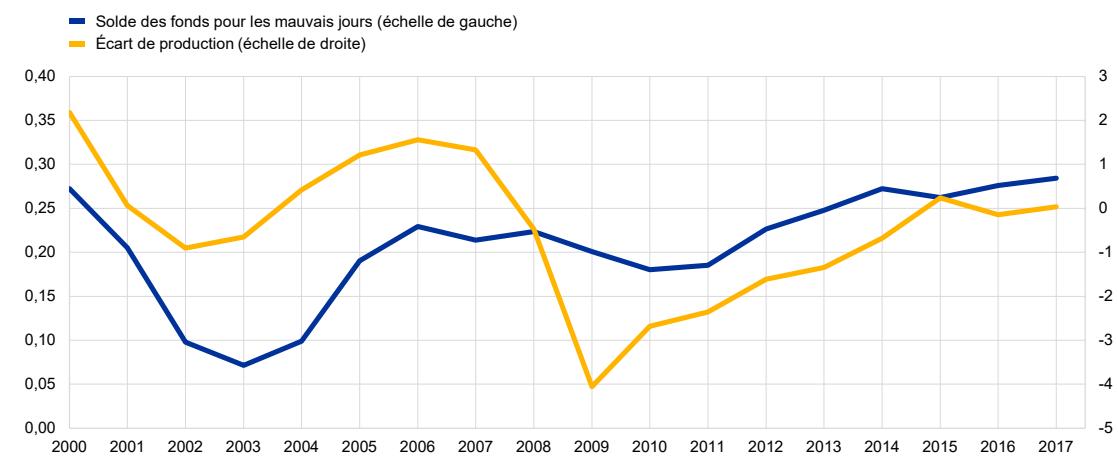
On reproche souvent aux règles budgétaires d'être procycliques et de ne pas fournir d'incitations suffisantes à constituer des réserves budgétaires. Lors d'une récession, les règles peuvent laisser une marge de manœuvre budgétaire insuffisante pour stabiliser l'économie. L'une des possibilités pour lisser l'impact du cycle conjoncturel sur les situations budgétaires consiste à créer un fonds pour les « mauvais jours ». Il s'agit d'un fonds consacré à la stabilisation du budget, qui accumule des fonds lors des périodes économiques favorables et les utilise lors des périodes de

basse conjoncture. Cet encadré examine l'expérience des États-Unis s'agissant des « fonds pour les mauvais jours » et la possibilité d'aller dans cette direction pour la zone euro.

Aux États-Unis, presque tous les États disposent d'un fonds pour les mauvais jours sous une forme ou une autre, en tant qu'outil contracyclique en complément des exigences d'équilibre budgétaire. Le fait de disposer de tels fonds de stabilisation budgétaire est jugé important dans la mesure où les autorités des États – lorsqu'elles sont confrontées à un ralentissement économique et aux déficits de recettes qui en découlent dans leurs budgets – disposent d'options limitées pour stabiliser l'économie, leur capacité à emprunter étant restreinte. En effet, augmenter les impôts ou réduire les dépenses de manière procyclique risquerait d'aggraver le ralentissement. Les fonds pour les mauvais jours sont une caractéristique institutionnelle des procédures budgétaires au niveau des États. Leur taille moyenne est relativement modeste. Sur la période 2000-2017, les fonds accumulés pour les mauvais jours ont représenté, en moyenne, seulement 0,2 % environ du PIB des États-Unis et ont atteint un pic proche de 0,3 % du PIB en 2017. Le graphique A montre l'évolution des soldes agrégés des fonds pour les mauvais jours aux États-Unis sur la période 2000-2017 par rapport aux variations de l'écart de production (pris comme une approximation de la conjoncture économique nationale). De fait, comme attendu, le solde agrégé des fonds pour les mauvais jours suit une tendance globalement contracyclique, dans le sens où le processus de désépargne intervient lorsque l'écart de production se détériore et inversement. Il convient de noter que les fonds disponibles ont été utilisés presque en totalité lors de la récession de 2001 et reconstitués par la suite, tandis que les fonds agrégés ont bien moins diminué durant la Grande récession. Compte tenu de leur taille relativement modeste, les fonds sont généralement seulement suffisants pour lisser des fluctuations conjoncturelles normales ; des récessions plus sévères nécessitent un soutien supplémentaire fourni par le budget fédéral. Pendant la Grande récession, des fonds importants provenant de l'*American Recovery and Reinvestment Act* (loi de relance et de réinvestissement) au niveau fédéral ont été utilisés pour aider à compenser les déficits budgétaires des États.

Graphique A Soldes des fonds pour les mauvais jours aux États-Unis

(en pourcentage du PIB)



Sources : National Association of State Budget Officers, Commission européenne (base de données AMECO) et calculs de la BCE.

Même si la structure de gouvernance des fonds pour les mauvais jours diffère largement d'un État à l'autre aux États-Unis, des profils communs peuvent être observés. Comme indiqué dans le tableau A, tous les fonds pour les mauvais jours sont soumis à des conditions spécifiques

s'agissant de l'accumulation et du retrait des fonds. 44 États ont mis en place des règles qui font dépendre l'alimentation des fonds pour les mauvais jours de plusieurs conditions précises ; 20 États les fondent sur des mesures de la volatilité (par exemple, la volatilité des recettes calculée à partir des évolutions conjoncturelles liées au pétrole ou au logement). Neuf états font dépendre le retrait des fonds des conditions économiques, six de la volatilité des recettes et deux de ces deux paramètres. Onze États prévoient une période fixe pour le remboursement.

Tableau A
Fonds pour les mauvais jours aux États-Unis – principales caractéristiques

(nombre d'États des États-Unis)		
Règles régissant l'alimentation du fonds pour les mauvais jours		
Règles de dépôt définies	Dont celles liées à la volatilité	Dispositions relatives au remboursement du fonds pour les mauvais jours
44	20	11
Retrait des fonds du fonds pour les mauvais jours en fonction de :		
Volatilité des recettes	Conditions économiques	Les deux
6	9	2

Source : Cf. Bailey (S.) et al. « *When to Use State Rainy Day Funds* », Pew Charitable Trusts, 2017.

Dans la zone euro, un seul pays a décidé jusqu'à présent de mettre en place un fonds pour les mauvais jours. L'Irlande a créé un fonds pour les mauvais jours en 2018⁹³. L'objectif est de placer dans le fonds environ 500 millions d'euros par an (soit 0,2 % du PIB prévu pour 2019) sur la période 2019-2021. Même si l'Allemagne n'a pas de fonds pour les mauvais jours, le frein à l'endettement allemand est comparable d'un point de vue conceptuel⁹⁴. Le FMI a suggéré de mettre en place un fonds pour les mauvais jours pour la zone euro dans son ensemble afin d'aider à lisser les cycles conjoncturels en cas de chocs économiques spécifiques aux pays et de chocs économiques communs⁹⁵.

5 Les enseignements de la réforme des règles budgétaires dans la zone euro

Avec l'augmentation des règles d'équilibre budgétaire, le cadre de règles budgétaires dans la zone euro s'est rapproché de celui des États-Unis et de la Suisse, mais des différences importantes subsistent. Le recours accru dans les pays de la zone euro à des règles d'équilibre budgétaire contribuera en définitive à ramener les ratios de dette publique vers des niveaux plus faibles et moins divergents. Même si la traduction du pacte budgétaire dans les règles nationales est encore récente, elle constitue une avancée majeure qui devrait en fin de compte contribuer à

⁹³ Cf. Department of Finance, « *Rainy Day Fund – Consultation Paper* », octobre 2017 ; pour des informations détaillées, cf. également Casey (E.) et al. « *Designing a Rainy Day Fund to Work within the EU Fiscal Rules* », Working Paper Series, n° 6, Irish Fiscal Advisory Council, 2018.

⁹⁴ Les excédents et les déficits par rapport à la règle constitutionnelle relative au solde structurel sont enregistrés dans un compte de contrôle virtuel, dont l'objectif est d'apporter de la flexibilité face à des fluctuations conjoncturelles.

⁹⁵ Cf. Arnold (N.G.), Barkbu (B.B.), Elif Ture (H.), Wang (H.) et Yao (J.), « *A Central Fiscal Stabilization Capacity for the Euro Area* », Staff Discussion Notes, n° 18/03, Fonds monétaire international, 2018.

accroître la résilience de la zone euro. Dans le même temps, un enseignement important tiré de l'exemple des États-Unis et de la Suisse est que leurs ratios de dette nettement inférieurs, en moyenne, au niveau infranational et leur moindre dispersion résultent non seulement d'une expérience beaucoup plus longue en matière de règles d'équilibre budgétaire, mais également d'un certain degré de partage des risques et d'une fonction de stabilisation au niveau central.

Les enseignements pour l'UEM sont doubles. Premièrement, le cadre budgétaire doit être rendu plus efficace pour garantir des situations budgétaires saines et réduire les niveaux élevés et la dispersion importante des ratios de dette publique dans la zone euro. Comme indiqué dans la section 3, même si on peut considérer que la zone euro dans son ensemble est parvenue à un solde budgétaire structurel presque proche de l'équilibre, certains pays affichant des niveaux de dette élevés restent loin de ce résultat et il convient de remédier à cette situation. Deuxièmement, réduire l'hétérogénéité des situations de dette publique entre les pays de la zone euro serait également une condition préalable importante pour mettre en place une fonction de stabilisation macroéconomique commune au niveau central en cas de crises économiques sévères. Cela pourrait ainsi permettre de limiter la procyclicité des règles budgétaires au niveau du pays. Dans ce contexte, la révision de la législation « six pack », prévue pour cette année, donnera l'occasion d'envisager des ajustements du cadre qui pourraient favoriser la poursuite de l'intégration budgétaire dans la zone euro.

S'agissant du premier enseignement, il convient de remédier aux lacunes de l'application actuelle des règles budgétaires telles que définies par le Pacte de stabilité et de croissance. Comme indiqué dans la section 3, certains pays ne constituent pas les réserves budgétaires qui leur permettraient d'éviter un resserrement budgétaire lors d'un ralentissement économique. Cela peut avoir un impact sur la résilience de la zone euro dans son ensemble, notamment compte tenu de l'absence de capacité budgétaire centrale⁹⁶.

