



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 6 / 2017



Sommaire

| | |
|---|-----------|
| Évolutions économiques et monétaires | 2 |
| Vue d'ensemble | 2 |
| 1 Environnement extérieur | 5 |
| 2 Évolutions financières | 11 |
| 3 Activité économique | 17 |
| 4 Prix et coûts | 24 |
| 5 Monnaie et crédit | 29 |
| 6 Évolutions budgétaires | 37 |
| Encadrés | 40 |
| 1 La dynamique de l'investissement dans les économies avancées depuis la crise financière | 40 |
| 2 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 3 mai au 25 juillet 2017 | 46 |
| 3 Évolutions récentes de l'offre de main-d'œuvre dans la zone euro | 52 |
| 4 La baisse du chômage d'un point de vue historique | 58 |
| 5 Les besoins de réformes structurelles dans la zone euro : indications tirées d'une enquête réalisée auprès de grandes entreprises | 62 |
| 6 Le rôle des effets de base dans l'évolution attendue de l'inflation mesurée par l'IPCH | 68 |
| 7 La base monétaire, la monnaie au sens large et l'APP | 72 |
| Article | 77 |
| 1 Modélisation de la qualité des billets en euros | 77 |
| Encadré 1 Modélisation des circuits de traitement des espèces spécifiques à chaque pays, sur la base de données réelles | 101 |
| Statistiques | S1 |

Évolutions économiques et monétaires

Vue d'ensemble

Lors de sa réunion de politique monétaire du 7 septembre 2017, le Conseil des gouverneurs a estimé que, si l'expansion économique en cours laissait entrevoir avec confiance l'idée d'un retour progressif de l'inflation vers des niveaux conformes à son objectif, elle ne se traduisait toutefois pas encore suffisamment par une dynamique d'inflation plus forte. L'expansion

économique, qui s'est accélérée plus rapidement qu'attendu au premier semestre 2017, reste solide et généralisée à travers les pays et les secteurs. Dans le même temps, la volatilité récente du taux de change constitue une source d'incertitudes qui doit être surveillée quant à ses éventuelles implications pour les perspectives de stabilité des prix à moyen terme. Les mesures de l'inflation sous-jacente ont légèrement augmenté ces derniers mois, mais restent, globalement, à des niveaux modérés. Par conséquent, une orientation très accommodante de la politique monétaire demeure indispensable pour aviver peu à peu les tensions inflationnistes sous-jacentes et soutenir l'inflation totale à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs a donc maintenu son orientation de politique monétaire et décidera, à l'automne, du calibrage de ses instruments monétaires pour la période allant au-delà de la fin de l'année.

Évaluation économique et monétaire au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs du 7 septembre 2017

L'expansion économique se poursuit dans la zone euro et devient de plus en plus solide, les mesures de politique monétaire de la BCE soutenant la demande intérieure. En glissement trimestriel, le PIB en volume a augmenté

de 0,6 % dans la zone euro au deuxième trimestre 2017, contre 0,5 % au premier trimestre. La croissance du PIB en volume repose principalement sur la demande intérieure. La consommation privée est confortée par les créations d'emplois, qui profitent également des réformes antérieures des marchés du travail, et par l'augmentation de la richesse des ménages. La reprise de l'investissement continue de bénéficier des conditions de financement très favorables et des améliorations de la rentabilité des entreprises. Les indicateurs à court terme tout comme ceux tirés d'enquêtes confirment les perspectives d'une dynamique de croissance robuste à cette échéance.

La reprise mondiale généralisée favorisera les exportations de la zone euro.

L'activité économique mondiale devrait s'accélérer modérément, étayée par le soutien continu des politiques monétaire et budgétaire dans les économies avancées et par une reprise dans les économies de marché émergentes exportatrices de matières premières. Après avoir affiché une amélioration sensible au début de l'année, le commerce mondial s'est récemment ralenti, mais les indicateurs avancés continuent de signaler des perspectives positives. Globalement,

la reprise mondiale généralisée atténuera l'incidence potentielle des exportations liée à l'appréciation du taux de change, qui s'est élevée à 3,4 % en termes pondérés des échanges commerciaux depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de juin.

Les projections macroéconomiques de septembre 2017 pour la zone euro établies par les services de la BCE tablent sur une croissance du PIB en volume de 2,2 % en 2017, de 1,8 % en 2018 et de 1,7 % en 2019. Par rapport aux projections de juin 2017 établies par les services de l'Eurosystème, le taux de croissance attendu a été révisé à la hausse pour 2017 et demeure globalement inchangé au-delà. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent dans l'ensemble équilibrés. D'une part, la dynamique conjoncturelle positive constatée actuellement accroît la probabilité d'une reprise économique plus vigoureuse qu'attendu. D'autre part, des risques à la baisse subsistent, en lien essentiellement avec des facteurs mondiaux et les évolutions sur les marchés des changes.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,5% en août 2017, après 1,3% en juillet. Cette évolution reflète une accélération de l'inflation dans le secteur de l'énergie et, dans une moindre mesure, pour les produits alimentaires transformés. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux annuels de l'inflation totale devraient diminuer temporairement vers la fin de l'année, principalement en raison d'effets de base relatifs aux prix de l'énergie, avant de s'inscrire à nouveau en hausse.

Les mesures de l'inflation sous-jacente ont, en parallèle, augmenté modérément, sans montrer encore de signes convaincants de remontée durable. D'après l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'est établie à 1,2 % en août, sans changement par rapport à juillet, mais supérieure de 0,4 point de pourcentage à la moyenne du quatrième trimestre 2016. Les tensions sur les coûts d'origine interne, émanant notamment des marchés du travail, restent limitées. L'inflation sous-jacente au sein de la zone euro devrait progresser graduellement à moyen terme, soutenue par les décisions de politique monétaire de la BCE, la poursuite de la croissance économique, la résorption progressive correspondante de la sous-utilisation des capacités productives et la hausse des salaires.

Les projections macroéconomiques de septembre 2017 pour la zone euro établies par les services de la BCE tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 1,5 % en 2017, de 1,2 % en 2018 et de 1,5 % en 2019. Par comparaison avec les projections macroéconomiques de juin 2017 réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives de hausse de l'IPCH ont été légèrement révisées à la baisse, principalement en raison de l'appréciation récente du taux de change de l'euro.

Le déficit budgétaire de la zone euro devrait continuer de s'inscrire en baisse au cours de la période de projection (2017-2019), sous l'effet d'une amélioration des conditions conjoncturelles et d'une diminution des

paiements d'intérêts. Selon les prévisions macroéconomiques établies en septembre 2017 par les services de la BCE, le ratio de déficit des administrations publiques de la zone euro devrait revenir de 1,5 % du PIB en 2016 à 0,9 % du PIB en 2019. Les déficits structurels ne s'inscrivent toutefois pas en recul et ce, malgré la dynamique de croissance favorable.

La croissance de la monnaie est demeurée robuste malgré une certaine volatilité mensuelle. La reprise de la croissance des prêts accordés au secteur privé se poursuit. Dans le même temps, selon les estimations, le flux annuel du financement externe total à destination des sociétés non financières s'est légèrement atténué au deuxième trimestre 2017.

Les effets des mesures de politique monétaire mises en place au cours des dernières années continuent d'améliorer sensiblement les conditions d'emprunt. Les rendements des obligations souveraines de la zone euro sont restés globalement inchangés depuis la réunion de politique monétaire de juin du Conseil des gouverneurs. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises par rapport au taux sans risque se sont un peu resserrés et demeurent à des niveaux inférieurs à ceux observés début mars 2016, quand le programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) a été annoncé.

Les décisions de politique monétaire

En tenant compte des résultats de l'analyse économique et des signaux provenant de l'analyse monétaire, le Conseil des gouverneurs a conclu qu'une orientation très accommodante de la politique monétaire demeurait indispensable pour ramener durablement les taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés et prévoit leur maintien à leurs niveaux actuels sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs. En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé que les achats nets d'actifs, au rythme mensuel actuel de 60 milliards d'euros, devraient être réalisés jusque fin décembre 2017 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Les achats nets s'effectuent en parallèle avec des réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP). De plus, le Conseil des gouverneurs a réaffirmé son engagement à augmenter le volume et/ou la durée de l'APP si les perspectives devenaient moins favorables ou si les conditions de financement ne permettaient plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation. Tenant compte de l'évolution attendue de l'inflation et des conditions financières nécessaires à un retour durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %, le Conseil des gouverneurs décidera, à l'automne, du calibrage de ses instruments monétaires pour la période allant au-delà de la fin de l'année.

1 Environnement extérieur

L'économie mondiale continue d'afficher une croissance robuste. Après un fléchissement temporaire de la dynamique de croissance dans certains pays en début d'année, les données font état d'un rebond de la croissance du PIB mondial. À plus long terme, l'activité économique mondiale devrait s'accélérer modérément, grâce au soutien continu des politiques monétaire et budgétaire dans les économies avancées et à une reprise dans les économies de marché émergentes exportatrices de matières premières. Après avoir affiché une amélioration sensible au début de l'année, le commerce mondial s'est récemment ralenti, mais les indicateurs avancés continuent de signaler des perspectives positives. Avec la diminution des capacités de production inutilisées à l'échelle internationale, l'inflation mondiale devrait augmenter.

Activité économique et échanges commerciaux à l'échelle mondiale

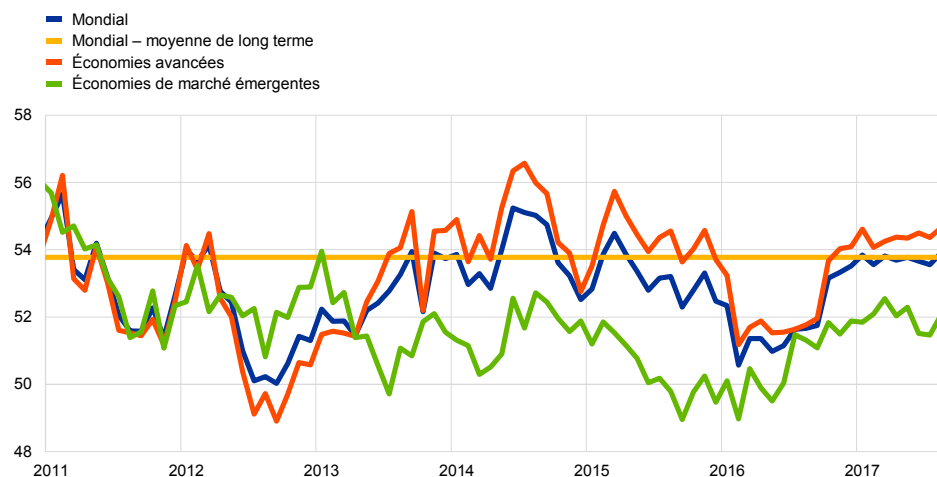
L'économie mondiale a poursuivi sa croissance régulière. Après un fléchissement temporaire de la croissance dans certaines économies au premier trimestre, les dernières données disponibles et les indicateurs tirés d'enquêtes montrent un rebond de la croissance mondiale. S'agissant des économies avancées, la croissance du PIB a affiché un rebond aux États-Unis au deuxième trimestre, les dépenses de consommation et les stocks se redressant par rapport aux niveaux faibles enregistrés précédemment, notamment en raison d'un accroissement des tensions sur le marché du travail et d'une confiance élevée des ménages. Au Japon, l'activité a fortement progressé au deuxième trimestre, soutenue par un environnement extérieur favorable et des mesures de relance budgétaire. En revanche, l'activité est restée relativement atone au Royaume-Uni, les revenus des ménages étant affectés par la hausse de l'inflation et la baisse des salaires réels. S'agissant des économies de marché émergentes, au Brésil et en Russie, l'activité a été dopée par le rebond de la croissance après des récessions profondes, tandis que la croissance économique a bien résisté en Inde et en Chine.

Les indicateurs tirés d'enquêtes font état d'une croissance soutenue au niveau mondial à court terme. L'indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale (hors zone euro) a augmenté en août pour s'établir juste au-dessus de sa moyenne de long terme. L'enquête fait ressortir le rythme d'expansion le plus rapide depuis début 2015 (cf. graphique 1). Les indicateurs tirés des enquêtes relatives au climat économique sont également ressortis en hausse au cours des derniers mois.

Graphique 1

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

(indice de diffusion)



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

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

Les conditions financières restent globalement favorables à l'échelle mondiale.

Les marchés boursiers des économies avancées n'ont globalement pas varié ces dernières semaines dans un contexte de volatilité modérée et de faible aversion au risque. Les taux d'intérêt à long terme aux États-Unis et au Royaume-Uni ont reculé ces derniers mois. Au Japon, les rendements ont été stables, reflétant le programme de la Banque du Japon visant à contrôler la courbe des rendements. Les conditions financières dans les économies de marché émergentes bénéficient également des anticipations d'amélioration des perspectives de croissance mondiale, les flux de capitaux faisant preuve de résistance. En Chine, les conditions financières se sont légèrement assouplies après une période qui a vu les autorités durcir nettement les conditions financières afin de réduire l'endettement du système financier.

Les politiques monétaires demeurent accommodantes dans les économies avancées et les banques centrales de certaines économies de marché émergentes ont abaissé leurs taux directeurs.

Conformément aux anticipations des marchés, le Système fédéral de réserve a relevé les taux d'intérêt lors de sa réunion de juin. Il a également annoncé son intention de commencer à normaliser son bilan dans le courant de l'année. Toutefois, les marchés continuent d'intégrer un resserrement monétaire très progressif aux États-Unis, tandis que les banques centrales d'autres économies avancées devraient maintenir leur orientation accommodante. Au sein des économies de marché émergentes, certains pays exportateurs de matières premières ont abaissé leurs taux directeurs, les tensions inflationnistes s'atténuant et les taux de change se raffermissant.

À plus long terme, l'activité économique mondiale devrait progressivement s'accélérer.

Les perspectives pour les économies avancées vont dans le sens d'une expansion modérée, grâce au soutien continu des politiques monétaire et budgétaire, sur fond de poursuite du redressement conjoncturel et de résorption

progressive des écarts de production. Au sein des économies de marché émergentes, les perspectives sont soutenues par la croissance vigoureuse de la Chine et de l'Inde et la reprise dans les pays exportateurs de matières premières après des chocs défavorables des termes de l'échange. Le rythme de l'expansion mondiale restera cependant inférieur aux taux d'avant la crise, conformément aux estimations suggérant une diminution du potentiel de croissance dans la plupart des économies avancées et des économies de marché émergentes ces dernières années. Un des facteurs à l'origine de ce ralentissement a été la faiblesse des contributions en capital. L'encadré 1 examine en détail les facteurs à l'origine de la faiblesse de l'investissement dans les économies avancées.