Premièrement, dans le cadre du volet correctif du Pacte de stabilité et de croissance, les positions budgétaires structurelles doivent s'améliorer plus vite que ce n'est actuellement le cas. La réglementation « six-pack » a introduit des objectifs annuels de déficit nominal dans le cadre de la procédure de déficit excessif. Si la croissance économique d'un pays dépasse celle prévue dans la recommandation faite dans le cadre de la procédure de déficit excessif, ce pays peut atteindre les objectifs de déficit nominal avec un effort structurel plus faible que celui prescrit ou même sans cet effort. Ces « stratégies nominales » contribuent à expliquer pourquoi, par exemple, l'Espagne et la France ont fourni un effort structurel inférieur à l'exigence de référence de 0,5 % du PIB au cours de la période qui a suivi la récession de 2012-2013 (cf. graphique 4). De telles évolutions recèlent le risque que les pays sortent d'une procédure de déficit excessif avec un déficit structurel et des ratios de dette élevés qui réduisent leur capacité à soutenir l'économie durant le prochain

⁹⁶ Le 22 janvier 2019, le Conseil Ecofin a approuvé des recommandations pour la conduite des politiques budgétaires durant l'année en cours, soulignant la nécessité de « reconstituer des réserves budgétaires, en particulier dans les pays de la zone euro qui présentent un niveau élevé de dette publique élevé ».

ralentissement. Cela inciterait à mettre moins l'accent sur les objectifs de déficit nominal dans le cadre du volet correctif du Pacte de stabilité et de croissance.

Deuxièmement, la règle relative à la dette du Pacte de stabilité et de croissance doit être revue pour garantir une réduction de la dette publique élevée. La règle relative à la dette tient compte à juste titre de la faiblesse de la croissance nominale et de l'inflation comme facteurs pertinents, dans la mesure où ceux-ci rendent le respect de cette règle procyclique lors d'un ralentissement économique. Toutefois, il convient de corriger l'application actuelle de la règle lorsque cette règle considère le respect par le pays du volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance comme le principal facteur atténuant. En particulier, les pays qui ne fournissent pas et/ou dont on ne prévoit pas qu'ils fournissent la totalité de l'effort structurel pour la réalisation de l'OMT dans le cadre du volet préventif sont actuellement toujours considérés comme globalement en conformité avec ce volet et, par conséquent, comme respectant le critère de dette. Cette conformité globale au lieu d'une pleine conformité retarde les progrès nécessaires vers la réalisation de l'OMT⁹⁷.

Troisièmement, dans le cadre du volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance, l'application de la flexibilité doit être réexaminée afin d'éviter un ralentissement excessif des progrès vers la réalisation des OMT⁹⁸. D'après la position commune sur la flexibilité approuvée par le Conseil Ecofin début 2016, les exigences d'ajustement budgétaire peuvent être réduites en échange, notamment, de réformes structurelles et d'investissements publics supplémentaires. Toutefois, il faut garantir que la marge de manœuvre supplémentaire accordée sera réduite si le pays revient sur les réformes structurelles ou si les investissements publics sont plus limités qu'initialement prévu.

En ce qui concerne le second enseignement, l'expérience des États-Unis et de la Suisse laisse penser que les règles au niveau des différents pays de la zone euro devraient être soutenues par une certaine stabilisation centrale. Au cours des quinze dernières années, le cadre de règles budgétaires dans la zone euro a été réformé, avec, globalement, un délaissage des cibles nominales au profit d'une reconnaissance plus forte de l'impact du cycle conjoncturel sur les résultats budgétaires⁹⁹. À condition que les phases de conjoncture économique favorables soient effectivement utilisées pour constituer des réserves, cela contribue à la stabilisation lors des ralentissements économiques. À cet égard, les pays pourraient bénéficier d'un élargissement de leur palette d'outils institutionnels en créant, par exemple, des fonds pour les mauvais jours qui pourraient limiter les politiques budgétaires procycliques. Toutefois, sur l'horizon à plus long terme, mettre en place une facilité de stabilisation centrale bien gérée favoriserait le respect du cadre budgétaire renforcé dans la zone euro lors des ralentissements économiques sévères. Comme le montrent les ratios de dette publique globalement modérés et

⁹⁷ Il convient de revoir l'application globale des « facteurs pertinents ». Cf. l'article intitulé « Stratégies de réduction de la dette publique dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2016.

⁹⁸ Des points de vue similaires sont exprimés dans « *Annual Report 2018* », Comité budgétaire européen, ainsi que dans « *L'objectif premier du volet préventif du pacte de stabilité et de croissance est-il atteint ?* », Rapport spécial, Cour des comptes européenne, n° 18, 2018.

⁹⁹ Cf. Kamps (C.) et Leiner-Killinger (N.), « *Taking stock of the functioning of the EU fiscal rules and options for reform* », *Occasional Paper Series*, BCE, à paraître, 2019.

comparables au niveau des États/des cantons aux États-Unis et en Suisse, réduire les niveaux élevés de la dette publique et l'hétérogénéité des situations des différents pays de la zone euro est une condition préalable importante à cet égard.

En général, comme l'ont montré les expériences des États-Unis et de la Suisse, une fois que les ratios de dette publique sont relativement faibles et moins divergents, les pays pourraient avoir les moyens de fixer leurs règles budgétaires de façon plus autonome. L'exemple d'autres unions monétaires laisse penser que la discipline de marché peut renforcer l'appropriation des règles budgétaires infranationales. De plus, les entités infranationales ont pu constater que des règles budgétaires efficaces et crédibles sont de leur intérêt à long terme, car des politiques budgétaires inappropriées – avec pour résultat des niveaux de dette excessivement élevés – font peser un fardeau sur les générations futures en accroissant les coûts de financement dans l'économie et en pénalisant la croissance et l'emploi. Cela a également conduit les entités infranationales à s'approprier réellement leurs règles budgétaires (qu'elles se sont elles-mêmes imposées).

Globalement, les expériences de cadres de règles budgétaires dans d'autres unions monétaires plus intégrées sur le plan budgétaire fournissent des pistes pour des réformes dans l'UEM, mais des différences subsisteront et doivent subsister. Comme le montre également le ratio de dette publique élevé et en augmentation au niveau fédéral aux États-Unis, le point important est généralement que les règles budgétaires garantissent que les ratios de dette sont sains à tous les niveaux constituant une union monétaire.

6 Conclusions

Les principales conclusions de cet article peuvent être résumées comme suit. Une comparaison du cadre de règles budgétaires applicable dans les pays de la zone euro avec celui des États-Unis et de la Suisse, plus intégrés sur le plan budgétaire, peut fournir des repères pourachever l'UEM. Les États-Unis et la Suisse ont l'expérience de règles d'équilibre budgétaire qui contribuent à stabiliser la dette publique dans les États et les cantons à des niveaux modérés et ne divergeant pas excessivement. L'importance croissante accordée dans les pays de la zone euro aux règles d'équilibre budgétaire représente une avancée importante. Le fait que la majorité des pays de la zone euro enregistrent actuellement des positions budgétaires structurelles en phase avec un budget équilibré à moyen terme est également une première indication que les règles relatives à l'équilibre budgétaire sont devenues plus efficaces.

Toutefois, un certain nombre de pays, notamment ceux dont la dette publique est élevée, doivent encore progresser vers leurs OMT. L'efficacité du cadre de règles budgétaires peut être améliorée à cet égard. En général, si les pays de la zone euro constituent des réserves pour éviter un resserrement budgétaire lors d'un ralentissement économique, les budgets nationaux peuvent remplir leur fonction en tant qu'outils de stabilisation. La réduction de l'hétérogénéité des situations en matière de dette entre les pays de la zone euro serait également une condition préalable

importante pour mettre en place une fonction de stabilisation macroéconomique commune pour les crises sévères comme dans d'autres unions monétaires, soutenant ainsi également la politique monétaire unique.

Statistiques

Table des matières

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

Informations complémentaires

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

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

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

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

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

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

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

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

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

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

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

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

Conventions utilisées dans les tableaux

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

1 Environnement extérieur

1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

	PIB ¹⁾ (variations en pourcentage d'une période sur l'autre)						IPC (variations annuelles en pourcentage)						
	G20	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Pays de l'OCDE		États-Unis	Royaume-Uni (IPCH)	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro ²⁾ (IPCH)
							Total	Hors produits alimentaires et énergie					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	3,2	1,6	1,8	0,6	6,7	2,0	1,1	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	2,2	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,7	3,0	1,4	0,8	6,6	1,8	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2018 T1	0,9	0,5	0,1	-0,1	1,5	0,4	2,2	1,9	2,2	2,7	1,3	2,2	1,3
T2	0,9	1,0	0,4	0,5	1,7	0,4	2,5	2,0	2,7	2,4	0,7	1,8	1,7
T3	0,8	0,8	0,7	-0,6	1,6	0,1	2,9	2,2	2,6	2,5	1,1	2,3	2,1
T4	0,8	0,5	0,2	0,5	1,5	0,2	2,7	2,3	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
2018 Octobre	—	—	—	—	—	—	3,1	2,3	2,5	2,4	1,4	2,5	2,3
Novembre	—	—	—	—	—	—	2,7	2,2	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
Décembre	—	—	—	—	—	—	2,4	2,2	1,9	2,1	0,3	1,9	1,5
2019 Janvier	—	—	—	—	—	—	2,1	2,2	1,6	1,8	0,2	1,7	1,4
Février	—	—	—	—	—	—	2,1	2,1	1,5	1,9	0,2	1,5	1,5
Mars ³⁾	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1,4

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

1) Données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes.

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

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

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

	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs)								Importations de marchandises ¹⁾			
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat ²⁾		Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes	
	Mondial ²⁾	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Secteur manufacturier	Services	Nouvelles commandes à l'exportation			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	5,7	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	3,0	4,8
2018 T2	53,9	55,9	54,3	52,3	52,5	54,7	53,1	54,2	50,3	-0,1	-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	1,5	-3,6
2019 T1	52,8	—	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	—	—	—
2018 Octobre	53,0	54,9	52,1	52,5	50,5	53,1	51,8	53,4	50,0	1,6	1,5	1,7
Novembre	53,3	54,7	50,8	52,4	51,9	52,7	52,0	53,8	49,8	0,1	1,3	-0,6
Décembre	53,1	54,4	51,4	52,0	52,2	51,1	52,1	53,4	50,0	-1,6	1,5	-3,6
2019 Janvier	52,4	54,4	50,3	50,9	50,9	51,0	50,9	52,9	49,6	-2,8	1,0	-5,1
Février	52,8	55,5	51,5	50,7	50,7	51,9	50,8	53,5	49,5	—	—	—
Mars	53,1	—	50,0	50,4	52,9	51,6	51,1	53,8	49,7	—	—	—

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

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

2) Hors zone euro.

2 Évolutions financières

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel; valeurs moyennes sur la période)

	Zone euro ¹⁾					États-Unis		Japon	
	Dépôts à vue (Eonia)	Dépôts à 1 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Euribor)	Dépôts à 6 mois (Euribor)	Dépôts à 12 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Libor)	Dépôts à 3 mois (Libor)		
	1	2	3	4	5	6		7	
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 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	
Mars	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,61		-0,07	

Source : BCE.

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

2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux			Taux à terme instantanés			
	Zone euro ^{1), 2)}					Zone euro ^{1), 2)}	États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro ^{1), 2)}			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
Mars	-0,57	-0,61	-0,62	-0,45	-0,01	0,60	0,00	0,35	-0,64	-0,59	-0,02	0,75

Source : BCE.

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

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

2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon		
	Référence		Principaux secteurs													
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2016	321,6	3 003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2 094,7	16 920,5		
2017	376,9	3 491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2 449,1	20 209,0		
2018	375,5	3 386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2 746,2	22 310,7		
2018 Sept.	376,4	3 365,2	779,9	265,1	692,5	356,4	168,0	649,7	511,7	278,1	274,6	807,2	2 901,5	23 159,3		
Oct.	359,0	3 244,5	733,7	253,2	657,3	349,6	160,1	607,6	483,0	269,0	277,7	783,7	2 785,5	22 690,8		
Nov.	351,3	3 186,4	692,3	258,1	649,3	328,6	157,2	589,4	459,6	277,1	293,9	757,5	2 723,2	21 967,9		
Déc.	335,2	3 057,8	646,7	247,8	624,8	311,8	146,9	556,0	441,5	283,5	296,3	719,4	2 567,3	21 032,4		
2019 Janvier	340,5	3 088,7	662,2	252,1	630,4	315,4	150,2	570,3	448,1	293,2	288,0	718,3	2 607,4	20 460,5		
Février	355,0	3 223,1	699,4	266,4	667,5	329,9	152,9	598,9	480,6	301,7	285,8	743,0	2 754,9	21 123,6		
Mars	365,7	3 332,9	718,3	272,1	692,2	339,9	157,6	621,0	493,4	307,8	297,0	755,1	2 804,0	21 414,9		

Source : BCE.

2 Évolutions financières

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

	À vue	Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement						Indicateur composite du coût d'emprunt			
		Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :					TAEG ³⁾	Par période de fixation initiale du taux				Taux variable et période ≤ 1 an	Taux variable et période > 1 an	Par période de fixation initiale du taux			TAEG ³⁾			
			≤ 2 ans	> 2 ans	5				7	8	9	10		11	12	13	14				
2018	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	0,03	0,42	0,33	0,75	5,92	16,63	5,32	5,83	6,33	2,36	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82				
	Février ^(p)	0,03	0,42	0,32	0,71	5,97	16,64	5,28	5,71	6,26	2,40	1,59	1,84	1,87	1,84	2,08	1,80				

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAEG).

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

	À vue	Dépôts				Crédits renouvelables et découverts		Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux						Indicateur composite du coût d'emprunt					
		D'une durée :	≤ 250 000 euros					> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros								
			≤ 2 ans	> 2 ans	4			Taux variable et période ≤ 3 mois	5	6	7	Taux variable et période ≤ 3 mois	8	9	10	Taux variable et période ≤ 3 mois	11	12	13
2018	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	2,33	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	1,08	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	2,22	2,34	2,32	1,65	1,54	1,69	1,12	1,40	1,69	1,65				
	Octobre	0,03	0,08	0,52	2,22	2,14	2,42	2,33	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				
	Janvier	0,03	0,07	0,55	2,22	2,15	2,40	2,32	1,67	1,62	1,72	1,13	1,31	1,61	1,63				
	Février ^(p)	0,03	0,06	0,52	2,20	2,15	2,41	2,33	1,65	1,64	1,69	1,13	1,39	1,56	1,65				

Source : BCE.

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

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

2 Évolutions financières

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

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

	Encours							Émissions brutes ¹⁾							
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
	Court terme														
2016	1 241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33	
2017	1 241	519	156	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31	
2018	1 202	505	155	.	72	424	47	386	171	63	.	40	76	35	
2018	Août	1 313	527	178	.	95	447	65	409	203	60	.	31	82	33
	Septembre	1 296	534	178	.	89	444	52	392	164	86	.	42	72	28
	Octobre	1 282	529	168	.	92	439	54	422	185	76	.	46	77	38
	Novembre	1 271	523	163	.	89	445	52	358	155	62	.	36	74	31
	Décembre	1 202	505	155	.	72	424	47	273	107	61	.	36	44	26
2019	Janvier	1 279	541	157	.	87	435	58	470	223	63	.	48	98	38
	Long terme														
2016	15 380	3 695	3 233	.	1 126	6 684	641	220	62	54	.	18	78	8	
2017	15 362	3 560	3 109	.	1 186	6 865	642	247	66	74	.	17	83	7	
2018	15 754	3 688	3 208	.	1 211	7 020	626	229	64	69	.	15	75	6	
2018	Août	15 560	3 570	3 168	.	1 190	7 010	622	129	50	35	.	2	38	3
	Septembre	15 683	3 608	3 187	.	1 209	7 055	623	264	79	70	.	29	82	4
	Octobre	15 722	3 665	3 195	.	1 209	7 026	628	222	60	70	.	14	69	10
	Novembre	15 803	3 689	3 223	.	1 207	7 054	629	228	66	76	.	8	72	7
	Décembre	15 754	3 688	3 208	.	1 211	7 020	626	188	60	91	.	14	20	3
2019	Janvier	15 820	3 711	3 207	.	1 209	7 068	625	280	104	43	.	16	109	9

Source : BCE.

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

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

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

	Titres de créance							Actions cotées							
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM		Sociétés non financières			
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			10	11				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9						
	Encours														
2016	16 621,2	4 213,3	3 369,1	.	1 185,2	7 149,9	703,7	7 089,5	537,6	1 080,2	5 471,6				
2017	16 602,8	4 079,7	3 264,2	.	1 255,4	7 303,6	699,9	7 954,7	612,5	1 249,4	6 092,8				
2018	16 956,0	4 192,7	3 362,7	.	1 283,2	7 444,6	672,7	7 027,0	465,1	1 099,2	5 462,8				
2018	Août	16 872,7	4 097,0	3 345,6	.	1 284,9	7 457,7	687,5	8 019,9	521,1	1 282,5	6 216,3			
	Septembre	16 979,1	4 142,1	3 364,3	.	1 298,6	7 499,3	674,8	7 955,7	543,5	1 293,9	6 118,4			
	Octobre	17 004,0	4 194,1	3 362,8	.	1 300,2	7 464,9	682,0	7 546,6	515,4	1 201,8	5 829,4			
	Novembre	17 074,2	4 211,8	3 386,4	.	1 296,0	7 499,0	681,0	7 475,0	512,1	1 179,2	5 783,6			
	Décembre	16 956,0	4 192,7	3 362,7	.	1 283,2	7 444,6	672,7	7 027,0	465,1	1 099,2	5 462,8			
2019	Janvier	17 098,7	4 252,6	3 364,0	.	1 295,2	7 503,8	683,0	7 483,6	487,4	1 185,0	5 811,2			
	Taux de croissance														
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	1,9	1,7	2,7	.	3,3	1,9	-4,3	0,8	-0,1	2,8	0,4				
2018	Août	1,5	-0,2	1,7	.	4,1	2,2	-2,6	1,1	0,5	4,7	0,5			
	Septembre	1,9	0,9	2,1	.	5,0	2,4	-3,7	1,0	0,5	3,9	0,5			
	Octobre	2,1	0,9	3,0	.	4,8	2,4	-3,1	0,9	0,5	3,1	0,5			
	Novembre	2,1	1,3	3,4	.	3,6	2,4	-3,6	0,9	0,4	2,9	0,5			
	Décembre	1,9	1,7	2,7	.	3,3	1,9	-4,3	0,8	-0,1	2,8	0,4			
2019	Janvier	2,1	2,2	2,1	.	3,4	2,3	-2,7	0,7	-0,1	2,7	0,4			

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM ²⁾)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2016	94,4	89,4	90,9	85,1	79,1	89,3	109,7	88,7
2017	96,6	91,3	92,0	86,0	78,5	89,8	112,0	89,9
2018	98,9	93,3	93,5	87,6	79,6	91,0	117,9	93,7
2018	T2	98,4	92,9	93,2	87,2	79,1	90,5	117,0
	T3	99,2	93,5	93,5	87,8	79,6	91,3	119,2
	T4	98,5	92,9	93,0	87,2	79,2	90,6	118,4
2019	T1	97,4	91,6	92,3	-	-	-	92,0
2018	Octobre	98,9	93,2	93,2	-	-	119,0	94,2
	Novembre	98,3	92,8	92,8	-	-	117,9	93,4
	Décembre	98,4	92,6	93,0	-	-	118,0	93,2
2019	Janvier	97,8	92,0	92,8	-	-	117,3	92,6
	Février	97,4	91,6	92,4	-	-	116,6	91,9
	Mars	96,9	91,1	91,8	-	-	116,2	91,5
	variation en pourcentage par rapport au mois précédent							
2019	Mars	-0,5	-0,6	-0,6	-	-	-0,3	-0,4
	variation en pourcentage par rapport à l'année précédente							
2019	Mars	-2,9	-3,1	-2,8	-	-	-1,3	-2,4

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	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
2019	T1	7,663	7,422	25,683	7,464	317,907	125,083	4,302	0,873	4,7358	10,419	1,132	1,136
2018	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
	Mars	7,587	7,421	25,676	7,462	315,924	125,674	4,297	0,858	4,7546	10,500	1,131	1,130
	variation en pourcentage par rapport au mois précédent												
2019	Mars	-0,8	0,1	-0,2	0,0	-0,6	0,3	-0,5	-1,7	0,1	0,0	-0,5	-0,4
	variation en pourcentage par rapport à l'année précédente												
2019	Mars	-2,7	-0,2	1,0	0,2	1,2	-4,0	2,1	-2,8	2,0	3,3	-3,2	-8,4