Aux États-Unis, l'activité devrait se renforcer. La récente dépréciation du dollar et le redressement de la croissance mondiale devraient doper la contribution des exportations nettes à la croissance. Les plus-values immobilières et boursières, conjuguées à la confiance élevée des consommateurs et à une situation tendue sur le marché du travail, devraient renforcer de nouveau les dépenses de consommation. Les entreprises faisant état d'une amélioration de leurs résultats et la confiance des chefs d'entreprise étant solide, l'investissement devrait augmenter à un rythme régulier. Toutefois, les anticipations par les marchés d'une relance budgétaire plus limitée stimuleront moins l'activité économique qu'attendu précédemment. De plus, à court terme, il existe une certaine incertitude quant à l'impact de l'ouragan Harvey sur l'activité économique dans les régions touchées.

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

Au Japon, les politiques accommodantes continuent de soutenir l'expansion. À court terme, la politique monétaire accommodante et le programme de relance budgétaire devraient soutenir la demande domestique, tandis que les exportations se redressent progressivement avec l'amélioration de la demande extérieure. À plus long terme, cependant, l'activité devrait ralentir pour rejoindre le PIB potentiel, la relance budgétaire s'atténuant et les capacités inutilisées dans l'économie diminuant. En outre, malgré la forte dynamique de la création d'emplois, les hausses de salaires sont restées modérées, freinant les perspectives d'évolution de la consommation privée.

En Chine, l'activité continue de progresser à un rythme vigoureux, soutenue par la résistance de la consommation et par le dynamisme du marché de l'immobilier résidentiel. Tandis que la politique budgétaire devrait continuer de soutenir l'activité, l'attention croissante également portée par les autorités à la maîtrise des risques pesant sur la stabilité financière devrait favoriser un rééquilibrage progressif de la croissance, l'investissement diminuant.

Les pays d'Europe centrale et orientale bénéficient de la vigueur de la consommation et de l'investissement, ce dernier étant soutenu par les fonds

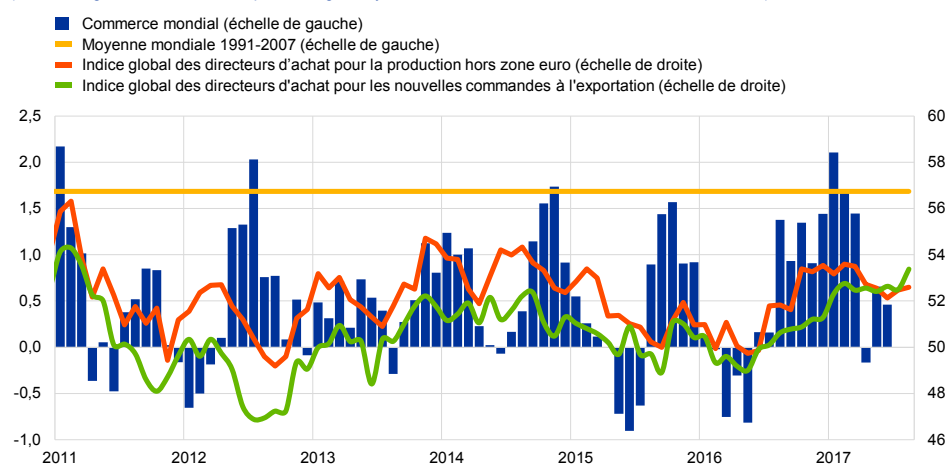
structurels de l'UE. Même si l'inflation devrait augmenter progressivement, reflétant l'atténuation des effets des baisses des prix de l'énergie, le revenu réel disponible devrait soutenir la croissance du PIB à la faveur d'une poursuite du renforcement du marché du travail et de la croissance des salaires.

Les grands exportateurs de matières premières poursuivent leur redressement après de profondes récessions. En Russie, le rebond de l'activité depuis le début de l'année devrait se poursuivre, soutenu par les prix du pétrole, un environnement extérieur favorable et une politique monétaire accommodante. La consommation devrait s'améliorer légèrement, suite à la hausse des salaires réels et à l'amélioration de la confiance des consommateurs, à partir de niveaux très bas cependant. Les difficultés budgétaires continueront de peser sur la croissance. L'activité économique au Brésil devrait bénéficier d'une stabilisation de la confiance des chefs d'entreprise, d'une amélioration des termes de l'échange et d'un assouplissement des conditions financières. Cela étant, les incertitudes politiques récurrentes et les besoins d'assainissement budgétaire continuent de peser sur les perspectives à moyen terme.

La croissance des échanges internationaux s'est ralentie au deuxième trimestre, mais les indicateurs avancés continuent de signaler des perspectives positives. Au deuxième trimestre 2017, le volume des importations mondiales de biens a augmenté de 0,5 % en rythme trimestriel, soit un taux inférieur à celui du précédent trimestre (cf. graphique 2). Le ralentissement des échanges de marchandises est essentiellement imputable aux économies de marché émergentes. Cependant, les indicateurs avancés font état de perspectives positives pour les échanges internationaux à court terme, l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation ayant augmenté en août. À plus long terme, le commerce mondial devrait se renforcer, globalement en phase avec l'activité mondiale.

Graphique 2
Échanges internationaux de biens

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



Sources : Markit, CPB et calculs de la BCE.

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

Dans l'ensemble, la croissance mondiale devrait progressivement s'accroître au cours de la période 2017-2019. Selon les projections macroéconomiques de septembre 2017 établies par les services de la BCE, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait s'accroître pour passer de 3,2 % en 2016 à 3,7 % en 2017 et 3,8 % en 2018-2019. La croissance de la demande étrangère adressée à la zone euro devrait passer de 1,6 % en 2016 à 4,7 % en 2017, suivie d'une croissance de 3,4 % en 2018 et de 3,5 % en 2019. Par rapport aux projections de juin 2017, la croissance du PIB mondial n'a majoritairement pas été révisée, les révisions à la baisse des perspectives aux États-Unis, qui reflètent les anticipations d'une relance budgétaire plus limitée, étant contrebalancées par des perspectives plus optimistes dans certaines économies de marché émergentes. La croissance de la demande étrangère adressée à la zone euro a été révisée à la hausse pour 2017, reflétant des chiffres plus élevés des importations au premier trimestre.

L'incertitude entourant les projections de référence pour l'activité mondiale reste élevée, la balance des risques étant orientée à la baisse. Du côté des risques à la hausse, il est possible que l'amélioration du climat des affaires (qui ressort des enquêtes et des marchés financiers) se traduise par un redressement plus rapide de l'activité et des échanges à court terme. Les principaux risques à la baisse comprennent une augmentation du protectionnisme commercial, un durcissement désordonné des conditions financières mondiales, susceptible d'affecter notamment les économies de marché émergentes vulnérables, de possibles perturbations associées au processus de réforme et de libéralisation de la Chine et la possibilité d'une volatilité découlant des incertitudes politiques et géopolitiques, notamment celles liées aux négociations portant sur les futures relations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Enfin, une incertitude considérable entoure les perspectives d'évolution de la politique budgétaire aux États-Unis.

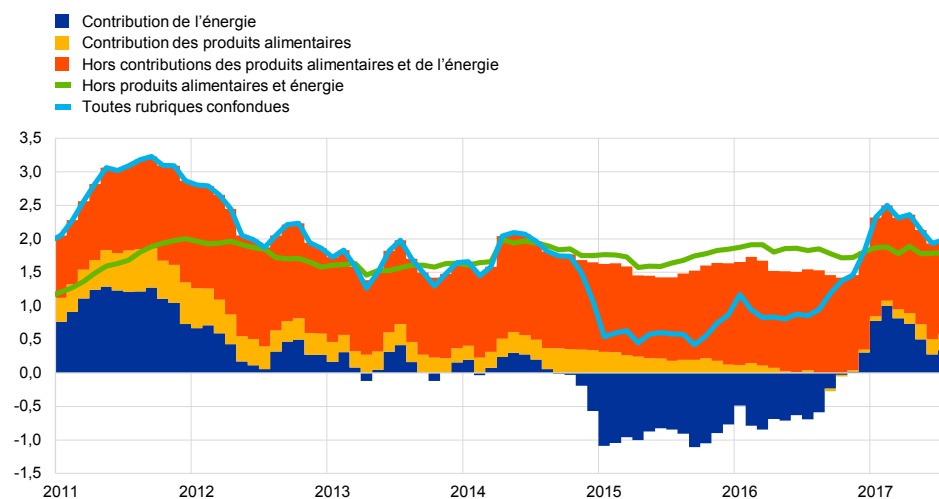
Évolutions des prix au niveau mondial

La hausse des prix à la consommation à l'échelle mondiale est restée relativement limitée. Après s'être ralentie en tout début d'année, sous l'effet d'une diminution de la contribution des prix de l'énergie, la hausse annuelle des prix à la consommation dans la zone OCDE s'est légèrement accentuée en juillet, ressortant à 2,0 % (cf. graphique 3). Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation annuelle est restée stable dans les pays de l'OCDE, à 1,8 % en juillet.

Graphique 3

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

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



Source : OCDE.

Note : La dernière observation se rapporte à juillet 2017.

Les prix du pétrole ont augmenté ces dernières semaines. Après avoir reculé durant les premières semaines de l'été, les prix du *Brent* se sont redressés pour s'établir à quelque 52 dollars le baril. Cette hausse reflète les anticipations d'un rééquilibrage relativement plus rapide du marché du pétrole. Les stocks de pétrole brut américains ont diminué au-delà de ce que le marché avait prévu, tandis que la demande de pétrole a été légèrement plus soutenue au deuxième trimestre 2017. Par ailleurs, les contraintes pesant sur l'offre ont soutenu les prix sur fond de ralentissement du taux de croissance du nombre de forages pétroliers aux États-Unis et d'anticipations selon lesquelles l'Arabie saoudite pourrait limiter ses exportations de pétrole brut. Jusqu'à présent, les prix du *Brent* ou ceux des contrats à terme n'ont pas été affectés par la tempête tropicale Harvey, qui a frappé le golfe du Mexique aux États-Unis.

Pour la période à venir, après un léger ralentissement à court terme, l'inflation mondiale devrait lentement se renforcer. La courbe des contrats à terme sur le pétrole indique une légère hausse des prix du pétrole sur l'horizon de projection, les prix de l'énergie apportant une légère contribution positive à l'inflation. Dans le même temps, la lente diminution des capacités de production inutilisées à l'échelle mondiale devrait soutenir l'inflation sous-jacente.

2 Évolutions financières

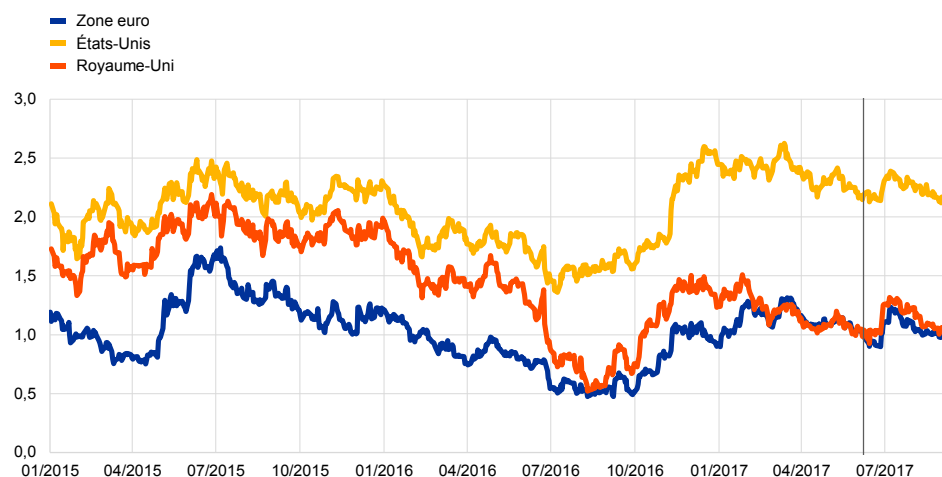
Les rendements des obligations souveraines de la zone euro sont restés globalement inchangés depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs le 8 juin. Les écarts de rendement des obligations d'entreprise par rapport au taux sans risque se sont un peu resserrés et demeurent à des niveaux inférieurs à ceux observés début mars 2016, quand le programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) a été annoncé. Les prix des actions des sociétés non financières (SNF) de la zone euro ont fléchi, principalement en raison d'une augmentation des risques géopolitiques perçus, mais ils continuent d'être soutenus par des anticipations de bénéfices robustes. Sur les marchés des changes, l'euro s'est nettement apprécié.

Les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro sont restés globalement inchangés depuis début juin. Au cours de la période sous revue, du 8 juin au 6 septembre 2017, le rendement des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans dans la zone euro a augmenté de 3 points de base pour s'établir à 0,58 %, tandis que le rendement, pondéré du PIB, des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro a augmenté de 1 point de base, pour ressortir à 0,99 % (cf. graphique 4). Aux États-Unis, les rendements des emprunts publics à long terme ont diminué de 8 points de base, s'établissant à 2,11 %. Les évolutions des taux d'intérêt à long terme dans la zone euro depuis début juin ont été globalement modérées, masquant cependant un épisode de volatilité lorsque les intervenants de marché ont assez brutalement revu leurs anticipations concernant l'orientation future de la politique monétaire et que les rendements ont par conséquent augmenté. Toutefois, cette hausse s'est inversée vers la fin de la période sous revue, en partie en raison des tensions géopolitiques et d'une actualité macroéconomique moins positive tant dans la zone euro qu'à l'étranger.

Graphique 4

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

(en pourcentage annuel)



Sources : Bloomberg et BCE.

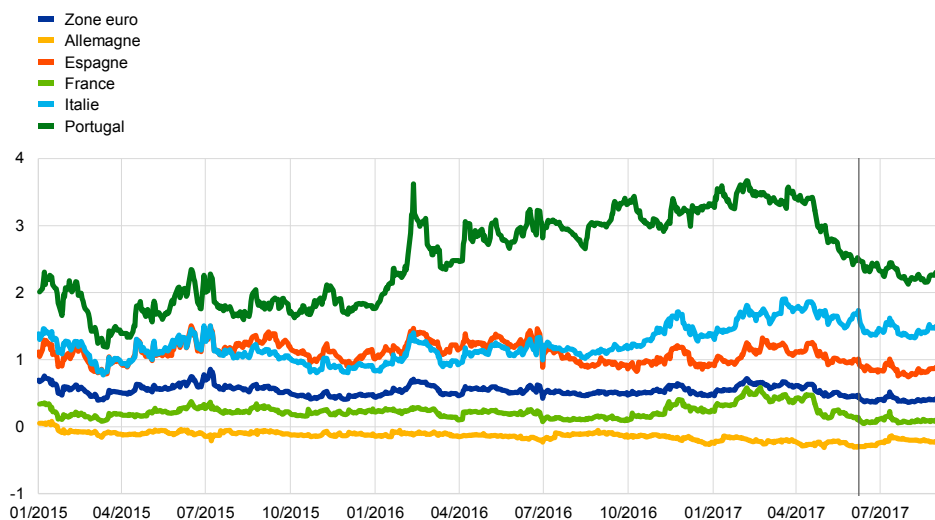
Notes : Pour la zone euro, c'est la moyenne, pondérée du PIB, des rendements souverains à dix ans qui est présentée. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue le 8 juin 2017. La dernière observation se rapporte au 6 septembre 2017.