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

	Total ¹⁾			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute	
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours (position extérieure)													
2018	T1	25 012,2	25 790,4	-778,2	10 751,0	8 857,7	8 530,2	10 921,1	-75,7	5 133,5	6 011,6	673,2	14 172,3
	T2	25 656,6	26 284,2	-627,5	10 965,4	9 014,8	8 742,7	10 986,3	-83,3	5 341,8	6 283,1	690,0	14 410,2
	T3	25 805,4	26 314,1	-508,7	10 913,3	8 916,3	8 886,5	11 069,5	-64,4	5 396,1	6 328,3	673,9	14 463,0
	T4	25 023,4	25 460,8	-437,4	10 562,7	8 777,2	8 467,0	10 424,1	-79,1	5 353,8	6 259,5	719,1	14 185,2
encours en pourcentage du PIB													
2018	T4	216,3	220,1	-3,8	91,3	75,9	73,2	90,1	-0,7	46,3	54,1	6,2	122,6
Flux													
2018	T1	438,0	336,0	102,0	65,0	-57,2	195,3	183,2	-4,5	170,9	210,0	11,3	-
	T2	197,6	154,6	43,0	39,2	21,2	0,5	-51,2	38,4	112,9	184,7	6,6	-
	T3	27,1	-60,0	87,1	-116,2	-102,3	43,9	-0,5	35,4	62,8	42,7	1,2	-
	T4	-338,0	-423,6	85,5	-208,3	-134,6	-55,6	-161,5	29,5	-109,5	-127,5	5,8	-
2018	Août	-11,7	-59,6	47,9	-47,8	-41,4	28,3	-48,5	15,8	-11,1	30,3	3,2	-
	Septembre	-115,8	-159,5	43,7	-114,3	-110,7	-3,2	31,9	6,5	-7,0	-80,6	2,3	-
	Octobre	62,4	89,9	-27,5	33,6	14,6	-30,2	-14,9	7,0	52,8	90,2	-0,7	-
	Novembre	-45,0	-97,0	51,9	-106,1	-70,5	1,9	-12,3	16,0	39,8	-14,2	3,5	-
	Décembre	-355,4	-416,5	61,1	-135,7	-78,8	-27,2	-134,3	6,6	-202,1	-203,4	3,1	-
2019	Janvier	221,8	213,4	8,5	0,0	12,2	38,1	39,3	5,7	180,7	161,8	-2,7	-
flux cumulés sur 12 mois													
2019	Janvier	241,9	-80,1	322,0	-219,5	-221,9	121,2	-78,7	106,9	213,3	220,5	20,1	-
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2019	Janvier	2,1	-0,7	2,8	-1,9	-1,9	1,0	-0,7	0,9	1,8	1,9	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)

Total	PIB											
	Demande intérieure									Solde extérieur ¹⁾		
	Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks ²⁾	Total	Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2016	10 827,7	10 350,0	5 877,5	2 223,2	2 210,8	1 053,2	679,3	472,3	38,4	477,7	4 942,6	4 464,8
2017	11 205,2	10 683,9	6 058,5	2 279,9	2 302,7	1 121,3	716,3	459,3	42,9	521,3	5 295,9	4 774,6
2018	11 569,8	11 061,6	6 229,8	2 343,5	2 421,1	1 192,3	753,2	469,8	67,3	508,3	5 533,9	5 025,6
2018 T1	2 865,1	2 726,2	1 543,8	578,5	591,2	290,7	183,9	115,2	12,7	138,9	1 358,5	1 219,6
T2	2 887,8	2 756,0	1 553,0	584,7	603,4	297,3	188,4	116,3	14,9	131,8	1 379,8	1 248,0
T3	2 902,6	2 787,2	1 562,2	586,6	613,0	301,1	191,7	118,7	25,5	115,4	1 393,5	1 278,1
T4	2 920,3	2 797,0	1 572,4	593,5	619,0	305,7	192,0	119,8	12,1	123,3	1 408,4	1 285,2
en pourcentage du PIB												
2018	100,0	95,6	53,8	20,3	20,9	10,3	6,5	4,1	0,6	4,4	—	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2018 T1	0,4	0,5	0,5	0,0	0,0	0,4	-0,8	0,2	—	—	-0,7	-0,5
T2	0,4	0,4	0,2	0,4	1,5	1,4	2,3	0,8	—	—	1,1	1,3
T3	0,1	0,5	0,1	0,1	0,6	0,2	0,9	1,3	—	—	0,2	1,1
T4	0,2	0,0	0,2	0,7	0,6	0,8	0,0	1,0	—	—	0,9	0,5
variations annuelles en pourcentage												
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	1,1	2,6	3,9	5,0	-3,5	—	—	5,2	3,9
2018	1,8	1,7	1,3	1,0	3,0	3,0	4,4	0,9	—	—	3,0	2,9
2018 T1	2,4	1,9	1,7	1,1	3,3	3,2	5,2	0,7	—	—	3,9	2,8
T2	2,1	1,5	1,4	1,1	2,8	3,8	5,9	-4,1	—	—	4,0	2,7
T3	1,6	1,9	1,0	0,7	3,5	2,1	5,3	4,3	—	—	2,9	3,7
T4	1,1	1,5	1,0	1,2	2,8	2,8	2,4	3,3	—	—	1,5	2,4
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB; en points de pourcentage												
2018 T1	0,4	0,4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,1	—	—	
T2	0,4	0,4	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	—	
T3	0,1	0,5	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	-0,4	—	
T4	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,2	—	
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB; en points de pourcentage												
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	1,8	1,6	0,7	0,2	0,6	0,3	0,3	0,0	0,1	0,2	—	
2018 T1	2,4	1,8	0,9	0,2	0,7	0,3	0,3	0,0	0,0	0,6	—	
T2	2,1	1,4	0,7	0,2	0,6	0,4	0,4	-0,2	-0,1	0,7	—	
T3	1,6	1,8	0,5	0,1	0,7	0,2	0,3	0,2	0,4	-0,2	—	
T4	1,1	1,4	0,5	0,2	0,6	0,3	0,2	0,1	0,1	-0,3	—	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

3 Activité économique

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2016	9 716,0	158,6	1 962,6	486,8	1 836,0	452,7	464,1	1 098,7	1 069,2	1 850,1	337,3	1 111,7
2017	10 048,5	171,4	2 032,5	512,7	1 917,3	469,4	455,5	1 129,7	1 118,6	1 897,5	343,8	1 156,8
2018	10 370,1	172,0	2 079,0	550,2	1 979,4	491,5	458,3	1 161,2	1 171,5	1 955,6	351,3	1 199,7
2018 T1	2 568,8	42,8	518,9	133,7	489,8	121,2	114,2	287,4	289,5	483,7	87,5	296,3
T2	2 588,3	42,6	521,1	136,5	494,6	122,9	113,8	289,3	292,4	487,5	87,6	299,5
T3	2 601,8	43,0	521,0	138,9	496,4	124,1	114,8	291,2	294,0	490,2	88,0	300,8
T4	2 617,3	43,4	520,0	142,0	499,4	124,9	115,3	293,3	296,3	494,5	88,1	303,0
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2018	100,0	1,7	20,0	5,3	19,1	4,7	4,4	11,2	11,3	18,9	3,4	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2018 T1	0,4	0,3	-0,7	0,6	0,7	1,7	-0,6	0,5	1,2	0,3	0,3	0,3
T2	0,4	-0,2	0,3	1,1	0,6	1,4	0,3	0,0	0,6	0,1	-0,1	0,6
T3	0,2	-1,1	-0,1	0,5	0,1	0,7	0,5	0,4	-0,1	0,3	0,4	0,0
T4	0,2	0,9	-0,5	1,1	0,2	0,6	0,1	0,3	0,5	0,3	0,0	0,2
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2016	1,9	-1,4	3,5	1,5	1,7	3,9	0,7	0,3	2,5	1,3	0,9	2,7
2017	2,4	0,9	3,1	3,1	3,2	4,4	-0,7	1,1	4,0	1,1	0,9	2,4
2018	1,9	0,8	1,4	3,5	2,3	4,5	0,3	1,3	2,9	1,1	0,9	1,5
2018 T1	2,5	1,6	3,2	3,5	2,8	5,1	-0,1	1,5	3,5	1,4	1,4	1,6
T2	2,2	1,4	2,4	3,4	2,7	5,4	0,0	1,2	3,3	1,1	0,8	1,8
T3	1,6	0,0	0,9	3,4	2,1	4,4	0,8	1,2	2,5	1,0	0,8	1,5
T4	1,1	-0,1	-1,0	3,4	1,6	4,6	0,3	1,3	2,3	1,1	0,6	1,2
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2018 T1	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,1	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	0,1	0,0	—
T4	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	—
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
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	—
2018	1,9	0,0	0,3	0,2	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	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	0,3	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	—
T4	1,1	0,0	-0,2	0,2	0,3	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 ¹⁾

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	Par statut			Par activité économique										Arts, spectacles et autres activités de services
		Salariés	Tra-vailleurs indépendants	Agri-culture, sylvicul-ture et pêche	Industrie manu-fac-turière, énergie et services publics	Con-struction	Commerce, trans-port, héberge-ment et restauration	Informa-tion et communica-tion	Activités finan-cières et d'assu-rance	Activités immobi-lières	Activités spéciali-sées de ser-vices aux entre-prises et de soutien	Adminis-tration publique, ensei-gnement, santé et action sociale	12		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
Personnes employées															
en pourcentage du nombre total de personnes employées															
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	86,0	14,0	3,1	14,7	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	13,8	24,1	6,9		
variations annuelles en pourcentage															
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	1,3		
2018	1,5	1,8	-0,4	-0,3	1,4	2,5	1,4	3,1	-1,0	2,1	2,7	1,2	0,6		
2018 T1	1,6	2,0	-0,7	-0,7	1,6	2,1	1,5	2,6	-1,0	2,5	3,2	1,3	1,0		
T2	1,6	1,9	-0,4	-0,4	1,7	2,4	1,3	2,7	-0,9	2,4	3,2	1,3	1,3		
T3	1,4	1,7	-0,3	0,2	1,3	2,5	1,4	3,5	-1,2	1,9	2,5	1,2	0,2		
T4	1,3	1,6	-0,3	-0,4	1,2	3,0	1,4	3,5	-0,9	1,6	2,0	1,1	-0,3		
Heures travaillées															
en pourcentage du nombre total d'heures travaillées															
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		
2018	100,0	81,4	18,6	4,2	15,3	6,8	25,7	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,1		
variations annuelles en pourcentage															
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	-1,6	2,1	3,0	1,1	0,7		
2018	1,6	2,1	-0,4	0,3	1,5	3,1	1,3	3,2	-0,7	2,3	3,1	1,4	0,7		
2018 T1	1,5	2,1	-0,9	-0,6	1,5	2,2	1,2	2,3	-0,9	3,7	3,2	1,3	0,5		
T2	1,8	2,3	-0,5	0,7	1,7	2,8	1,1	3,1	-0,4	2,2	3,7	1,6	1,8		
T3	1,7	2,1	-0,1	0,8	1,3	3,5	1,4	3,7	-0,9	2,2	3,2	1,3	0,8		
T4	1,5	1,9	-0,1	-0,1	1,1	3,5	1,3	3,7	-0,4	1,1	2,4	1,4	0,7		
Heures travaillées par personne employée															
variations annuelles en pourcentage															
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	-0,4	0,6	-0,1	-0,2	-0,7		
2018	0,1	0,3	0,0	0,6	0,1	0,6	-0,1	0,1	0,4	0,2	0,4	0,1	0,2		
2018 T1	-0,1	0,1	-0,2	0,1	-0,1	0,2	-0,3	-0,2	0,1	1,1	0,0	0,0	-0,6		
T2	0,2	0,4	-0,1	1,1	0,1	0,4	-0,2	0,3	0,5	-0,2	0,5	0,3	0,5		
T3	0,3	0,4	0,3	0,7	0,1	1,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,7	0,1	0,6		
T4	0,2	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,4	-0,2	0,2	0,5	-0,5	0,4	0,2	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 ¹⁾	Sous- emploi, % de la popu- lation active ¹⁾	Chômage											Taux de vacance d'em- ploi ²⁾		
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ¹⁾	Par âge			Par sexe							
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes		Jeunes	Hommes		Femmes					
			1	2		3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2016			100,0		81,7	18,3			52,2			47,8				14
2016	162,028	4,3	16,257	10,0	5,0	13,293	9,0	2,964	20,9	8,484	9,7	7,773	10,4	1,7		
2017	162,659	4,1	14,763	9,1	4,4	12,095	8,1	2,668	18,8	7,638	8,7	7,125	9,5	1,9		
2018			13,392	8,2		10,962	7,4	2,430	17,0	6,899	7,9	6,493	8,6	2,1		
2018	T1	162,591	4,0	13,916	8,5	4,2	11,412	7,7	2,504	17,6	7,189	8,2	6,727	8,9	2,1	
	T2	163,180	3,9	13,503	8,3	3,9	11,069	7,4	2,434	17,0	6,957	7,9	6,546	8,7	2,1	
	T3	163,709	3,6	13,160	8,1	3,6	10,759	7,2	2,401	16,8	6,797	7,7	6,362	8,4	2,1	
	T4			12,990	7,9		10,610	7,1	2,380	16,5	6,653	7,6	6,337	8,4	2,3	
2018	Septembre	–	–	13,119	8,0	–	10,714	7,2	2,405	16,8	6,775	7,7	6,344	8,4	–	
	Octobre	–	–	13,126	8,0	–	10,710	7,2	2,416	16,8	6,740	7,7	6,387	8,4	–	
	Novembre	–	–	12,984	7,9	–	10,617	7,1	2,367	16,4	6,658	7,6	6,326	8,3	–	
	Décembre	–	–	12,860	7,9	–	10,503	7,0	2,356	16,3	6,562	7,5	6,298	8,3	–	
2019	Janvier	–	–	12,807	7,8	–	10,456	7,0	2,351	16,2	6,535	7,4	6,272	8,3	–	
	Février	–	–	12,730	7,8	–	10,393	7,0	2,337	16,1	6,494	7,4	6,236	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						Construction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières					
	Total (hors construction)		Principaux secteurs industriels						Total	Produits alimen- taires, bois- sons, tabac	Produits non alimen- taires	Carburants						
	Industrie manu- facturière	Biens inter- médiaires	Biens d'équi- pement	Biens de consom- mation	Énergie	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	% du total en 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0				
variations annuelles en pourcentage																		
2016	1,6	1,8	1,8	2,0	1,7	0,5	3,0	0,6	1,6	1,0	2,2	1,4	7,2					
2017	2,9	3,2	3,4	3,9	1,4	1,1	2,9	7,9	2,5	1,6	3,4	0,9	5,7					
2018	1,0	1,3	0,6	2,0	1,2	-1,6	2,2	2,6	1,6	1,3	1,9	0,6	0,8					
2018	T1	3,1	3,5	3,1	4,4	2,5	0,5	2,6	6,6	1,7	1,6	1,9	0,1	5,3				
	T2	2,3	2,8	1,7	4,3	2,0	-2,1	2,5	3,8	1,8	1,2	2,5	0,7	3,2				
	T3	0,6	0,8	-0,3	1,7	0,9	-1,2	2,2	1,4	1,2	1,0	1,5	-0,1	3,4				
	T4	-1,9	-1,7	-2,0	-1,9	-0,5	-3,6	1,7	-1,0	1,6	1,4	1,9	1,5	-9,4				
2018	Septembre	0,7	0,9	-0,3	2,2	0,8	-1,5	3,7	0,2	0,3	0,1	0,5	0,7	-21,2				
	Octobre	1,2	1,6	0,1	3,3	1,0	-2,7	0,8	-0,2	2,7	2,5	3,2	1,3	-11,8				
	Novembre	-2,9	-2,8	-2,8	-4,3	0,3	-3,7	1,1	1,6	1,9	0,8	2,6	1,9	-8,9				
	Décembre	-4,2	-4,0	-3,5	-4,9	-3,0	-4,3	2,1	-4,4	0,5	0,8	0,2	1,4	-7,5				
2019	Janvier	-1,1	-1,9	-1,8	-3,0	0,5	4,0	-0,7	-3,1	2,2	1,7	2,2	4,0	-2,5				
	Février	–	–	–	–	–	–	–	2,8	0,6	4,4	1,6	-2,3	-2,3				
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)																		
2018	Septembre	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3	-0,9	-2,2	2,0	-1,3	-0,4	-0,5	-0,5	0,7	-37,1				
	Octobre	0,1	0,1	0,2	0,3	-0,2	-1,1	-1,5	0,2	0,7	0,7	0,6	0,7	9,1				
	Novembre	-1,5	-1,6	-1,1	-2,6	-0,5	0,7	0,3	3,5	0,9	-0,4	1,5	0,4	6,7				
	Décembre	-0,9	-0,8	0,3	-1,1	-1,9	-0,6	1,1	-4,1	-1,4	0,1	-2,3	-0,3	2,5				
2019	Janvier	1,4	1,1	0,2	0,9	2,4	2,4	-1,4	-0,9	0,9	0,1	1,6	1,5	4,8				
	Février	–	–	–	–	–	–	–	0,4	0,1	0,9	-0,7	-0,1	-0,1				

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

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)								Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier		Indicateur de confiance des consommateurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du commerce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière	Production dans le secteur manufacturier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production
		Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	99,2	-5,3	80,7	-12,3	-15,0	-8,7	7,2	-	51,2	52,5	53,0	52,8
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 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
2019 T1	106,0	-0,5	.	-7,5	7,5	-1,0	11,5	.	49,1	49,0	52,4	51,5
2018 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	106,2	-0,4	-	-7,4	6,6	-1,3	12,1	-	49,3	49,4	52,8	51,9
Mars	105,5	-1,7	-	-7,2	7,5	0,2	11,3	-	47,5	47,2	53,3	51,6

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

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	Ménages							Sociétés non financières					
	Taux d'épargne (brut) ¹⁾	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Valeur nette ²⁾	Patrimoine immobilier	Participation aux bénéfices ³⁾	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette ⁴⁾	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Financement
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté)	Variations annuelles en pourcentage						En pourcentage de la valeur ajoutée nette	En pourcentage du PIB	Variations annuelles en pourcentage			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	12,2	94,1	1,6	2,0	1,2	3,2	2,0	34,7	5,9	138,5	5,0	7,9	2,9
2016	12,1	94,3	1,8	2,0	5,7	3,3	2,7	35,4	7,6	138,8	4,9	6,3	2,9
2017	11,8	94,0	1,4	2,0	6,9	4,1	4,2	34,8	6,9	137,9	3,8	5,0	2,3
2018 T1	11,8	93,7	1,8	1,9	4,9	3,8	4,7	34,9	7,0	137,6	3,1	-0,3	1,8
T2	11,9	93,7	2,1	1,9	8,0	3,9	4,8	35,0	6,9	138,3	3,2	1,6	1,8
T3	12,0	93,5	1,4	1,9	7,9	3,8	5,0	34,7	6,9	138,0	2,9	8,7	1,7
T4	12,1	93,3	1,6	1,9	8,3	2,7	4,9	34,6	6,6	137,0	2,2	12,4	1,4

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital ¹⁾		
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires			
		Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	T1	1 001,5	902,9	98,6	572,2	494,0	220,8	192,3	179,8	157,2	28,7	59,5	12,6	6,4
	T2	1 022,0	934,1	87,9	575,5	507,4	222,5	193,8	196,1	169,0	27,9	63,9	8,3	8,8
	T3	1 035,5	966,8	68,7	586,2	525,5	229,4	203,9	191,5	168,8	28,4	68,7	8,7	5,8
	T4	1 045,4	965,5	79,9	598,6	528,7	231,1	206,2	186,2	155,9	29,6	74,7	21,9	33,6
2018	Août	350,3	319,3	31,1	197,5	174,6	77,2	67,8	65,7	54,6	9,9	22,2	3,2	1,7
	Septembre	345,4	326,9	18,4	195,6	177,3	76,8	68,3	63,7	58,3	9,4	23,1	2,5	2,2
	Octobre	352,7	322,5	30,2	203,0	180,6	75,0	67,0	65,2	51,2	9,5	23,8	3,3	9,6
	Novembre	350,9	325,1	25,8	198,4	175,1	79,1	69,7	62,9	54,9	10,5	25,4	4,1	10,6
	Décembre	341,8	317,9	23,9	197,2	173,0	77,0	69,6	58,0	49,8	9,6	25,6	14,5	13,4
2019	Janvier	357,4	320,6	36,8	201,1	176,3	77,4	69,1	68,7	54,1	10,2	21,1	3,8	2,1
		flux cumulés sur 12 mois												
2019	Janvier	4 124,5	3 785,9	338,6	2 339,3	2 064,3	907,0	801,9	762,9	651,1	115,3	268,5	49,1	54,6
		flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB												
2019	Janvier	35,6	32,7	2,9	20,2	17,8	7,8	6,9	6,6	5,6	1,0	2,3	0,4	0,5

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

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

(données cvs, sauf indication contraire)