Les écarts de rendement des obligations souveraines par rapport au taux sans risque des OIS ont baissé dans plusieurs pays, dans un contexte d'amélioration des perspectives macroéconomiques de la zone euro. Les baisses ont varié de 1 point de base en France à 19 points de base en Italie et 20 points de base au Portugal (cf. graphique 5). Elles ont tout d'abord été observées dans le sillage des résultats de l'élection présidentielle française en avril. Par la suite, elles ont reflété essentiellement une amélioration de l'environnement macroéconomique dans la zone euro.

Graphique 5

Écarts de rendements souverains vis-à-vis du taux des OIS

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : L'écart est calculé en soustrayant le taux des swaps au jour le jour (OIS) du rendement souverain. Pour la zone euro, c'est la moyenne, pondérée du PIB, des rendements souverains à dix ans qui est présentée. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue le 8 juin 2017. La dernière observation se rapporte au 6 septembre 2017.

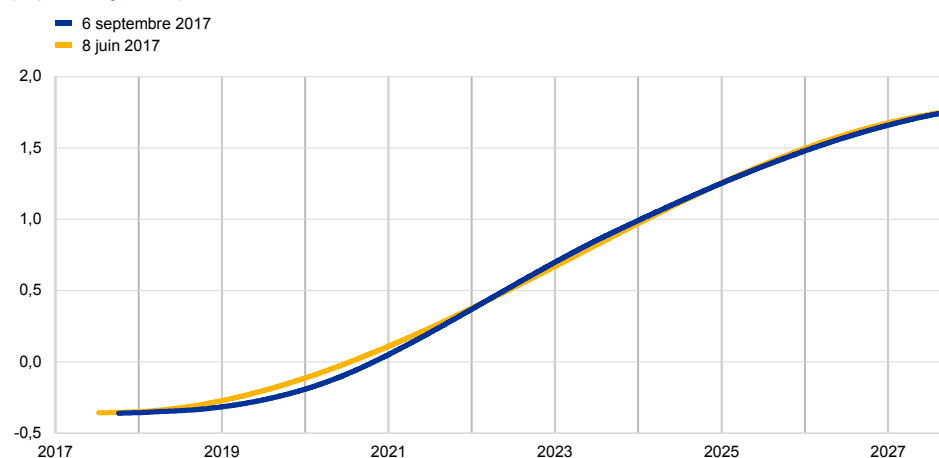
La courbe des taux moyens pondérés au jour le jour de l'euro (Eonia) anticipés s'est légèrement déplacée vers le bas pour les échéances courtes, mais est demeurée largement inchangée pour les échéances plus longues

(cf. graphique 6). La pente graduellement ascendante de la courbe implique que les intervenants de marché continuent de prévoir une période prolongée de taux de l'Eonia négatifs, jusqu'à mi-2020 environ.

Graphique 6

Taux anticipés de l'Eonia

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

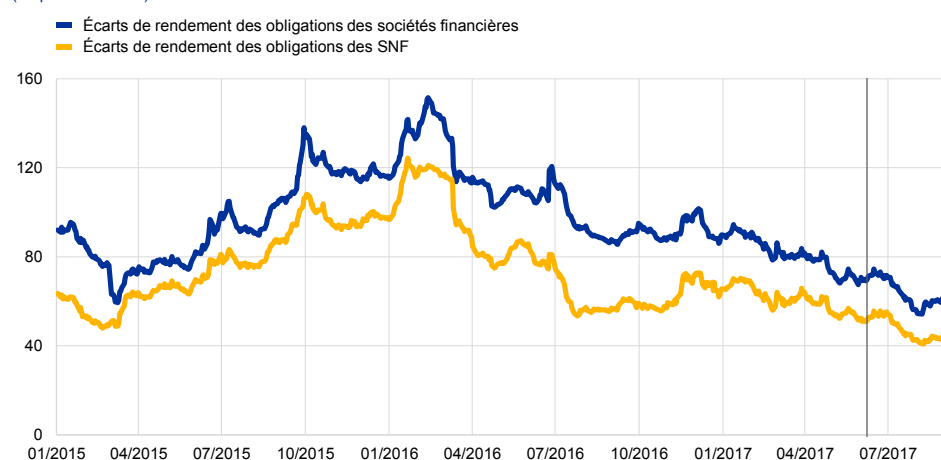
L'Eonia a oscillé autour de – 36 points de base au cours de la période sous revue. L'excédent de liquidité a augmenté de quelque 100 milliards d'euros pour ressortir à 1 770 milliards environ. Cette augmentation est imputable aux achats en cours dans le cadre du programme étendu d'achats d'actifs. Les conditions de la liquidité sont examinées plus en détail dans l'encadré 2.

Les écarts de rendement des obligations émises par les SNF ont légèrement diminué au cours de la période sous revue (cf. graphique 7). Le 6 septembre, les écarts de rendement des obligations bien notées des SNF (par rapport à la courbe correspondante des rendements moyens de la zone euro pour les notations AAA) étaient inférieurs de 5 points de base en moyenne à leurs niveaux de début juin et de quelque 70 points de base à ceux de mars 2016, avant l'annonce puis le lancement du CSPP. Les écarts de rendement des obligations de moins bonne qualité émises par les SNF et des titres de créance du secteur financier ont également diminué au cours de la période sous revue, de 39 points de base et 6 points de base, respectivement. Le bas niveau des écarts de rendement des obligations d'entreprise et la poursuite de leur resserrement sont cohérents avec un raffermissement de la reprise économique.

Graphique 7

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

(en points de base)



Sources : Indices iBoxx et calculs de la BCE.

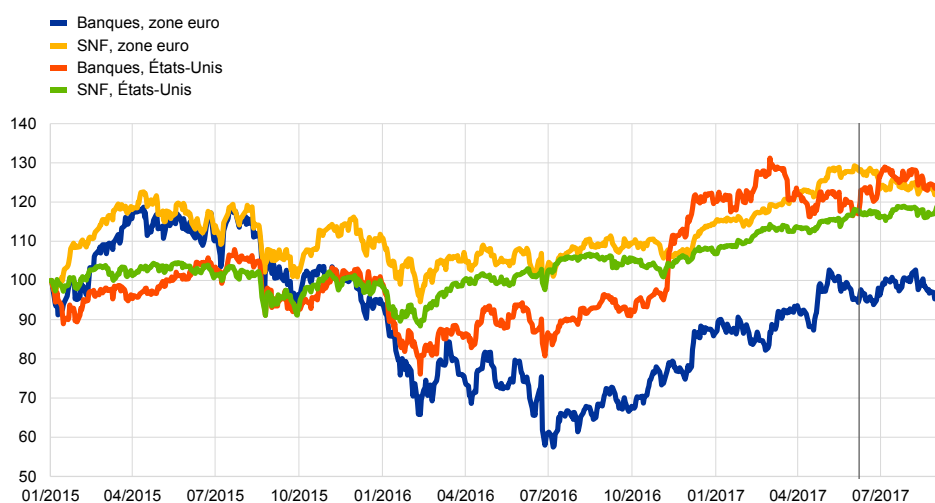
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue le 8 juin 2017. La dernière observation se rapporte au 6 septembre 2017.

Les prix des actions de la zone euro se sont inscrits en recul depuis début juin (cf. graphique 8). Les prix des actions des SNF de la zone euro ont terminé la période sous revue en baisse de 3 % environ, tandis que ceux des actions des sociétés financières ont reculé de 2,5 %. Ces baisses reflètent principalement une augmentation du risque géopolitique perçu. Les cours des actions bancaires demeurent cependant, dans l'ensemble, supérieurs de 65 % environ aux bas niveaux enregistrés à la suite du référendum organisé en juin 2016 par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE (les cours des actions des SNF sont seulement supérieurs de 25 % à ce niveau). Alors que des baisses ont été enregistrées dans la zone euro, les prix des actions des SNF aux États-Unis ont

terminé la période sous revue en hausse de 1,5 %. L'une des raisons possibles de la sous-performance des actions des SNF de la zone euro tient au fait que l'appréciation du taux de change de l'euro a pesé sur les anticipations des marchés relatives aux bénéfices à court terme des entreprises qui dépendent fortement des exportations. Les anticipations de bénéfices à plus long terme sont toutefois restées solides et ont continué de soutenir les prix des actions des SNF. Les anticipations de marché relatives à la volatilité des cours boursiers dans la zone euro ont augmenté en réponse à une exacerbation des tensions géopolitiques mi-août, mais ont retrouvé par la suite les bas niveaux observés tout au long de 2017. Aux États-Unis, les anticipations relatives à la volatilité des prix des actions ont également diminué dans l'ensemble.

Graphique 8
Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

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



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue le 8 juin 2017. La dernière observation se rapporte au 6 septembre 2017.

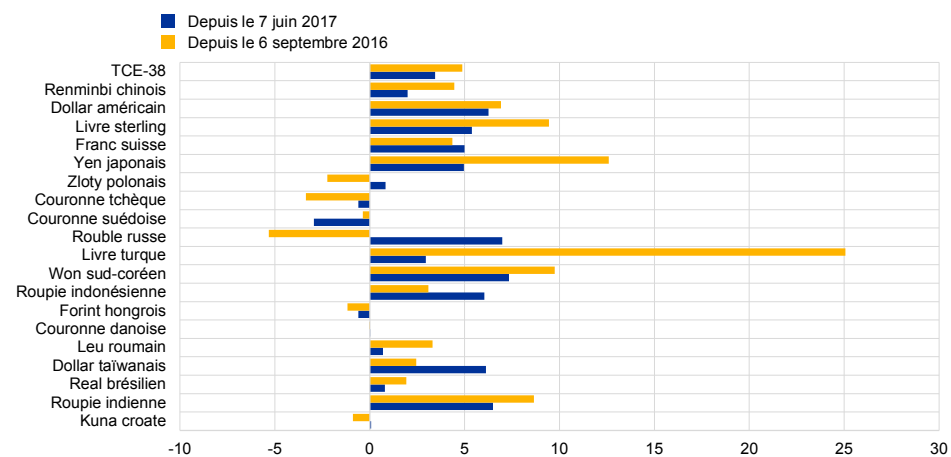
Sur les marchés des changes, l'euro s'est apprécié de 3,7 % en termes pondérés des échanges commerciaux depuis début juin (cf. graphique 9).

L'euro s'est apprécié vis-à-vis de la plupart des autres grandes devises, dans un contexte d'amélioration des perspectives macroéconomiques de la zone euro. En termes bilatéraux, depuis le 8 juin, l'euro s'est renforcé de 6,3 % par rapport au dollar américain, de 5,0 % par rapport au yen japonais, de 5,4 % par rapport à la livre sterling et de 5,0 % par rapport au franc suisse. Il s'est également apprécié vis-à-vis des devises de la plupart des économies émergentes, notamment le renminbi chinois (2,0 %), ainsi que par rapport aux devises des autres économies d'Asie, tandis qu'il s'est légèrement déprécié face aux devises de certains États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro. L'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar américain s'explique par trois facteurs, d'influence sensiblement égale : l'amélioration des perspectives de croissance pour la zone euro, un resserrement de l'orientation de la politique monétaire par rapport aux États-Unis et une composante exogène qui pourrait refléter une amélioration du sentiment des marchés à l'égard du taux de change de l'euro par rapport au dollar américain.

Graphique 9

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

(en pourcentages)



Source : BCE.

Notes : Le TCE-38 est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 6 septembre 2017.

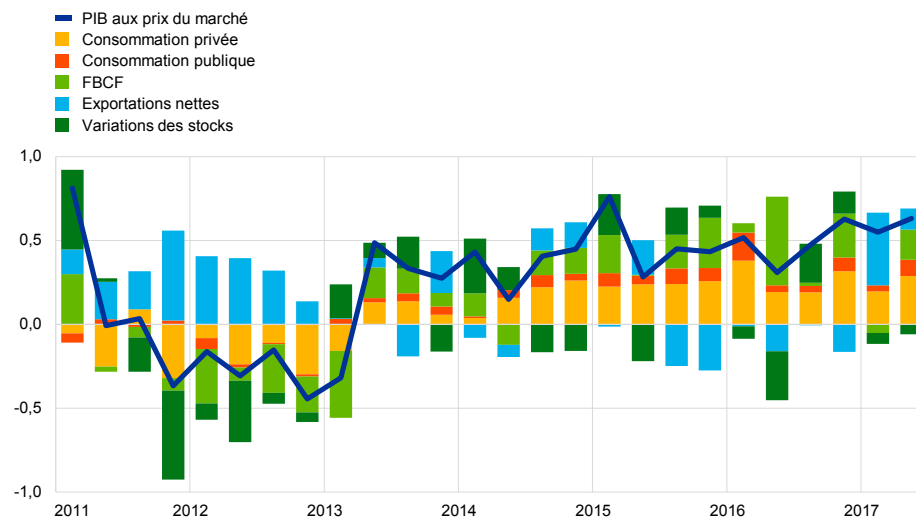
3 Activité économique

L'expansion économique de la zone euro se poursuit et devient de plus en plus solide. La croissance du PIB en volume est principalement soutenue par la demande intérieure. Les indicateurs à court terme comme ceux tirés d'enquêtes confirment une dynamique de croissance robuste à court terme. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2017 réalisées par les services de l'Eurosystème, les projections de septembre 2017 des services de la BCE ont été révisées à la hausse pour 2017 et restent globalement inchangées au-delà. Le PIB en volume de la zone euro devrait croître de 2,2 % en 2017, de 1,8 % en 2018 et de 1,7 % en 2019.

L'expansion économique dans la zone euro s'est renforcée et est principalement soutenue par la demande intérieure. Au deuxième trimestre 2017, le PIB en volume a augmenté de 0,6 % en rythme trimestriel, après 0,5 % au trimestre précédent (cf. graphique 10). La demande intérieure est restée un moteur de croissance, tout comme, dans une moindre mesure, les exportations nettes. En revanche, la variation des stocks a apporté une contribution légèrement négative. S'agissant de la production, l'activité économique a concerné l'ensemble des secteurs avec une croissance positive de la valeur ajoutée dans l'industrie (hors construction), ainsi que dans les secteurs de la construction et des services.

Graphique 10
PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



Source : Eurostat.

Note : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2017.

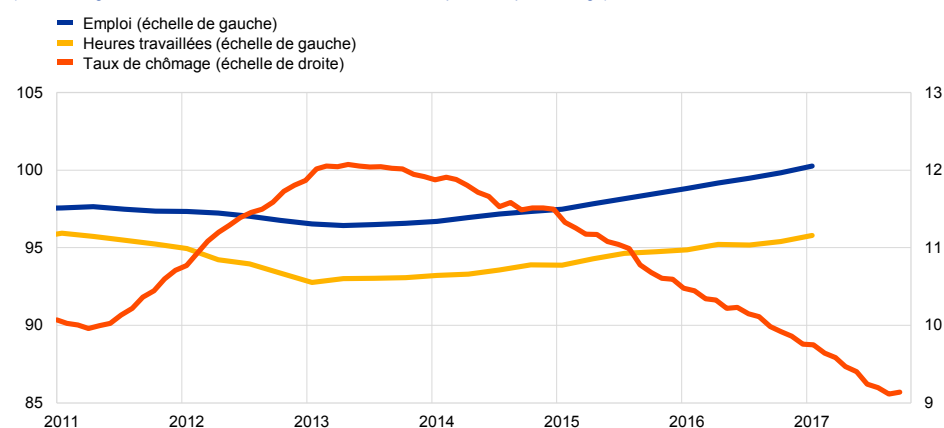
Les marchés du travail de la zone euro continuent d'afficher des dynamiques favorables. La croissance de l'emploi dans la zone euro s'est poursuivie au premier trimestre 2017, pour s'établir à 0,4 % en rythme trimestriel, et a ainsi dépassé pour la première fois son pic d'avant la crise enregistré en 2008 (cf. graphique 11). Le nombre total d'heures travaillées a aussi continué de se redresser, mais le nombre moyen d'heures travaillées par personne employée est resté globalement stable malgré une augmentation du nombre moyen d'heures travaillées pour les travailleurs

à temps plein et à temps partiel, cette augmentation ayant été compensée par une modification de la composition de l'emploi, avec une plus grande proportion de travailleurs à temps partiel ¹. Le chômage de la zone euro a enregistré une baisse sensible, après avoir culminé à 12,1 % au deuxième trimestre 2013. En juillet 2017, le taux de chômage s'est établi à 9,1 %, son niveau le plus bas depuis février 2009. Les données d'enquêtes disponibles jusqu'en août 2017 indiquent de nouvelles améliorations de la situation sur le marché du travail, de plus en plus d'entreprises faisant état de pénuries de main d'œuvre dans les principales économies de la zone euro.

La baisse rapide du chômage dans la zone euro est particulièrement encourageante dans un contexte d'augmentation de l'offre de travail. Cette augmentation, qui s'est poursuivie au cours de la crise et pendant la reprise, s'explique principalement par une hausse des taux d'activité des travailleurs âgés et des femmes (cf. l'encadré 3 intitulé « Évolutions récentes de l'offre de main-d'œuvre dans la zone euro », dans ce numéro du *Bulletin économique*). Néanmoins, des mesures plus larges du chômage font état de capacités inutilisées encore élevées sur de nombreux marchés du travail de la zone euro. Une enquête auprès de grandes entreprises (cf. l'encadré 5 intitulé « Les besoins de réformes structurelles dans la zone euro : indications tirées d'une enquête réalisée auprès de grandes entreprises » dans ce numéro du *Bulletin économique*) indique que de nouvelles réformes structurelles sur les marchés du travail de la zone amélioreraient leur fonctionnement et renforceraient les perspectives de croissance plus globales.

Graphique 11 Évolutions du marché du travail de la zone euro

(échelle de gauche : indice 2008 T1=100 ; échelle de droite : points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2017 pour l'emploi et les heures travaillées, et à juillet 2017 pour le taux de chômage.

Les améliorations sur les marchés du travail continuent de soutenir la croissance du revenu et les dépenses de consommation. La croissance de la consommation privée est restée stable à 0,5 % en rythme trimestriel au deuxième

¹ Cf. l'encadré intitulé « Les facteurs à l'origine des évolutions du nombre moyen d'heures travaillées par personne employée depuis 2008 », *Bulletin économique*, n°6, BCE, 2016.

trimestre 2017, après 0,4 % au trimestre précédent. La robuste croissance des revenus du travail, qui est le principal déterminant du revenu disponible des ménages, conjuguée à une légère baisse du taux d'épargne, a continué de profiter aux dépenses des ménages, tout comme les mesures de politique monétaire de la BCE, qui ont amélioré les conditions de financement. La confiance des consommateurs, qui a de nouveau augmenté en août 2017, reste très élevée et nettement supérieure à sa moyenne de long terme, dénotant une forte dynamique sous-jacente des dépenses de consommation à court terme.

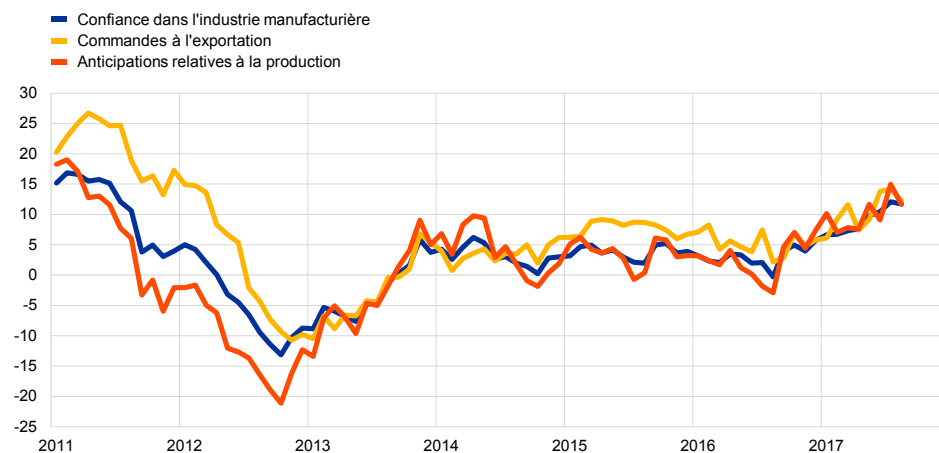
Les évolutions sur le marché de l'immobilier résidentiel dans la zone euro continuent de soutenir la dynamique de la croissance. L'investissement dans l'immobilier résidentiel a augmenté de 1,3 % au deuxième trimestre 2017, reflétant la poursuite de la reprise dans la zone euro et dans de nombreux pays de la zone. Cette reprise, à partir de très bas niveaux dans certains pays, a été soutenue par la forte croissance du revenu disponible des ménages, l'amélioration de la situation sur le marché du travail, des conditions de financement favorables et une préférence accrue pour l'investissement dans l'immobilier résidentiel, dans un contexte de faibles rendements des actifs portant intérêt. De plus, la confiance des chefs d'entreprise est remontée très fortement dans le secteur de la construction. Par ailleurs, le nombre croissant de permis de construire délivrés, la hausse de la demande de prêts au logement et l'amélioration des conditions d'octroi de prêts bancaires devraient continuer de soutenir la tendance globalement haussière de l'investissement dans l'immobilier résidentiel de la zone euro.

L'investissement des entreprises a rebondi au deuxième trimestre 2017. Cette augmentation (1,0 % en rythme trimestriel) s'explique par l'investissement en droits de propriété intellectuelle, en machines, en équipements et en systèmes d'armement, hors matériel de transport. De plus, les données, notamment relatives à la production industrielle dans le secteur des biens d'équipement, laquelle a augmenté de 0,7 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2017, font état d'un redressement de l'investissement des entreprises dans la zone euro.

Graphique 12

Évolutions du secteur des biens d'équipement de la zone euro

(indice, écart par rapport à la moyenne de long terme)



Source : Commission européenne.

Note : Les dernières observations se rapportent à août 2017.

Le redressement de l'investissement des entreprises devrait se poursuivre.

Les perspectives d'investissement bénéficient de plusieurs facteurs favorables. La confiance des chefs d'entreprise, les prévisions de production et les commandes à l'exportation dans le secteur des biens d'équipement restent élevées malgré un léger recul en août (cf. graphique 12). L'utilisation des capacités de production a continué d'augmenter à des niveaux moyens supérieurs à ceux d'avant la crise, les conditions de financement restent très avantageuses, les bénéfices non distribués des entreprises destinés à de potentielles dépenses d'investissement demeurent élevés et il est nécessaire de moderniser le stock de capital après plusieurs années d'investissement atone. Certains facteurs devraient néanmoins toujours peser sur les perspectives d'investissement des entreprises. Il s'agit notamment d'anticipations d'un affaiblissement du potentiel de croissance à long terme par rapport aux niveaux du passé, de rigidités sur les marchés des biens et services et de la lenteur du rythme des modifications de l'environnement réglementaire. La faible rentabilité des banques et le stock encore élevé de créances douteuses au bilan des banques dans plusieurs pays devraient continuer de peser sur la capacité d'intermédiation des banques et, donc, sur le financement de l'investissement des entreprises à court terme.

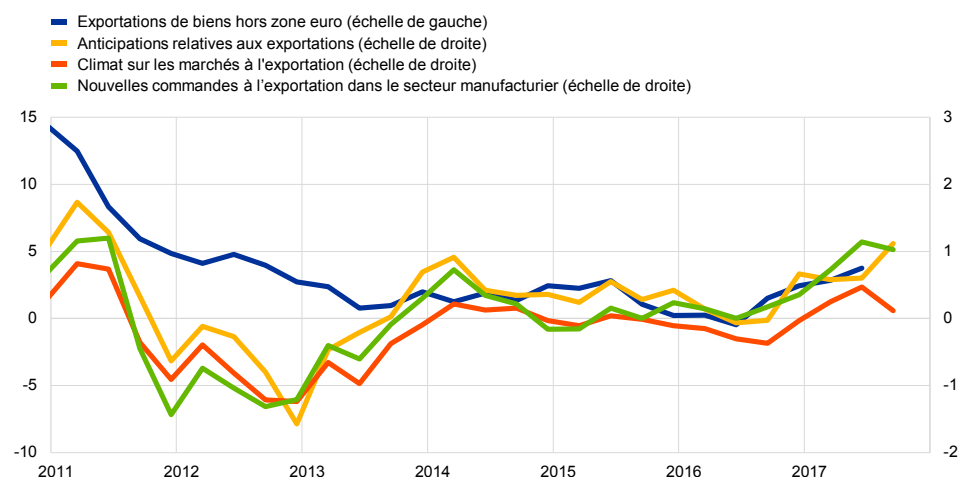
Les échanges commerciaux de la zone euro ont continué de rebondir. Les exportations de biens et services de la zone euro ont augmenté de 1,1 % en rythme trimestriel, au deuxième trimestre 2017, et la dynamique des échanges de biens de la zone avec l'extérieur s'est améliorée régulièrement depuis l'été 2016. D'après les données mensuelles relatives aux échanges commerciaux, au premier semestre 2017, les exportations de biens hors zone euro s'expliquent principalement par les exportations vers la Chine, le reste de l'Asie et les États membres de l'UE hors zone euro. C'est de bon augure pour les perspectives globales de croissance, la demande étrangère adressée à la zone euro émanant d'un éventail de pays de plus en plus large. Au second semestre 2017, les indicateurs à court terme comme ceux tirés d'enquêtes et les nouvelles commandes à l'exportation font état d'une

robuste dynamique des exportations, malgré le récent raffermissement du taux de change effectif de l'euro (cf. graphique 13). À plus long terme, la reprise mondiale généralisée favorisera les exportations de la zone euro. Toutefois, les risques pesant sur les échanges commerciaux restent élevés et sont principalement liés à des tensions géopolitiques susceptibles d'entraver la croissance mondiale.

Graphique 13

Exportations de biens hors zone euro

(échelle de gauche : variations annuelles en pourcentage des moyennes mobiles sur trois mois ; échelle de droite : indice)



Sources : Eurostat, Markit et Commission européenne.

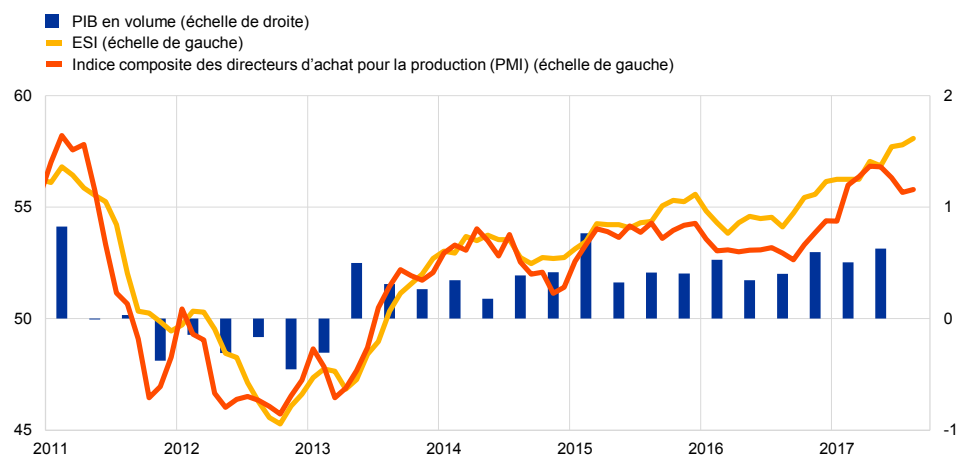
Note : Les dernières observations se rapportent à août 2017 pour les enquêtes et au deuxième trimestre 2017 pour les exportations.

Les données devenues disponibles vont globalement dans le sens d'une dynamique de croissance solide au troisième trimestre 2017. L'indicateur du climat économique de la Commission européenne (*Economic Sentiment Indicator* - ESI) et l'indice composite des directeurs d'achat pour la production (*Purchasing Managers' Index* - PMI) sont restés à des niveaux élevés en août et demeurent nettement supérieurs à leur niveau moyen (cf. graphique 14). Ainsi, globalement, ils font état d'une croissance robuste au troisième trimestre 2017.

Graphique 14

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

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



Sources : Markit, Commission européenne et Eurostat.

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

L'expansion économique en cours dans la zone euro devrait se poursuivre, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE qui se transmettent à l'économie réelle.

Les conditions de financement très favorables, le bas niveau des taux d'intérêt et l'embellie observée sur les marchés du travail continuent de favoriser la consommation privée et la reprise de l'investissement, dans un contexte de hausse des bénéfices et de diminution des besoins de désendettement. Des facteurs externes vont également soutenir la croissance, notamment le renforcement de l'activité économique mondiale et l'amélioration correspondante de la demande étrangère adressée à la zone euro.

Les projections macroéconomiques de septembre 2017 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une hausse du PIB annuel en volume de 2,2 % en 2017, de 1,8 % en 2018 et de 1,7 % en 2019 (cf. graphique 15).

Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2017 réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées à la hausse pour 2017 et restent globalement inchangées au-delà. La révision à la hausse pour 2017 s'explique principalement par la forte croissance du PIB récemment observée.