	Total (données brutes)		Exportations (FAB)						Importations (CAF)					
	Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés	Total			Pour mémoire :				
			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole			
			1	2	3	7	8	9	10	11	12	13		
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2018	T1	2,1	2,3	561,2	270,5	113,9	167,8	470,4	503,9	291,9	81,2	123,6	357,3	65,2
	T2	4,3	6,1	565,9	271,2	117,8	166,7	474,0	515,2	300,8	79,9	126,9	364,1	65,7
	T3	4,7	10,4	572,7	277,6	117,4	166,9	478,1	531,2	309,6	86,2	126,9	373,6	68,6
	T4	3,9	7,8	580,1	278,0	122,8	168,3	484,9	535,7	309,5	87,5	130,4	379,5	66,4
2018	Août	5,5	9,0	192,7	93,5	38,9	56,5	161,2	176,4	102,7	28,3	42,2	123,8	23,0
	Septembre	-0,5	7,9	190,7	92,4	39,4	55,4	160,1	177,7	103,4	29,3	42,3	125,0	22,7
	Octobre	11,1	14,9	194,1	93,6	40,4	56,2	161,1	180,9	105,9	29,2	44,1	126,8	24,2
	Novembre	2,3	5,5	192,7	92,7	40,3	55,9	162,1	177,6	102,1	28,7	43,6	126,5	21,2
	Décembre	-1,9	2,7	193,3	91,6	42,1	56,2	161,6	177,3	101,4	29,7	42,8	126,2	21,0
2019	Janvier	2,4	3,4	194,8	..	..	..	163,3	177,8	..	..	..	125,5	..
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2018	T1	2,3	2,6	125,8	125,6	123,3	131,5	126,3	114,4	115,1	113,6	115,1	117,6	110,4
	T2	3,0	2,8	125,6	124,3	126,7	129,5	126,3	115,3	115,5	112,2	118,4	119,4	101,8
	T3	1,0	2,0	125,3	125,3	124,8	127,7	125,9	115,4	114,8	118,0	115,4	120,1	99,6
	T4	0,1	1,7	126,0	124,7	129,2	127,7	126,4	115,9	115,0	117,2	117,7	120,4	100,7
2018	Juillet	6,3	7,0	124,7	124,5	125,5	126,7	124,3	116,1	115,6	119,1	116,4	121,1	100,6
	Août	1,7	0,4	126,6	126,8	124,3	129,8	127,5	115,4	114,9	117,0	115,0	119,6	102,5
	Septembre	-4,7	-1,3	124,5	124,8	124,7	126,5	126,0	114,6	113,8	117,9	114,8	119,5	95,5
	Octobre	6,9	5,3	126,9	126,2	128,7	128,5	127,0	116,5	115,9	118,9	119,6	121,7	98,2
	Novembre	-1,6	-0,7	125,4	124,6	127,3	127,0	126,8	114,7	113,3	114,3	117,5	119,8	95,0
	Décembre	-5,1	0,3	125,7	123,4	131,7	127,7	125,5	116,5	115,8	118,3	115,9	119,7	109,0

Sources: BCE et Eurostat.

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

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

4 Prix et coûts

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total				Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) ²⁾						Pour mémoire : prix administrés		
	Indice : 2015 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimen- taires transfor- més	Produits alimentaires non trans- formés	Produits manufac- turés hors énergie	Energie (données brutes)	Services		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% 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	1,0
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	—	—	—	—	—	—	1,7	2,1
2018 T2	103,8	1,7	1,0	2,0	1,4	0,6	0,7	1,0	0,0	1,9	0,5	1,7	1,6
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	2,4
T4	104,3	1,9	1,0	2,3	1,5	0,3	0,3	0,3	0,1	1,6	0,2	1,8	2,8
2019 T1	103,5	1,4	1,0	—	1,4	0,0	0,6	0,1	0,1	-2,4	0,3	—	—
2018 Octobre	104,7	2,3	1,2	2,7	1,7	0,2	0,1	-0,4	0,0	1,8	0,1	2,2	2,8
Novembre	104,1	1,9	0,9	2,4	1,4	0,0	0,1	-0,6	0,0	0,0	0,0	1,8	2,8
Décembre	104,1	1,5	0,9	1,7	1,3	-0,3	0,0	0,2	0,0	-3,3	0,1	1,3	2,7
2019 Janvier	103,0	1,4	1,1	1,2	1,6	0,0	0,3	0,0	0,1	-0,9	0,1	1,2	2,4
Février	103,3	1,5	1,0	1,6	1,4	0,2	0,2	0,9	0,0	0,6	0,0	1,3	2,3
Mars ³⁾	104,4	1,4	0,8	—	1,1	0,1	0,4	-1,3	-0,2	0,8	0,2	—	—
	Biens						Services						
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communications	Services de loisirs et personnels	Divers	
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie	Loyers	21	22	23	24	25	
	14	15	16	17	18	19							
% du total en 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 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	—
2019 T1	2,0	2,0	1,9	—	0,3	3,8	—	—	—	—	—	—	—
2018 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	1,0	0,3	2,7	1,2	1,1	1,6	-0,4	2,2	1,5	—
Février	2,3	2,1	2,9	1,3	0,4	3,6	1,2	1,2	1,3	-0,8	1,8	1,5	—
Mars ³⁾	1,8	2,0	1,2	—	0,2	5,3	—	—	—	—	—	—	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

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

4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production dans l'industrie hors construction ¹⁾										Construction ²⁾	Prix de l'immobilier résidentiel ³⁾	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commercial ²⁾			
	Total (indice : 2015 = 100)	Total		Industrie hors construction et énergie					Énergie							
		Secteur manufacturier	Total	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation										
	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	0,7	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	2,0	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	2,4	.	.			
2018 T1	102,4	1,7	1,6	1,5	2,4	0,9	0,8	1,0	0,5	2,0	2,1	4,3	4,6			
T2	103,1	2,8	2,6	1,4	2,5	1,0	0,3	0,1	0,6	6,7	2,2	4,2	3,4			
T3	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,5	2,9	4,3	.			
T4	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	2,3	.	.			
2018 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	7,8	—	—	—			
2019 Janvier	105,4	2,9	1,0	1,2	1,7	1,4	0,4	0,0	1,0	7,4	—	—	—			
Février	105,5	3,0	1,5	1,2	1,3	1,5	0,6	0,0	1,1	8,0	—	—	—			

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

1) Ventes domestiques uniquement.

2) 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 pour plus de détails).

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie (en euros)					
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Demande intérieure				Exportations ¹⁾	Importations ¹⁾	Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾			
			Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe			Total	Alimentaires	Non alimentaires	Total	Alimentaires	Non alimentaires	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
% du total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2016	106,8	0,8	0,4	0,4	0,5	0,7	-1,4	-2,4	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	3,0	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	109,5	1,4	1,8	1,5	1,7	2,1	1,4	2,3	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,2	-5,5	5,7
2018 T2	109,3	1,3	1,8	1,5	1,8	1,9	1,1	2,0	62,6	2,1	-6,0	10,3	1,9	-6,3	11,7
T3	109,7	1,4	2,1	1,8	1,9	2,4	2,3	3,9	64,8	2,0	-3,4	7,1	3,1	-2,2	8,8
T4	110,1	1,5	1,9	1,7	1,8	2,4	1,9	2,8	59,5	1,9	0,1	3,6	2,3	0,2	4,4
2019 T1	—	—	—	—	—	—	—	—	55,6	3,3	3,9	2,8	4,0	5,3	2,7
2018 Octobre	—	—	—	—	—	—	—	—	70,1	2,6	-0,9	5,7	2,9	-0,4	6,4
Novembre	—	—	—	—	—	—	—	—	57,4	1,7	-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	1,2	3,9	-1,1	1,5	3,8	-0,7
Février	—	—	—	—	—	—	—	—	56,5	4,2	5,1	3,5	4,5	5,7	3,3
Mars	—	—	—	—	—	—	—	—	58,8	4,4	2,6	6,0	6,0	6,4	5,5

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

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

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

4 Prix et coûts

4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)					Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Évolution des prix à la consomma- tion sur les 12 derniers mois 5	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière 1	Commerce de détail 2	Services 3	Construction 4		Industrie manufacturière 6	Services 7	Industrie manufacturière 8	Services 9
1999-2015	4,2	–	–	-3,6	31,7	56,7	56,3	–	49,7
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 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
2019 T1	8,9	8,3	10,3	11,4	20,0	53,9	57,7	53,0	53,1
2018 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	9,0	8,1	9,2	12,4	20,0	53,9	58,1	52,7	52,7
Mars	7,0	7,9	10,2	9,0	21,2	52,3	56,8	52,3	53,3

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

4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2012 = 100) 1	Total 2	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾ 7
			Salaires et traitements 3	Cotisations sociales des employeurs 4	Économie marchande 5	Principalement économie non marchande 6	
% du total en 2012	100,0		100,0		74,6		69,3
					25,4		30,7
2016	105,5	1,3	1,4	1,1	1,3	1,5	1,4
2017	107,4	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,5
2018	109,8	2,2	2,1	2,8	2,4	1,9	2,0
2018 T1	102,6	2,0	1,8	2,7	2,3	1,5	1,7
T2	113,7	2,2	1,9	2,9	2,6	1,5	2,1
T3	106,4	2,5	2,4	3,0	2,6	2,2	2,1
T4	116,6	2,3	2,4	2,4	2,2	2,5	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 pour plus de détails).