Graphique 15

PIB en volume de la zone euro (avec projections)

(variations trimestrielles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « Projections macroéconomiques établies par les services de la BCE pour la zone euro, septembre 2017 » publié le 7 septembre 2017 sur le site internet de la BCE.

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

4 Prix et coûts

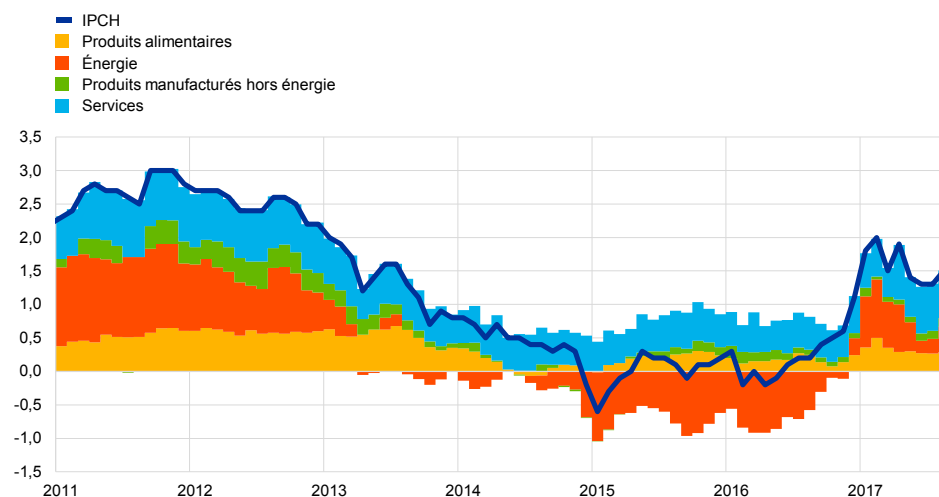
Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,5 % en août 2017, après 1,3 % en juillet. Dans les mois à venir, sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux annuels de l'inflation totale devraient diminuer temporairement, vers la fin de l'année, principalement en raison d'effets de base relatifs aux prix de l'énergie. Les mesures de l'inflation sous-jacente ont, en parallèle, augmenté modérément, sans toutefois montrer encore de signes convaincants de remontée durable. Les projections macroéconomiques de septembre 2017 pour la zone euro établies par les services de la BCE tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 1,5 % en 2017, de 1,2 % en 2018 et de 1,5 % en 2019.

L'inflation totale s'est accélérée en août. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH total s'est établie à 1,5 % en août, après 1,3 % en juin et en juillet (cf. graphique 16). Cette évolution reflète une hausse plus prononcée des prix de l'énergie et, dans une moindre mesure, des produits alimentaires transformés. L'accélération de l'inflation dans le secteur de l'énergie a été anticipée, car elle résulte de l'incidence d'un effet de base haussier et de tensions à la hausse découlant du récent renchérissement du pétrole.

Graphique 16

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

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

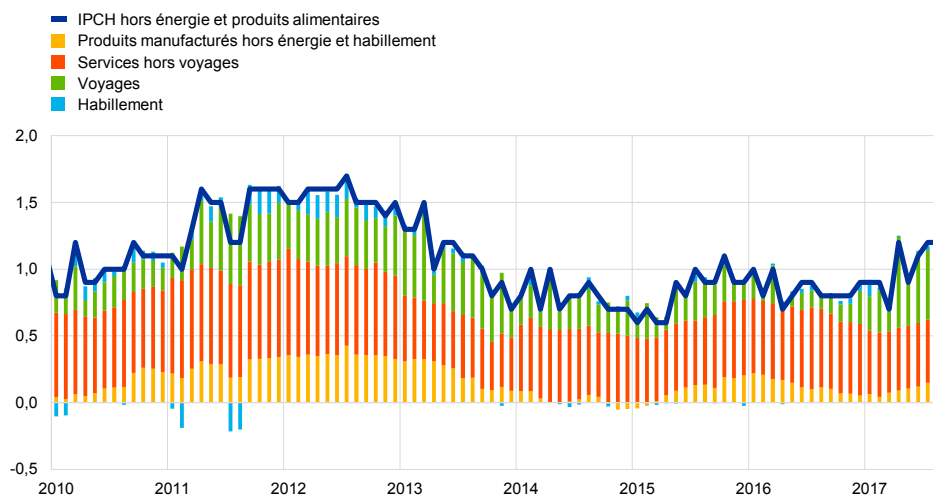
Note : Les dernières observations se rapportent à août 2017 (estimations rapides).

Les mesures de l'inflation sous-jacente sont légèrement plus élevées depuis la fin de l'année dernière. D'après l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'est établie à 1,2 % en août, sans changement par rapport à juillet, mais supérieur de 0,4 point de pourcentage à la moyenne du dernier trimestre de l'année dernière (cf. graphique 17). Toutefois, sur la même période, l'inflation mesurée par l'IPCH excluant, outre l'énergie et les produits alimentaires, les composantes très volatiles que sont les postes liés au voyage, à l'habillement et à la chaussure n'affichent qu'une légère augmentation.

Graphique 17

Décomposition de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à août 2017 (estimation rapide) pour la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires et à juillet 2017 pour toutes les autres variables.

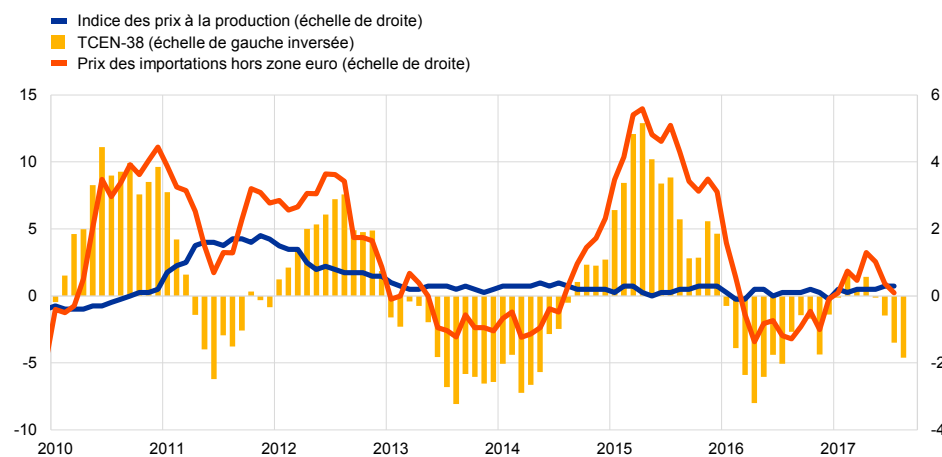
La récente appréciation de l'euro implique une certaine modération des tensions sur les prix en amont de la chaîne de production et de fixation des prix.

L'appréciation du taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro enregistrée ces derniers mois commence à exercer des pressions à la baisse sur les prix à l'importation. La variation annuelle des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires est revenue de 1,3 % en avril à 0,1 % en juillet (cf. graphique 18). Ces pressions à la baisse atténueront les tensions à la hausse résultant de la forte accélération de la croissance des prix à la production hors énergie observée au niveau mondial qui a débuté mi-2016. Malgré d'importantes tensions d'origine externe s'exerçant en amont, qui pourraient légèrement s'atténuer désormais, les prix à la production intérieurs des biens de consommation non alimentaires sont demeurés globalement stables, passant seulement de 0,2 % en mai à 0,3 % en juin et en juillet. La répercussion de la récente appréciation de l'euro sur les tensions d'origine interne sur les prix est entourée d'une grande incertitude et dépend également de l'ajustement potentiel des marges bénéficiaires.

Graphique 18

Évolution des taux de change et prix à l'importation et à la production des biens de consommation hors produits alimentaires

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à août 2017 pour le taux de change effectif nominal de l'euro vis-à-vis de 38 de ses principaux partenaires commerciaux (TCEN-38) et à juillet pour les prix à la production et les prix à l'importation.

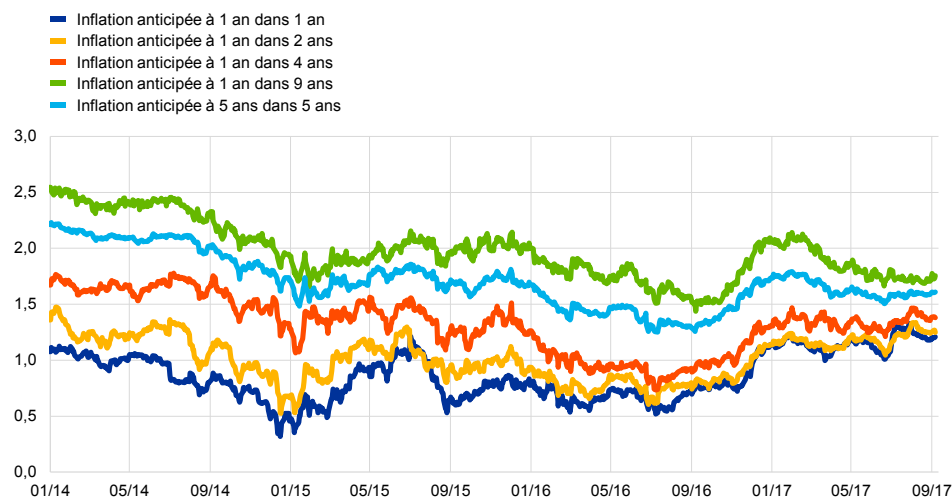
La croissance des salaires demeure atone. La variation annuelle des salaires négociés par salarié est ressortie à 1,4 % au deuxième trimestre 2017, contre 1,6 % au trimestre précédent, mais est demeurée inchangée si l'on exclut les paiements ponctuels volatils. La rémunération par tête est également restée faible jusqu'au premier trimestre 2017, mais s'est éloignée de la rémunération par heure travaillée en raison du recul du nombre moyen d'heures travaillées par salarié. D'une manière générale, les facteurs ayant pu freiner la progression des salaires incluent la persistance d'importantes capacités inutilisées sur le marché du travail, le bas niveau de l'inflation, une faible croissance de la productivité et l'incidence que continuent d'exercer les réformes du marché du travail mises en œuvre dans certains pays durant la crise.

Les mesures des anticipations d'inflation à long terme, tant fondées sur le marché que tirées d'enquêtes, sont demeurées stables. Le taux d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans s'est établi à 1,61 % le 6 septembre 2017, soit légèrement au-dessus du niveau observé début juin (cf. graphique 19). La mesure des anticipations d'inflation à long terme pour la zone euro, publiée dans l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le troisième trimestre 2017 est demeurée inchangée à 1,8 %.

Graphique 19

Mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 6 septembre 2017.

Pour la suite, la hausse de l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro

devrait être légèrement plus modérée qu'anticipé.

Sur la base des informations disponibles mi-août, les projections macroéconomiques de septembre 2017 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une hausse de l'IPCH de 1,5% en 2017, de 1,2 % en 2018 et de 1,5 % en 2019 (cf. graphique 20)². Par comparaison avec les projections macroéconomiques de juin 2017 réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives de progression de l'IPCH ont été légèrement révisées à la baisse, principalement en raison de l'appréciation récente du taux de change de l'euro. Les effets de base impliquent une réduction significative de la contribution de la composante énergie de l'IPCH à l'inflation totale entre le dernier trimestre 2017 et le premier trimestre 2018 (cf. également l'encadré 6 du présent *Bulletin économique*). Quoique de faible ampleur, la hausse escomptée des cours du pétrole sur le reste de l'horizon de projection, telle qu'elle ressort de la courbe des contrats à terme sur le pétrole, suggère un certain rebond de la composante énergie de l'IPCH en 2019.

La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait se renforcer graduellement à moyen terme.

La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait atteindre 1,1 % en 2017, 1,3 % en 2018 et 1,5 % en 2019. L'appréciation du taux de change de l'euro exercera des pressions à la baisse sur l'inflation sous-jacente sur l'horizon de projection, mais ces pressions seront partiellement contrebalancées par une amélioration des perspectives relatives à la demande intérieure de la zone euro. S'agissant des coûts intérieurs, des facteurs importants à l'origine du redressement progressif de l'inflation sous-jacente sont la réduction prévue des capacités inutilisées sur le marché du travail et l'augmentation

² Cf. l'article intitulé « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2017 » publié le 7 septembre 2017 sur le site internet de la BCE.

des pénuries de main-d'œuvre dans certaines parties de la zone euro, qui devraient alimenter une reprise de la croissance des salaires. Au-delà, le récent accroissement significatif de l'inflation totale devrait également se traduire au fil du temps par des hausses plus fortes des salaires nominaux dans les pays de la zone euro dont les processus de formation des salaires intègrent des éléments d'indexation ou d'anticipation rétrospectifs.

Graphique 20

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « Projections macroéconomiques établies par les services de la BCE pour la zone euro, septembre 2017 » publié le 7 septembre 2017 sur le site internet de la BCE.

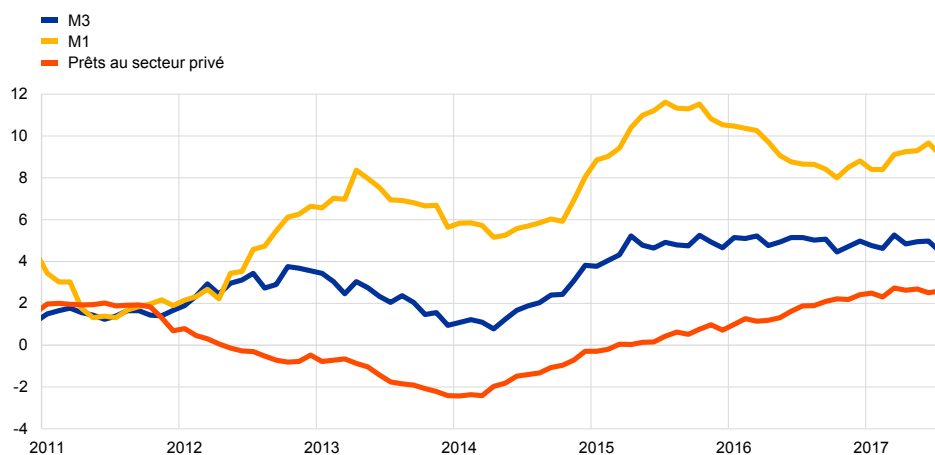
5 Monnaie et crédit

Au deuxième trimestre 2017, la croissance monétaire a progressé au rythme soutenu généralement observé depuis mi-2015, avant de se ralentir en juillet. La reprise de la croissance des prêts accordés au secteur privé s'est poursuivie et, selon les estimations, le flux annuel du financement externe total à destination des sociétés non financières (SNF) s'est légèrement atténué au deuxième trimestre 2017.

La croissance de la monnaie au sens large a été robuste, à 5 % au deuxième trimestre 2017, suivant le même rythme que celui observé depuis mi-2015, et s'est ensuite ralentie en juillet. Le taux de croissance annuel de M3 a diminué en juillet 2017, ressortant à 4,5 %, probablement sous l'effet de facteurs temporaires (cf. graphique 21). Le faible coût d'opportunité de la détention des instruments les plus liquides dans un environnement de taux d'intérêt très bas, ainsi que l'impact des mesures de politique monétaire de la BCE, ont continué de soutenir la croissance de la monnaie. Toutefois, la contribution des composantes les plus liquides à la croissance annuelle de M3 a diminué, le taux de croissance annuel de M1 revenant à 9,1 % en juillet, après 9,3 % au deuxième trimestre 2017 et 9,7 % en juin.

Graphique 21
M3, M1 et prêts au secteur privé

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



Source : BCE.

Notes : Les prêts sont corrigés des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dernière observation se rapporte à juillet 2017.

Les dépôts à vue ont continué d'être le principal facteur de la croissance de M3. Plus précisément, les taux de croissance annuels des dépôts à vue des ménages et des SNF sont restés robustes au deuxième trimestre 2017, mais se sont ralentis en juillet 2017, probablement en raison de facteurs temporaires. La croissance annuelle des billets et pièces en circulation a également diminué en juillet, n'indiquant pas, de la part du secteur détenteur de monnaie, de tendance à remplacer les dépôts par des espèces dans un environnement de taux d'intérêt très faibles ou négatifs. Les dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (M2-M1) ont continué d'avoir une incidence négative sur M3 au deuxième trimestre et en

juillet. Le taux de variation annuel des instruments négociables (M3–M2), qui représentent une faible part de M3, est devenu nettement négatif en juillet, contribuant au ralentissement de la croissance de M3 observé à ce moment-là. Cette évolution fait suite à une contribution positive au deuxième trimestre 2017 et résulte essentiellement d'une nouvelle baisse des émissions de titres de créance à court terme par les institutions financières monétaires (IFM). En revanche, le taux de croissance annuel des parts de fonds d'investissement monétaires est demeuré positif.

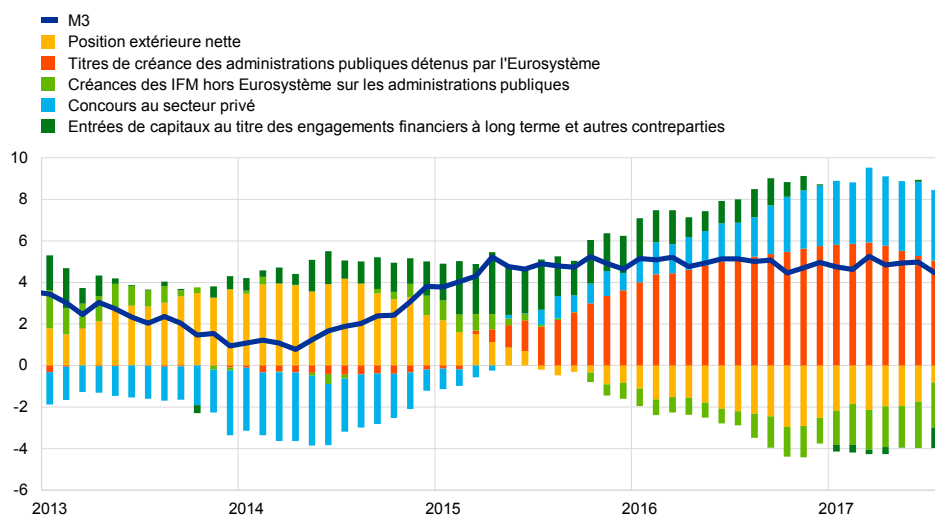
Les sources internes de la création monétaire sont restées le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large (cf. graphique 22). Du point de vue des contreparties, les achats de titres de créance des administrations publiques par l'Eurosystème (cf. les parties en rouge du graphique 22), effectués principalement dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) de la BCE, ont contribué positivement à la croissance de M3³. Le redressement en cours des concours au secteur privé (cf. les parties en bleu du graphique 22) a également continué de soutenir la croissance de M3. Cela concerne à la fois 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 réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). Conjointement, les engagements financiers à long terme et les autres contreparties ont eu un effet légèrement négatif sur la croissance de M3 en raison des autres contreparties, principalement les accords de pension (cf. les parties en vert foncé du graphique 22). La contraction persistante des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) a toutefois permis d'accélérer la croissance de M3. Leur taux de variation annuel est négatif depuis le deuxième trimestre 2012, pour partie en raison de l'impact des opérations de refinancement à plus long terme ciblées de la BCE (TLTRO II), opérations pouvant faire office de substitut au financement de marché à long terme des banques. Enfin, les cessions d'emprunts publics par les IFM de la zone euro (hors Eurosystème) ont contribué à la variation annuelle négative des créances des IFM (hors Eurosystème) sur les administrations publiques et ont donc pesé sur la croissance de M3 (cf. les parties en vert clair du graphique 22).

³ Cf. également l'encadré 7 du présent *Bulletin économique*, qui décrit l'évolution de la base monétaire au cours des dernières années ainsi que l'impact des mesures non conventionnelles de la BCE sur cette évolution.

Graphique 22

M3 et ses contreparties

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



Source : BCE.

Notes : Les concours au secteur privé recouvrent les prêts des IFM au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres de créance émis par le secteur privé non-IFM de la zone euro. Par conséquent, ils comprennent les titres de créance détenus par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). La dernière observation se rapporte à juillet 2017.

La position extérieure nette des IFM a encore pesé sur la croissance annuelle de M3. Si la position extérieure nette a continué d'enregistrer un flux annuel négatif au deuxième trimestre 2017 et en juillet, elle a néanmoins enregistré une entrée mensuelle en juillet 2017. Cette dernière évolution a contribué à réduire la pression à la baisse exercée par la position extérieure nette sur la croissance annuelle de M3 (cf. les parties jaunes du graphique 22). Le flux annuel a continué de refléter les sorties de capitaux de la zone euro, qui s'expliquent en partie par les cessions d'emprunts publics effectuées par les non-résidents dans le cadre du PSPP. Les évolutions récentes n'indiquent pas d'achats importants réalisés par les non-résidents dans le cadre du PSPP.

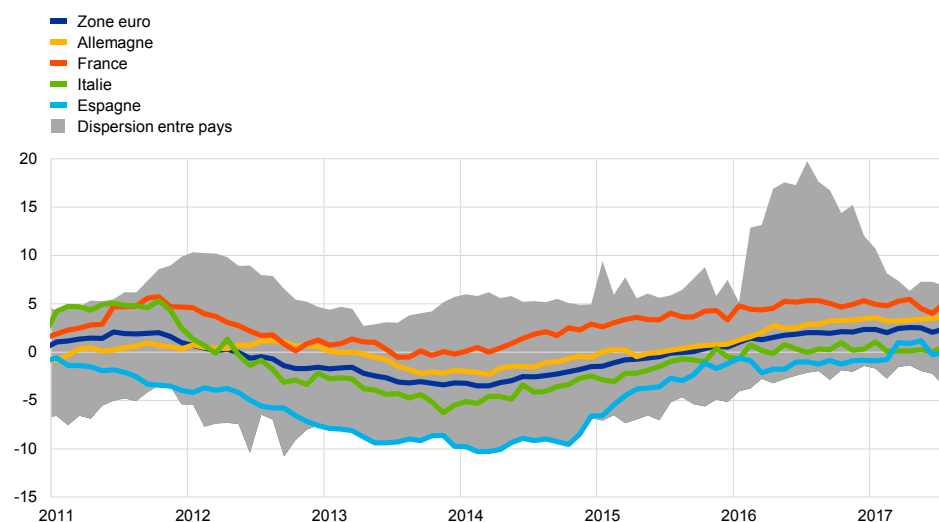
La reprise de la croissance des prêts observée depuis début 2014 s'est poursuivie. Le rythme annuel de croissance des prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle) a été globalement stable au deuxième trimestre 2017 et en juillet (cf. graphique 21). Dans tous les secteurs, la croissance annuelle des prêts aux SNF s'est renforcée, ressortant à 2,4 % au cours des deux périodes, après une baisse temporaire en juin en raison d'effets spécifiques à certains pays (cf. graphique 23). La croissance des prêts aux SNF s'est considérablement redressée par rapport au point bas du premier trimestre 2014. Cette évolution est largement commune aux principaux pays, même si les taux de variation des prêts sont encore négatifs dans certaines juridictions. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a également augmenté au deuxième trimestre 2017 pour s'établir à 2,6 % en juillet (cf. graphique 24). Ces évolutions ont été favorisées par la forte baisse des taux débiteurs des banques constatée dans la zone euro depuis l'été 2014 (notamment en raison des mesures non conventionnelles de politique

monétaire de la BCE) et par l'amélioration générale de l'offre et de la demande de prêts bancaires. De plus, les banques ont réalisé des progrès en matière d'assainissement de leurs bilans, même si le niveau des créances douteuses demeure élevé dans certains pays et pourrait peser sur la distribution du crédit bancaire.

Graphique 23

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

(variations annuelles en pourcentage)



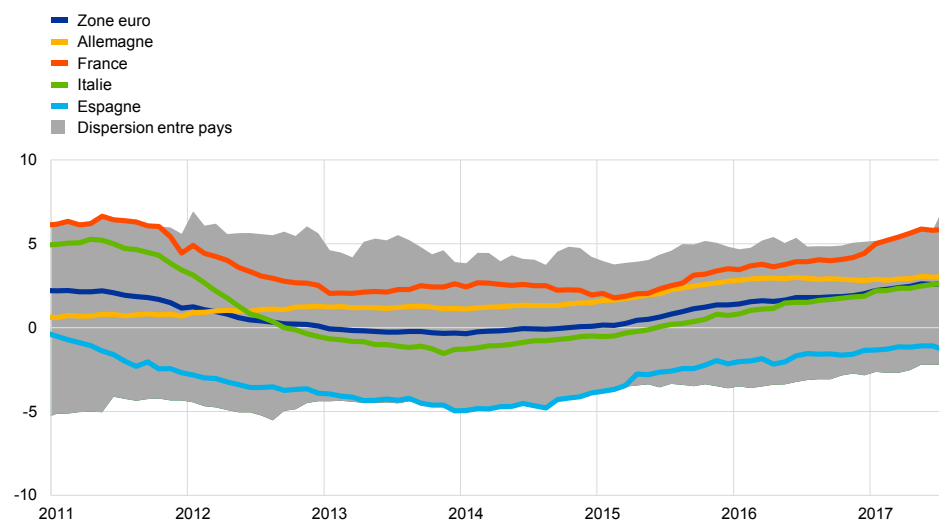
Source : BCE.

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

Graphique 24

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

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

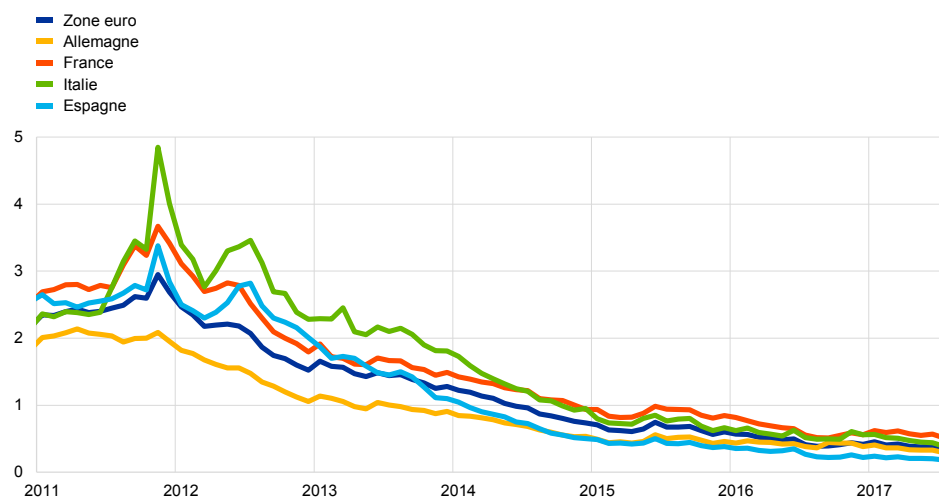
Notes : En données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dispersion entre pays est calculée comme l'écart entre minimum et maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à juillet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

Les conditions de financement des banques demeurent favorables. Le coût composite du financement par endettement des banques a atteint un nouveau point bas en juillet, après s'être globalement stabilisé au deuxième trimestre 2017 (cf. graphique 25). Cette tendance résulte essentiellement de l'évolution du coût des dépôts, qui a légèrement diminué pour s'établir à un nouveau point bas historique en juillet après avoir été globalement stable au deuxième trimestre 2017. En outre, les rendements des obligations bancaires sont demeurés globalement constants au deuxième trimestre, en dépit d'une hausse temporaire en juin, avant de diminuer en juillet. L'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE, le remboursement net des engagements financiers à long terme des IFM, le renforcement des bilans des banques et la diminution de la fragmentation sur les marchés financiers ont contribué collectivement à ces conditions favorables.

Graphique 25

Coût composite du financement par endettement des banques

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



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

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

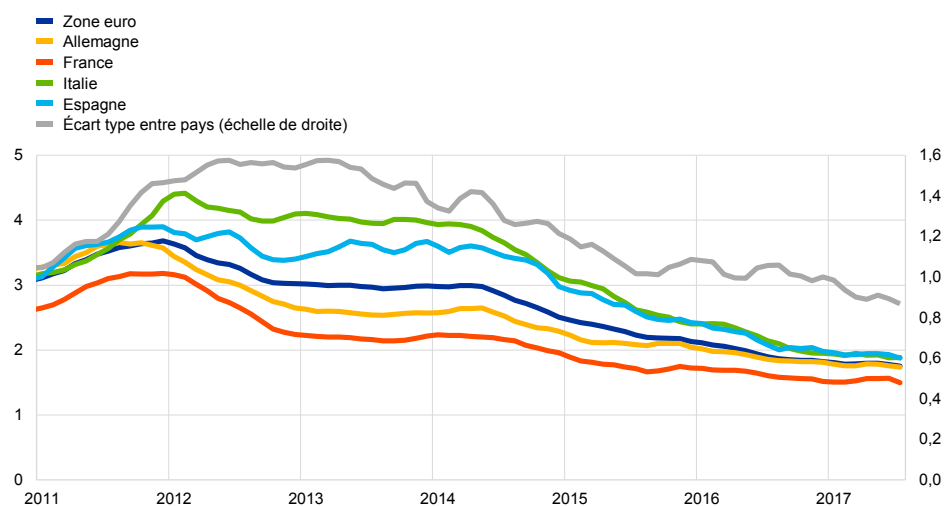
Les taux débiteurs bancaires appliqués aux prêts aux SNF et aux ménages se sont maintenus à leurs points bas historiques, ou à des niveaux proches, au deuxième trimestre 2017 et en juillet (cf. graphiques 26 et 27). Les taux d'intérêt composites sur les prêts bancaires aux SNF et aux ménages ont diminué entre début 2014 et fin 2016, mais ont connu des évolutions différentes depuis : le taux débiteur composite sur les prêts au logement a légèrement augmenté jusqu'en juillet 2017 et celui sur les prêts aux SNF a encore diminué, atteignant un nouveau point bas en juillet. Dans l'ensemble, les taux d'intérêt composites sur les prêts bancaires aux SNF et aux ménages ont enregistré un recul beaucoup plus important que les taux de référence du marché depuis l'annonce par la BCE des mesures d'assouplissement du crédit en juin 2014, indiquant ainsi une amélioration de la répercussion des mesures de politique monétaire sur les taux débiteurs bancaires. La baisse, évoquée précédemment, des coûts composites du financement des banques a favorisé le fléchissement des taux débiteurs composites. Entre mai 2014

et juillet 2017, les taux débiteurs composites sur les prêts consentis aux SNF et aux ménages ont fléchi de 119 et 103 points de base, respectivement. La réduction des taux des prêts bancaires consentis aux SNF a été particulièrement forte dans les pays vulnérables de la zone euro, ce qui dénote une transmission plus homogène de la politique monétaire à ces taux dans l'ensemble de la zone. Au cours de la même période, l'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de très faible montant (inférieur ou égal à 250 000 euros) et ceux pratiqués sur les prêts de montant élevé (supérieur à 1 million) dans la zone euro s'est considérablement réduit et a atteint un niveau proche de son point bas historique en juillet 2017. Cette évolution indique que les petites et moyennes entreprises ont généralement profité dans une plus large mesure que les grandes entreprises de la baisse des taux débiteurs bancaires.