4 Prix et coûts

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

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

	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Par activité économique										Arts, spectacles et autres activités de services
			Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufactu- rière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et resta- uration	Information et communi- cation	Activités financières et d'assu- rance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entre- prises et de soutien	Adminis-trac- tion publique, enseigne- ment, santé et action sociale		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Coûts unitaires de main-d'œuvre													
2016	105,3	0,6	1,3	-1,3	0,6	1,3	-0,7	1,3	3,7	0,6	1,4	1,5	
2017	106,1	0,8	0,1	-0,4	-0,1	0,2	0,6	-0,3	4,4	2,4	1,7	1,8	
2018	108,1	1,9	0,8	1,9	0,8	1,3	1,1	0,9	3,8	2,7	2,2	2,1	
2018 T1	107,0	1,1	0,0	0,0	-0,3	0,7	0,3	0,9	3,9	2,3	1,9	1,4	
T2	107,6	1,6	0,3	1,4	0,5	1,0	0,2	1,0	3,5	2,7	2,2	2,3	
T3	108,5	2,3	2,1	2,7	1,4	1,8	1,6	0,5	4,2	3,2	2,5	2,5	
T4	109,0	2,4	0,9	3,8	1,2	1,9	0,9	1,2	3,5	2,7	2,5	2,1	
Rémunération par tête													
2016	109,3	1,2	0,2	1,3	1,8	1,3	0,2	2,2	2,2	0,3	1,3	1,7	
2017	111,1	1,6	1,6	1,4	1,2	1,6	1,8	0,2	4,1	3,2	1,4	1,3	
2018	113,5	2,2	1,9	1,9	1,7	2,3	2,5	2,2	3,0	2,9	2,1	2,4	
2018 T1	112,6	1,9	2,3	1,6	1,1	2,0	2,8	1,8	2,8	2,6	2,0	1,8	
T2	113,3	2,2	2,1	2,1	1,4	2,3	2,9	2,0	2,3	2,8	2,0	1,8	
T3	114,1	2,5	2,0	2,3	2,4	2,5	2,4	2,6	3,5	3,2	2,3	3,2	
T4	114,6	2,2	1,2	1,6	1,7	2,1	1,9	2,4	3,2	2,9	2,4	2,9	
Productivité par personne employée													
2016	103,9	0,6	-1,0	2,6	1,1	0,0	0,9	0,8	-1,5	-0,2	-0,1	0,2	
2017	104,7	0,8	1,5	1,9	1,3	1,5	1,2	0,5	-0,3	0,8	-0,3	-0,4	
2018	105,0	0,3	1,1	0,0	0,9	0,9	1,4	1,3	-0,8	0,2	-0,1	0,3	
2018 T1	105,2	0,8	2,3	1,6	1,4	1,3	2,5	0,9	-1,0	0,3	0,1	0,4	
T2	105,2	0,5	1,7	0,8	1,0	1,3	2,6	1,0	-1,2	0,1	-0,1	-0,5	
T3	105,1	0,2	-0,1	-0,4	0,9	0,7	0,8	2,1	-0,7	0,0	-0,2	0,6	
T4	105,1	-0,2	0,3	-2,1	0,4	0,2	1,1	1,2	-0,3	0,2	-0,1	0,9	
Rémunération par heure travaillée													
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	112,7	1,7	1,4	1,4	1,0	1,9	1,7	0,5	3,3	3,0	1,6	1,9	
2018	114,8	1,9	1,4	1,8	0,9	2,1	2,1	1,8	2,3	2,4	2,0	1,8	
2018 T1	113,8	1,8	2,2	1,5	0,6	2,1	2,8	1,8	1,6	2,3	1,9	1,9	
T2	114,2	1,8	0,6	2,0	0,7	2,1	2,2	1,5	1,8	2,2	1,7	0,7	
T3	114,9	2,1	1,9	2,1	1,4	2,3	2,1	2,4	2,6	2,5	2,1	1,9	
T4	115,4	1,9	0,8	1,6	0,9	2,2	1,5	2,0	3,1	2,5	2,1	1,7	
Productivité horaire du travail													
2016	105,7	0,5	-1,2	2,5	0,8	0,0	1,1	0,4	-2,0	-0,4	-0,2	0,2	
2017	106,8	1,0	1,9	1,9	1,2	1,8	1,3	0,9	-0,9	1,0	0,0	0,2	
2018	107,0	0,2	0,5	-0,1	0,4	1,0	1,2	1,0	-1,0	-0,2	-0,2	0,2	
2018 T1	107,1	0,9	2,3	1,7	1,2	1,6	2,7	0,8	-2,1	0,3	0,1	0,9	
T2	106,9	0,3	0,7	0,7	0,6	1,5	2,3	0,5	-1,0	-0,4	-0,4	-1,0	
T3	106,6	-0,1	-0,8	-0,5	-0,1	0,7	0,6	1,8	-1,0	-0,7	-0,3	0,0	
T4	106,7	-0,4	0,0	-2,0	0,0	0,4	0,8	0,7	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5 Monnaie et crédit

5.1 Agrégats monétaires ¹⁾

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

	M3														
	M2						M3-M2								
	M1		M2-M1				Pensions	Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans	7	8	9	10	11	12
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois											
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	7 118,8	8 281,5	1 128,2	2 294,2	3 422,5	11 703,9	74,6	523,3	71,6	669,5	12 373,4			
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	7 118,8	8 281,5	1 128,2	2 294,2	3 422,5	11 703,9	74,6	523,3	71,6	669,5	12 373,4		
2018	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	7 118,8	8 281,5	1 128,2	2 294,2	3 422,5	11 703,9	74,6	523,3	71,6	669,5	12 373,4		
2019	Janvier	1 167,7	7 125,7	8 293,4	1 123,7	2 298,7	3 422,4	11 715,8	74,9	516,6	62,8	654,3	12 370,1		
	Février ^(p)	1 172,8	7 194,6	8 367,4	1 124,8	2 304,6	3 429,4	11 796,7	70,7	514,9	56,4	642,0	12 438,7		
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	461,6	511,6	-71,5	45,0	-26,6	485,0	-3,5	11,3	-1,7	6,1	491,1			
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	105,3	117,4	0,3	13,4	13,7	131,1	2,9	27,7	9,8	40,4	171,5		
2018	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	0,3	10,3	-0,9	9,7	59,6		
	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	26,2	30,7	2,9	3,1	6,0	36,7	0,9	19,6	13,5	33,9	70,6		
2019	Janvier	5,0	10,2	15,3	-4,8	5,0	0,3	15,5	0,4	-7,6	-8,5	-15,7	-0,2		
	Février ^(p)	5,1	67,2	72,3	0,5	5,9	6,4	78,7	-4,3	-1,8	-5,4	-11,6	67,1		
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	-4,6	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	-4,6	2,2	-2,3	0,9	4,1		
2018	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	-0,7	-3,8	-17,4	-5,0	3,8		
	Novembre	4,3	7,1	6,7	-6,7	2,0	-1,0	4,3	-8,2	-3,1	-22,4	-5,8	3,7		
	Décembre	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,6	2,2	-2,3	0,9	4,1		
2019	Janvier	4,7	6,4	6,2	-6,3	2,0	-0,8	4,0	-4,0	-0,1	5,9	-0,1	3,8		
	Février ^(p)	5,0	6,9	6,6	-4,9	2,2	-0,2	4,5	-7,0	1,0	-3,6	-0,4	4,3		

Source: BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques ⁴⁾	
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Encours														
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	2 336,0	1 901,6	280,7	145,9	7,8	6 645,7	4 039,3	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	2 336,0	1 901,6	280,7	145,9	7,8	6 645,7	4 039,3	517,3	2 088,0	1,2	1 002,7	200,3	431,2
2018	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	2 336,0	1 901,6	280,7	145,9	7,8	6 645,7	4 039,3	517,3	2 088,0	1,2	1 002,7	200,3	431,2
2019	Janvier	2 324,7	1 899,8	271,4	145,7	7,8	6 680,7	4 068,6	517,3	2 093,0	1,7	975,7	203,9	438,0
	Février ^(p)	2 347,5	1 918,3	275,5	147,0	6,7	6 722,4	4 106,2	516,9	2 097,8	1,5	964,7	206,4	453,7
Flux														
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	100,4	-7,1	-2,8	-1,4	330,2	327,6	-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	12,8	12,7	-0,7	0,9	97,2	89,1	-7,5	15,4	0,1	17,5	-12,2	-6,4
2018	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	2,9	1,6	2,2	0,0	-1,0	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	15,6	10,9	5,6	-0,6	-0,3	35,5	30,7	-0,5	5,2	0,0	2,5	-7,9	-12,6
2019	Janvier	-6,7	1,9	-9,0	0,4	0,0	35,0	29,3	0,1	5,1	0,5	-27,4	3,2	6,8
	Février ^(p)	22,0	19,2	4,0	-0,2	-1,1	43,5	37,8	-0,6	6,4	-0,1	-13,9	2,5	15,2
Taux de croissance														
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	-16,0	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	-16,0	5,2	8,8	-8,0	2,3	65,1	-0,2	-2,2	4,4
2018	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	3,9	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	-1,2	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	-16,0	5,2	8,8	-8,0	2,3	65,1	-0,2	-2,2	4,4
2019	Janvier	2,5	4,4	-7,0	-0,5	-23,0	5,3	8,8	-7,1	2,3	-6,2	-1,7	-1,4	5,3
	Février ^(p)	4,3	5,9	-3,0	-0,3	-25,6	5,6	8,9	-6,0	2,5	-13,3	-3,6	-1,1	8,9

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 ¹⁾

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

Créances sur les administrations publiques				Créances sur les autres résidents de la zone euro									
	Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts						Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires	
					Total	Prêts corrigés ²⁾	Aux sociétés non financières ³⁾	Aux ménages ⁴⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension ³⁾	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours													
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	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	13 393,8	11 089,9	11 423,2	4 404,2	5 716,2	848,9	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	4 685,1	1 006,7	3 666,9	13 452,4	11 156,7	11 498,8	4 409,5	5 758,5	861,0	127,7	1 523,0	772,7
	Février ^(p)	4 685,4	1 001,0	3 672,5	13 500,7	11 177,9	11 524,4	4 425,2	5 769,6	856,7	126,3	1 533,1	789,7
Flux													
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		92,4	-28,2	120,7	372,8	304,6	373,5	122,9	167,3	-3,8	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	40,7	4,0	36,7	66,3	60,1	88,3	15,9	42,6	-1,8	3,4	13,7	-7,5
2018	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	-9,3	-3,0	-6,3	32,7	21,5	20,1	6,1	15,5	3,6	-3,7	12,6	-1,3
	Novembre	-7,9	2,8	-11,7	27,0	30,3	32,5	22,6	18,4	-10,6	0,0	-6,4	3,2
	Décembre	57,9	4,2	54,7	6,5	8,3	35,8	-12,7	8,7	5,1	7,2	7,6	-9,3
2019	Janvier	-11,7	-0,8	-10,9	33,1	33,4	19,6	2,9	18,2	12,5	-0,2	0,0	-0,3
	Février ^(p)	12,0	-4,8	16,4	44,6	23,1	30,4	17,2	12,2	-4,9	-1,4	7,1	14,4
Taux de croissance													
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	-2,7	3,4	2,8	2,8	3,4	2,9	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	-2,7	3,4	2,8	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2018	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	3,2	2,9	3,2	-0,7	7,4	7,2	-1,5
	Novembre	2,1	-3,8	3,8	2,9	2,8	3,2	3,0	3,2	-1,9	5,2	6,6	-1,8
	Décembre	2,0	-2,7	3,4	2,8	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2019	Janvier	2,4	-2,7	3,9	2,5	2,5	3,0	2,2	3,2	-1,8	13,0	5,3	-2,5
	Février ^(p)	2,5	-2,5	4,0	2,8	2,7	3,2	2,6	3,2	-1,5	10,6	5,3	-0,3