Graphique 26

Taux d'intérêt composites sur les prêts aux SNF

(en pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur trois mois)



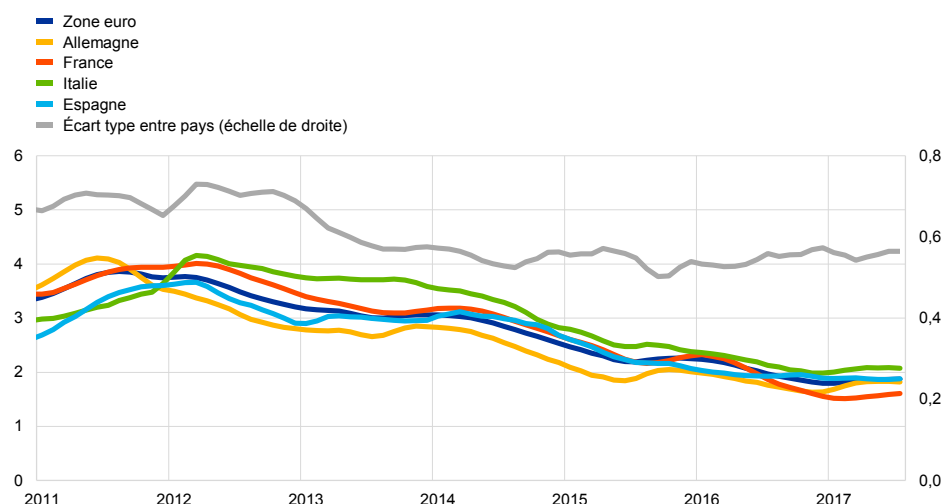
Source : BCE.

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

Graphique 27

Taux d'intérêt composites sur les prêts au logement

(en pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCE.

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

Selon les estimations, le flux annuel du financement externe total à destination des SNF de la zone euro s'est légèrement atténué au deuxième trimestre 2017.

Cette modération reflète un affaiblissement à la fois de la dynamique des prêts bancaires et des émissions de titres, attribuable en partie à des facteurs spécifiques et de nature temporaire dans le cas des prêts bancaires. Globalement, le redressement du financement externe des SNF observé depuis début 2014 a été favorisé par le renforcement de l'activité économique, de nouvelles diminutions du coût du financement par endettement, l'assouplissement des conditions d'octroi de crédits des banques et le nombre plus élevé de fusions et acquisitions. Dans le même temps, le niveau record de trésorerie détenue par les SNF a réduit la nécessité du recours au financement externe.

Les émissions brutes de titres de créance par les SNF ont été modestes en juillet et en août 2017, après un renforcement en juin.

Les dernières données de la BCE font état d'une forte activité d'émission en juin, après les ralentissements observés en avril et en mai. Cela étant, l'activité d'émission a été négative en termes nets en raison d'importants remboursements de titres à court terme. Par ailleurs, il convient de noter que les données de marché indiquant une faible activité d'émission en juillet et en août reflètent dans une large mesure des facteurs saisonniers. Sur cette période, les émissions nettes d'actions cotées par les SNF ont été plus importantes qu'au cours des premiers mois de 2017 où elles étaient freinées par d'importants rachats d'actions.

Les coûts de financement des SNF demeurent favorables. Selon les estimations, le coût nominal total du financement externe des SNF, qui comprend le crédit bancaire, l'émission de dette sur le marché et le financement par émission d'actions, a légèrement diminué, ressortant à 4,4 % en août 2017 après une hausse modérée en juin et en juillet. Ces évolutions reflètent dans une large mesure le coût des fonds

propres. Le coût du financement s'inscrit désormais 40 points de base au-dessus de son point bas historique de juillet 2016, mais il reste sensiblement inférieur au niveau observé à l'été 2014 (avant que les marchés ne commencent à intégrer les anticipations relatives au programme d'achat d'actifs à venir). Le coût de l'endettement, exprimé comme la moyenne pondérée du coût des crédits bancaires et du coût de l'endettement de marché, continue de fluctuer autour de son point bas historique.

6 Évolutions budgétaires

Le déficit budgétaire de la zone euro devrait continuer de décliner au cours de la période de projection (2017-2019), à la suite d'une amélioration des conditions conjoncturelles et d'une diminution des paiements d'intérêts. L'orientation budgétaire globale pour la zone euro devrait être légèrement expansionniste en 2017 et globalement neutre en 2018-2019. Le ratio dette publique/PIB de la zone euro continuera de se replier, mais il demeure élevé. Les pays affichant des niveaux de dette élevés bénéficieraient plus particulièrement d'efforts d'assainissement supplémentaires visant à résolument imprimer une tendance baissière au ratio d'endettement de leurs administrations publiques.

Le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait se réduire progressivement au cours de la période de projection.

Selon les prévisions macroéconomiques établies en septembre 2017 par les services de la BCE ⁴, le ratio de déficit des administrations publiques de la zone euro devrait revenir de 1,5 % du PIB en 2016 à 0,9 % du PIB en 2019 (cf. le tableau ci-dessous). L'amélioration des perspectives budgétaires, qui se sont légèrement redressées par rapport aux projections de juin 2017, s'appuie principalement sur des conditions conjoncturelles favorables et sur des paiements d'intérêts en baisse.

Tableau
Évolutions budgétaires dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|------|------|------|------|
| a. Recettes totales | 46,2 | 46,0 | 45,9 | 45,8 |
| b. Dépenses totales | 47,7 | 47,3 | 46,9 | 46,6 |
| dont : | | | | |
| c. Paiements d'intérêts | 2,2 | 2,0 | 1,9 | 1,8 |
| d. Dépenses primaires (b - c) | 45,5 | 45,3 | 45,0 | 44,8 |
| Solde budgétaire (a - b) | -1,5 | -1,3 | -1,0 | -0,9 |
| Solde budgétaire primaire (a - d) | 0,7 | 0,7 | 0,9 | 0,9 |
| Solde budgétaire corrigé du cycle | -1,5 | -1,4 | -1,3 | -1,2 |
| Solde structurel primaire | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| Endettement brut | 89,1 | 87,5 | 86,0 | 84,2 |
| Pour mémoire : PIB en volume (variations en pourcentages) | 1,8 | 2,2 | 1,8 | 1,7 |

Sources : Eurostat, BCE et projections macroéconomiques de septembre 2017 établies par les services de la BCE.

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

⁴ Cf. les [Projections macroéconomiques de septembre 2017 pour la zone euro établies par les services de la BCE](#).

L'orientation budgétaire de la zone euro devrait être légèrement expansionniste en 2017 et globalement neutre en 2018-2019⁵.

Les perspectives pour 2017 sont imputables à un rebond des investissements publics et à un paiement exceptionnel aux producteurs d'énergie nucléaire en Allemagne⁶. En 2018-2019, l'orientation budgétaire neutre attendue reflétera des effets de compensation des recettes et des dépenses publiques. Dans le même temps, l'orientation budgétaire globalement neutre indique que les pays ne mettent pas pleinement à profit la dynamique favorable de la croissance économique pour constituer des réserves budgétaires.

Le niveau élevé de la dette publique de la zone euro devrait continuer à baisser.

Le ratio dette/PIB de la zone euro, qui avait culminé en 2014, devrait se replier et revenir de 89,1 % du PIB en 2016 à 84,2 % du PIB d'ici fin 2019. Le recul s'explique principalement par une hausse de l'excédent primaire et par un écart favorable entre les taux d'intérêt et de croissance, ce dernier reflétant les perspectives macroéconomiques relativement stables. Les ajustements dette-déficit devraient avoir une incidence négative limitée à partir de 2018. Si les perspectives ont peu changé par rapport à celles du mois de juin, le niveau de la dette devrait être légèrement inférieur en 2017, reflétant notamment un écart plus favorable entre les taux d'intérêt et de croissance. Au niveau des différents pays, une amélioration des perspectives de la dette est attendue dans la majorité des États membres de la zone euro, tandis que, dans quelques pays, le ratio de la dette publique devrait progresser au cours de la période de projection. Les pays affichant des niveaux de dette élevés bénéficieraient plus particulièrement d'efforts d'assainissement supplémentaires visant à résolument imprimer une tendance baissière au ratio d'endettement de leurs administrations publiques. Cela permettrait d'atténuer leur vulnérabilité en cas de regain d'instabilité sur les marchés financiers ou de rebond des taux d'intérêt.

Tous les pays de la zone euro bénéficieraient d'efforts supplémentaires vers une composition des finances publiques plus propice à la croissance.

L'orientation des dépenses vers les catégories favorisant le plus la croissance, comme l'enseignement et les infrastructures, ou le transfert de la charge fiscale vers des impôts créant moins de distorsions, comme ceux sur la consommation ou sur le patrimoine, peut avoir des effets positifs sur la croissance de la production et ainsi contribuer à la constitution de réserves budgétaires⁷.

À plus long terme, il sera important que les projets de plans budgétaires, qui doivent être soumis pour mi-octobre, satisfassent pleinement aux exigences du Pacte de stabilité et de croissance. Le processus qui entoure ces projets, s'il est mis en œuvre intégralement et de façon cohérente, est un outil important et

⁵ L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance des politiques budgétaires sur l'économie au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée comme la variation du solde primaire structurel, c'est-à-dire le ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite des mesures temporaires telles que le soutien des pouvoirs publics au secteur financier. Pour plus de détails concernant le concept d'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « L'orientation budgétaire de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

⁶ Le paiement exceptionnel représente 0,2 % du PIB de l'Allemagne.

⁷ Cf. l'article intitulé « La composition des finances publiques dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2017.

efficace d'alerte précoce et de correction. Après que les pays de la zone euro auront déposé leurs projets de plans budgétaires, la Commission évaluera s'ils satisfont pleinement aux exigences du Pacte de stabilité et de croissance. En cas de non-conformité, la Commission sera contrainte de les renvoyer aux pays concernés.

Encadrés

1 La dynamique de l'investissement dans les économies avancées depuis la crise financière

Le présent encadré a pour but d'apporter un éclairage, dans une perspective internationale, sur les chocs affectant l'investissement dans les économies avancées depuis la crise financière.

On affirme souvent que l'un des facteurs principaux pesant sur la reprise économique mondiale dans le cycle conjoncturel actuel est le faible rythme de l'activité d'investissement, en particulier dans les économies avancées.

Cette faiblesse a été attribuée aux défaillances des marchés financiers, aux contraintes budgétaires du secteur public, à l'incertitude accrue relative à la politique économique et à l'atonie des perspectives économiques. Dans le même temps, le manque de dynamisme du secteur des entreprises semble plus prononcé que lors des reprises précédentes, ce qui, conjugué au plus fort recul des dépenses d'investissement à la suite de la Grande Récession, a entraîné des déficits d'investissement importants, c'est-à-dire des écarts durablement négatifs par rapport aux moyennes de long terme.

Le profil habituel de l'investissement des entreprises atteignant un point bas juste après une récession et renouant relativement rapidement avec ses niveaux antérieurs n'est pas apparu aussi nettement après la Grande Récession⁸. Tandis que ce profil a été observé lors des cycles conjoncturels des années 1990 et du début des années 2000, il n'a pas été constaté au cours du cycle actuel : le rebond initial de l'investissement après le point bas du premier trimestre 2009 a été interrompu par une deuxième récession dans la zone euro sur fond de crise de la dette souveraine. Cette pause dans la reprise est visible dans le graphique A, qui représente le ratio de l'investissement rapporté au PIB dans les économies avancées. Ce ratio a commencé à diminuer à partir d'un niveau relativement bas (12,5 %) par rapport aux cycles précédents et est tombé à près de 10,5 % en 2009. À partir de ce niveau, l'investissement des entreprises a entamé une reprise rapide et soutenue qui a été stoppée par la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Le ratio d'investissement a enregistré ensuite une nouvelle baisse entre le second semestre 2015 et fin 2016. Cette évolution est essentiellement attribuable aux pays producteurs de matières premières, comme le Canada, l'Australie et, dans une moindre mesure, les États-Unis, qui ont réduit leurs investissements, en partie en raison de la forte baisse des prix des matières premières (notamment le pétrole) jusqu'à de très bas niveaux. Ce n'est que très récemment, début 2017, qu'un rebond de l'investissement s'est manifesté.

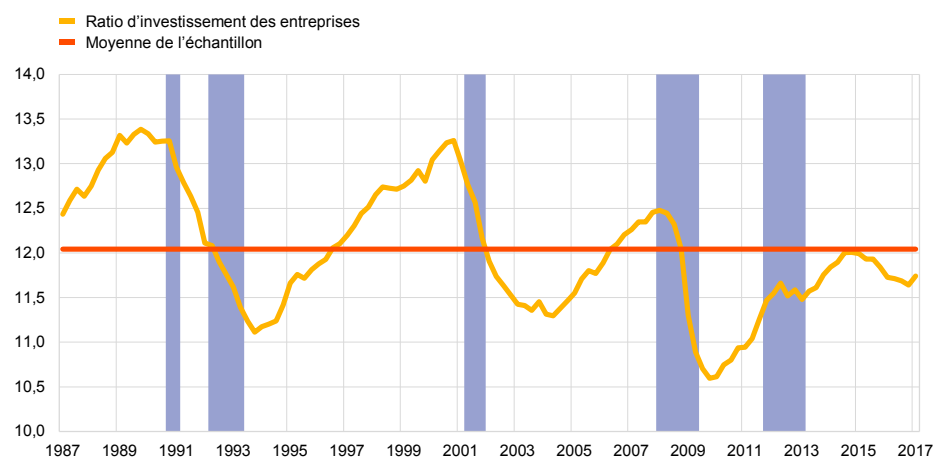
⁸ Le concept adopté ici est celui de l'investissement des entreprises (investissement privé non résidentiel) et recouvre les investissements du secteur privé en structures, en équipements (information, industrie et transports) et en droits de la propriété intellectuelle. Ce concept est susceptible de varier légèrement d'un pays à l'autre.