Source: BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

5.4 Prêts accordés par les IFM aux sociétés non financières et aux ménages de la zone euro¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾				Ménages ³⁾						
	Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consommation	Autres prêts		
	Prêts corrigés ⁴⁾					Prêts corrigés ⁴⁾					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Encours											
2016	4 311,4	4 309,1	1 013,3	795,7	2 502,4	5 449,3	5 728,7	615,9	4 084,1	749,3	
2017	4 326,5	4 364,8	987,7	820,4	2 518,4	5 598,8	5 865,5	654,0	4 217,0	727,9	
2018	4 409,2	4 491,1	995,7	844,6	2 568,9	5 741,5	6 023,4	683,7	4 353,9	703,9	
2018	T1	4 343,8	4 381,2	997,8	820,8	2 525,2	5 633,0	5 904,5	663,3	4 243,8	725,9
	T2	4 358,1	4 425,0	986,0	828,3	2 543,8	5 659,7	5 940,5	669,8	4 273,2	716,6
	T3	4 396,8	4 464,3	1 000,1	836,2	2 560,5	5 701,3	5 978,6	678,3	4 311,6	711,4
	T4	4 409,2	4 491,1	995,7	844,6	2 568,9	5 741,5	6 023,4	683,7	4 353,9	703,9
2018	Septembre	4 396,8	4 464,3	1 000,1	836,2	2 560,5	5 701,3	5 978,6	678,3	4 311,6	711,4
	Octobre	4 404,2	4 469,7	985,0	844,1	2 575,0	5 716,2	5 996,5	681,7	4 324,0	710,4
	Novembre	4 421,2	4 486,5	989,2	850,9	2 581,0	5 731,8	6 010,7	685,6	4 336,4	709,8
	Décembre	4 409,2	4 491,1	995,7	844,6	2 568,9	5 741,5	6 023,4	683,7	4 353,9	703,9
2019	Janvier	4 409,5	4 489,3	980,0	846,7	2 582,8	5 758,5	6 037,1	687,5	4 367,2	703,8
	Février ^(p)	4 425,2	4 505,0	980,1	850,8	2 594,4	5 769,6	6 050,9	690,9	4 375,0	703,8
Flux											
2016	82,5	100,4	-14,7	43,2	54,0	121,1	113,8	24,1	105,4	-8,4	
2017	82,8	131,8	-0,3	38,0	45,0	173,6	165,5	45,1	134,3	-5,8	
2018	122,9	171,1	19,2	33,4	70,4	167,3	188,8	40,1	136,5	-9,2	
2018	T1	41,3	39,0	17,6	6,1	17,6	40,1	45,5	11,3	27,7	1,1
	T2	17,1	48,2	-12,2	10,3	19,0	34,9	44,3	10,5	29,0	-4,6
	T3	48,6	47,8	16,4	9,5	22,6	49,8	47,7	10,3	40,4	-0,9
	T4	15,9	36,2	-2,7	7,4	11,2	42,6	51,3	8,1	39,3	-4,8
2018	Septembre	9,3	17,1	-0,1	2,3	7,0	14,9	14,0	1,9	13,2	-0,2
	Octobre	6,1	3,8	-16,8	8,2	14,6	15,5	19,1	3,7	12,1	-0,3
	Novembre	22,6	22,7	5,7	8,3	8,6	18,4	18,2	4,2	14,1	0,0
	Décembre	-12,7	9,8	8,3	-9,1	-11,9	8,7	13,9	0,2	13,1	-4,6
2019	Janvier	2,9	-1,0	-13,8	2,3	14,4	18,2	15,2	4,1	13,8	0,3
	Février ^(p)	17,2	17,1	0,2	4,7	12,3	12,2	16,8	3,5	8,4	0,2
Taux de croissance											
2016	1,9	2,4	-1,4	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1	
2017	1,9	3,1	0,0	4,8	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8	
2018	2,9	3,9	1,9	4,1	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3	
2018	T1	2,3	3,3	2,6	4,6	1,5	3,0	2,9	7,2	3,0	-0,4
	T2	2,6	4,1	1,4	5,5	2,2	3,0	3,0	7,2	3,1	-1,1
	T3	3,2	4,3	3,3	4,5	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,8
	T4	2,9	3,9	1,9	4,1	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3
2018	Septembre	3,2	4,3	3,3	4,5	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,8
	Octobre	2,9	3,9	0,7	5,0	3,0	3,2	3,2	7,1	3,3	-0,7
	Novembre	3,0	4,0	1,3	5,3	3,0	3,2	3,3	6,7	3,3	-0,8
	Décembre	2,9	3,9	1,9	4,1	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3
2019	Janvier	2,2	3,4	-0,4	3,6	2,8	3,2	3,2	6,2	3,5	-1,2
	Février ^(p)	2,6	3,7	0,0	4,4	3,0	3,2	3,3	6,1	3,5	-1,2

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

5.5 Contreparties de M3 autres que les créances sur les résidents de la zone euro¹⁾

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

Dépôts de l'administration centrale ²⁾	Passif des IFM					Actif des IFM				
	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Position extérieure nette	Autre			
	Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total	Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾	Prises en pension de contreparties centrales ³⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
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	6 814,4	1 941,3	56,0	2 096,0	2 721,2	1 025,0	436,0	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
	T2	330,4	6 708,6	1 950,7	58,4	2 025,6	2 673,9	858,9	422,8	174,1
	T3	403,3	6 693,6	1 934,8	56,9	2 048,5	2 653,5	881,2	424,7	177,3
	T4	378,7	6 814,4	1 941,3	56,0	2 096,0	2 721,2	1 025,0	436,0	187,0
2018	Septembre	403,3	6 693,6	1 934,8	56,9	2 048,5	2 653,5	881,2	424,7	177,3
	Octobre	398,1	6 795,5	1 936,3	56,6	2 104,4	2 698,2	993,7	460,0	167,1
	Novembre	390,3	6 784,9	1 929,9	55,8	2 098,7	2 700,5	1 038,3	418,4	196,1
	Décembre	378,7	6 814,4	1 941,3	56,0	2 096,0	2 721,2	1 025,0	436,0	187,0
2019	Janvier	377,2	6 861,7	1 939,7	55,6	2 116,6	2 749,8	1 069,9	401,5	199,0
	Février ^(p)	409,0	6 878,7	1 936,7	55,6	2 146,0	2 740,4	1 116,3	424,0	198,1
Flux										
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	47,4	-38,0	-4,9	16,9	73,4	65,0	47,4	21,8	24,2
2018	T1	-2,7	8,8	-16,3	-1,4	9,3	17,2	53,2	-54,2	-7,6
	T2	-10,4	-10,0	-4,8	-1,1	-15,0	11,0	-62,2	88,6	16,4
	T3	76,3	29,8	-16,2	-1,5	19,2	28,4	38,8	-11,2	3,2
	T4	-24,1	18,8	-0,6	-0,9	3,4	16,8	35,0	24,1	9,7
2018	Septembre	15,3	28,0	-8,4	-0,5	28,1	8,8	46,2	11,1	-4,1
	Octobre	-5,5	14,2	0,0	-0,2	4,5	10,0	14,8	30,1	-10,3
	Novembre	-7,9	-4,6	-6,1	-0,9	-2,3	4,7	46,8	-37,0	29,0
	Décembre	-10,8	9,1	5,5	0,2	1,3	2,1	-26,6	31,0	-9,1
2019	Janvier	-1,5	20,2	-5,8	-0,4	20,6	5,8	28,4	-31,4	12,0
	Février ^(p)	31,6	19,1	-3,4	0,0	25,6	-3,0	43,8	17,4	13,6
Taux de croissance										
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	-1,9	-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
	T2	6,6	-0,9	-3,2	-10,8	-2,5	2,4	—	—	-3,6
	T3	14,4	0,0	-2,8	-9,3	0,0	2,3	—	—	7,7
	T4	11,3	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,8	—	—	11,0
2018	Septembre	14,4	0,0	-2,8	-9,3	0,0	2,3	—	—	7,7
	Octobre	18,1	0,6	-1,7	-8,7	0,6	2,5	—	—	-9,9
	Novembre	24,7	0,6	-2,1	-9,1	0,8	2,6	—	—	-22,0
	Décembre	11,3	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,8	—	—	11,0
2019	Janvier	18,9	0,8	-1,9	-7,7	1,0	2,9	—	—	28,0
	Février ^(p)	19,7	1,4	-1,9	-7,1	2,9	2,7	—	—	35,9

Source: BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

6 Évolutions budgétaires

6.1 Déficit/excédeant

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Déficit (-)/excédent (+)					Pour mémoire : Déficit (-)/ excédent (+) primaire
	Total	Administrations centrales	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	
	1	2	3	4	5	
2014	-2,5	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,1	-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						Dépenses en capital	
	Total	Recettes courantes				Recettes en capital	Total	Dépenses courantes				Dépenses en capital		
		Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales nettes	5			Rémunération des salariés	9	10	11	12		
	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	46,2	45,8	12,9	12,9	15,2	0,4	46,6	43,0	9,8	5,1	1,9	22,4	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	IFM	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises
								5	6	7	8	9	10	11	12	13	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	86,2	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/PIB et facteurs sous-jacents¹⁾

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Variation du ratio dette/PIB ²⁾	Déficit (+) /excédent (-) primaire	Ajustement dette-déficit									Écart croissance/taux d'intérêt	Pour mémoire : besoin de financement		
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers						Autres					
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement	Effets de valorisation et autres variations en volume						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2014	0,2	-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 publiques¹⁾

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

	Service de la dette dû dans l'année ²⁾					Durée résiduelle moyenne en années ³⁾	Rendements nominaux moyens ⁴⁾									
	Total	Principal		Intérêts			Total	Encours				Opérations				
		2	Échéances ≤ 3 mois	4	5			7	8	9	Taux fixe		Émissions	Remboursements		
											Durées ≤ 1 an					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
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 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	13,2	11,7	4,1	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9			
Février	13,0	11,5	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	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
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	2,4	
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	-3,9	
Dette des administrations publiques										
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	131,3	95,8	
2018 T1	106,4	62,7	8,5	69,3	177,9	98,7	99,4	132,9	92,9	
T2	105,9	61,5	8,3	69,2	177,5	98,1	99,1	133,3	103,0	
T3	105,4	61,0	8,0	68,7	182,3	98,3	99,5	133,3	110,2	
	Lettonie	Lituanie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Autriche	Portugal	Slovénie	Slovaquie	Finlande
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2014	-1,5	-0,6	1,3	-1,7	-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
Dette des administrations publiques										
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	50,1	57,0	78,3	124,8	74,1	50,9	61,3
2018 T1	35,5	36,0	22,2	49,7	55,1	77,2	125,4	75,5	50,9	59,9
T2	36,9	35,0	22,0	48,8	54,0	76,5	124,8	72,6	51,9	59,5
T3	37,0	34,9	21,7	45,7	52,9	75,5	124,7	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

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

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

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 9 avril 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-19-003-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général