Globalement, toutefois, le ratio de l'investissement des entreprises rapporté au PIB dans les économies avancées était encore inférieur à sa moyenne de long terme au premier trimestre 2017.

Graphique A

Ratio de l'investissement rapporté au PIB dans les économies avancées

(en pourcentage ; données trimestrielles)



Source : Calculs des services de la BCE à partir de données de Haver Analytics.

Notes : L'échantillon d'économies avancées comprend : l'Australie, le Canada, la zone euro, le Japon, la Nouvelle-Zélande, la Suède, la Suisse, le Royaume-Uni et les États-Unis. L'agrégat est une moyenne pondérée des ratios d'investissement des entreprises des différents pays, s'appuyant sur des pondérations variables dans le temps de la parité de pouvoir d'achat du PIB. Les zones ombrées se rapportent à un indicateur combiné pour les périodes de récession dans la zone euro (Centre de recherche sur la politique économique – CEPR) et aux États-Unis (*National Bureau for Economic Research*). La dernière observation se rapporte au premier trimestre 2017.

Quatre facteurs sont couramment considérés comme des déterminants

potentiels de l'investissement à un niveau macroéconomique, à savoir les anticipations relatives à la demande, les conditions financières, les chocs d'incertitude et les chocs sur l'offre⁹. Depuis la crise financière, ces facteurs ont

été au cœur du débat sur l'investissement, tant d'un point de vue théorique qu'empirique. Les conditions financières restrictives et les chocs négatifs sur la demande sont jugés défavorables à l'investissement des entreprises¹⁰. En particulier, la détérioration des perspectives économiques au niveau mondial devrait entraîner une baisse des rendements des investissements et, par là même, freiner la formation de capital neuf et retarder le remplacement du capital ancien. Les chocs d'incertitude peuvent également avoir des effets durablement négatifs sur l'investissement des entreprises¹¹. Enfin, des chocs négatifs non anticipés sur l'offre, comme la diminution de la productivité du travail dans les différents pays,

⁹ Le modèle vectoriel autorégressif bayésien sur données de panel utilisé prend en compte l'hétérogénéité entre pays, et est estimé pour le Canada, le Japon, le Royaume-Uni et les États-Unis. Les variables recouvrent l'incertitude (mesurée par la dispersion des anticipations de croissance entre prévisionnistes professionnels), les conditions financières (indices des conditions financières fondés sur les taux d'intérêt à court et à long terme, et prix des actions), les perspectives de croissance et les évolutions des prix. L'identification des chocs structurels est réalisée par des absences de restrictions et des restrictions de signe et de grandeur.

¹⁰ Les variables d'incertitude et les variables financières étant fortement corrélées, des restrictions de grandeur relative sont utilisées pour identifier les chocs structurellement significatifs.

¹¹ Pour une analyse plus approfondie des effets sur l'investissement des entreprises concernant les États-Unis, cf. Bloom (N.), « *The impact of uncertainty shocks* », *Econometrica*, vol. 77, 2009.

pourraient réduire les anticipations de revenus futurs et entraîner une baisse de l'activité d'investissement.

Les profils d'investissement faisant suite aux divers chocs examinés sont confirmés empiriquement par des fonctions de réponse impulsionnelle. Sur la base du modèle utilisé, les principales conclusions sont que les chocs d'incertitude ont un effet négatif durable en forme de cloche sur le ratio de l'investissement des entreprises rapporté au PIB ¹², que la détérioration de la demande attendue et l'augmentation des contraintes financières réduisent les dépenses d'investissement, et que la hausse de la productivité fait augmenter continûment l'investissement des entreprises. Dans les différents pays, les facteurs de demande ont été le principal moteur de l'investissement, représentant plus de la moitié de la divergence aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, contre seulement quelque 40 % au Canada (après 16 trimestres). Les deuxièmes déterminants les plus importants sont les facteurs d'offre (aux États-Unis et au Royaume-Uni), l'incertitude (au Canada) et les facteurs financiers (au Japon).

Pendant la Grande Récession, les facteurs de demande défavorables ont clairement été le principal déterminant de la contraction de l'investissement des entreprises dans l'échantillon de pays analysé ; toutefois, dans la période postérieure à la crise, les évolutions ont été plus hétérogènes entre pays (cf. graphique B) ¹³. Les ratios d'investissement aux États-Unis avaient renoué avec leur tendance en 2012, et ont fluctué ensuite autour de ce niveau. Le modèle indique que l'évolution moins négative de la demande, la diminution de l'incertitude et des conditions financières favorables ont contribué à la reprise. En 2015, toutefois, l'investissement a de nouveau fléchi, en partie en raison de la baisse des prix du pétrole et de sa forte incidence sur l'investissement dans le secteur du pétrole de schiste aux États-Unis. Au Japon, la reprise a été tirée principalement par les conditions financières plus positives liées à l'assouplissement monétaire, et par des anticipations moins négatives s'agissant de la demande. En revanche, au Canada, le ratio d'investissement s'est redressé rapidement après la Grande Récession et a enregistré des niveaux supérieurs à la tendance jusqu'au second semestre 2014. Le modèle suggère que l'investissement des entreprises a été soutenu par des perspectives positives pour la demande, une faible incertitude et des conditions financières accommodantes, confortées par de fortes évolutions des prix des matières premières. La baisse des prix des matières premières en 2015 a entraîné une forte diminution de l'investissement des entreprises, qui a ensuite été accentuée par une montée de l'incertitude et un durcissement des conditions financières. À l'inverse, le ratio d'investissement au Royaume-Uni est principalement resté inférieur à ses niveaux de long terme. Le modèle laisse penser que les chocs négatifs sur la demande et l'offre font plus que compenser les conditions financières relativement favorables et le soutien apporté par un environnement de faible incertitude. Plus récemment, au second semestre 2016, l'incertitude accrue à la

¹² Ce résultat empirique est conforme aux estimations disponibles portant sur un seul pays, ainsi qu'à la théorie économique.

¹³ Les résultats sont robustes à différentes mesures de l'incertitude (incertitude de politique économique), de la demande et des facteurs financiers (dont les mesures tirées d'enquêtes et les indicateurs d'activité) et des prix (prix à la production).

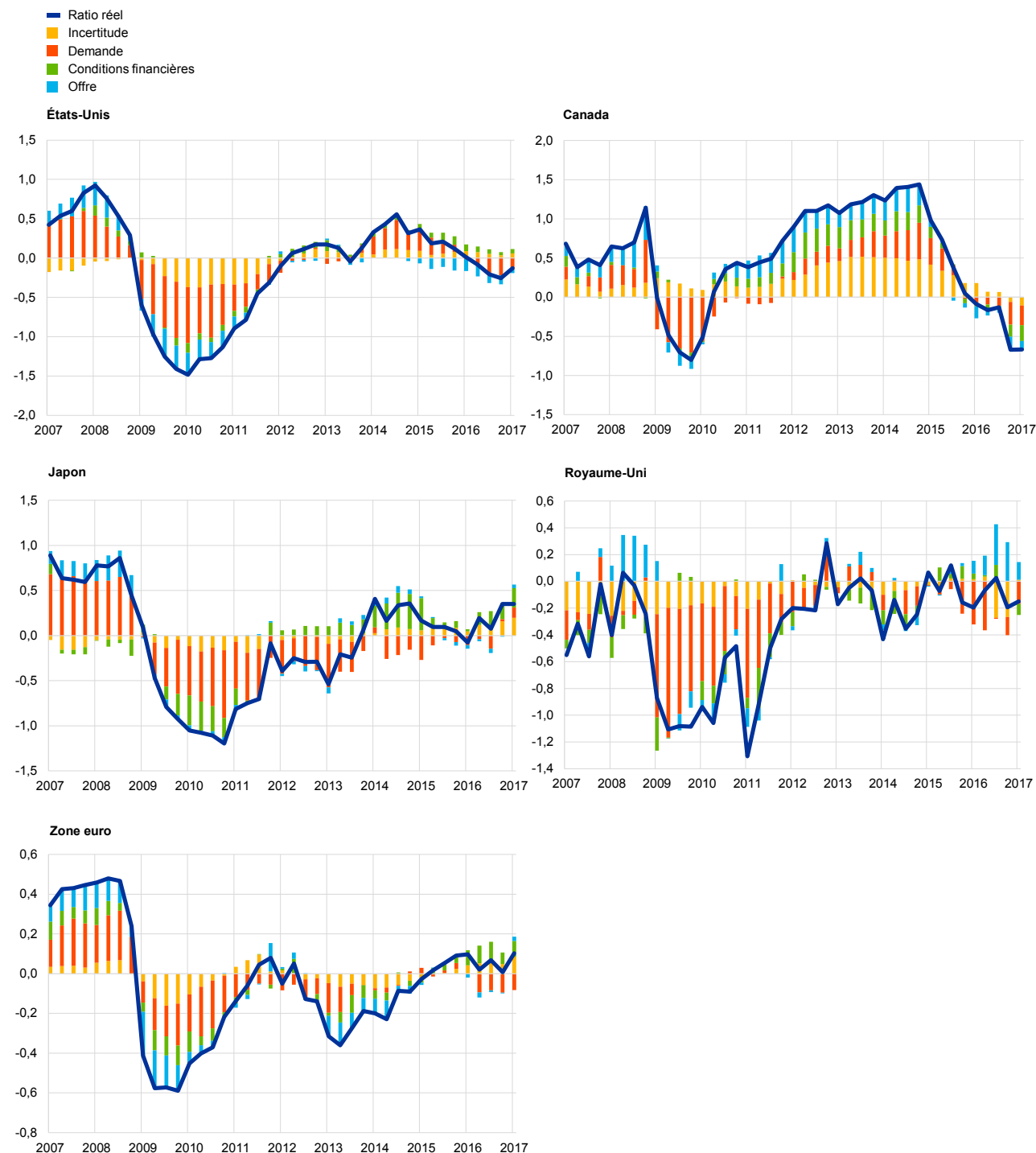
suite du résultat du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'Union européenne a fait baisser le ratio d'investissement. Début 2017, les ratios d'investissement étaient proches de la tendance aux États-Unis et au Royaume-Uni, et supérieurs à la tendance au Japon, tandis que l'écart d'investissement était négatif au Canada.

L'élargissement de l'analyse à la zone euro confirme le rôle des facteurs de demande en tant que principal moteur de la contraction de l'investissement des entreprises après la crise financière. Toutefois, contrairement à ce qui a été observé dans les autres économies avancées, le redressement du ratio d'investissement s'est interrompu avec l'intensification de la crise de la dette souveraine. Cela a entraîné de nouveaux chocs négatifs et persistants sur la demande, conjugués à une incertitude économique négative et à des chocs financiers jusque début 2015. Début 2017, le ratio d'investissement dans la zone euro était légèrement supérieur aux niveaux de la tendance, soutenu par des conditions financières favorables et une incertitude modérée.

Graphique B

Décomposition historique du ratio de l'investissement rapporté au PIB

(pourcentage et contributions ; écart par rapport à la tendance ; données trimestrielles)



Source : Calculs des services de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au premier trimestre 2017.

À plus long terme, l'amélioration globale de la confiance des chefs d'entreprise enregistrée ces derniers mois, conjuguée à des perspectives mondiales plus positives, devrait soutenir le redressement de l'investissement

des entreprises dans les économies avancées. En outre, les indicateurs de mesure de l'incertitude, comme la dispersion des anticipations de croissance entre les prévisionnistes professionnels, ont commencé à baisser depuis début 2017. De plus, la stabilisation des prix des matières premières devrait entraîner une reprise des investissements des producteurs de matières premières.

2 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 3 mai au 25 juillet 2017

Cet encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE durant les troisième et quatrième périodes de constitution de réserves de 2017, qui se sont déroulées du 3 mai au 13 juin 2017 et du 14 juin au 25 juillet 2017, respectivement. Durant ces périodes, les taux des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt sont demeurés inchangés à 0,00 %, 0,25 % et – 0,40 %, respectivement.

Parallèlement, l'Eurosystème a continué d'acquérir des titres du secteur public, des obligations sécurisées, des titres adossés à des actifs et des titres du secteur des entreprises dans le cadre de son programme étendu d'achats d'actifs (*Asset Purchase Programme* – APP), qui prévoit un rythme d'achats mensuels de 60 milliards d'euros en moyenne.

Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, est ressorti à 1 168,7 milliards d'euros, soit une hausse de 82,5 milliards par rapport à la précédente période sous revue (qui couvrait les première et deuxième périodes de constitution de 2017). Cette hausse du besoin de refinancement est presque entièrement attribuable au solde moyen des facteurs autonomes, qui a augmenté de 80,6 milliards d'euros pour atteindre un niveau record de 1 046,3 milliards au cours de la période sous revue, tandis que les réserves obligatoires n'ont que légèrement augmenté, enregistrant une hausse de 2 milliards pour s'établir à 122,5 milliards.

La hausse du solde global des facteurs autonomes résulte principalement d'une augmentation des facteurs entraînant un besoin de liquidité. La principale contribution a été apportée par les dépôts des administrations publiques, qui ont augmenté de 25,6 milliards d'euros pour s'établir à 196,7 milliards, en moyenne, au cours de la période sous revue. Les autres facteurs autonomes ont également augmenté, de 22,5 milliards d'euros, pour s'inscrire en moyenne à 720,5 milliards. La demande de billets de banque a augmenté, en moyenne, de 16,6 milliards d'euros, pour s'établir à 1 131,2 milliards, reflétant largement une demande saisonnière supplémentaire durant l'été.

En outre, les facteurs autonomes apportant de la liquidité ont vu leur impact diminuer au cours de la période sous revue, en raison de la poursuite de la baisse des actifs nets libellés en euros et d'une légère diminution des avoirs extérieurs nets. Les actifs nets libellés en euros ont diminué de 15,4 milliards d'euros par rapport à la précédente période sous revue pour ressortir en moyenne à 332,4 milliards, principalement en raison d'une baisse des actifs financiers détenus par l'Eurosystème à des fins autres que la politique monétaire. De plus, les dépôts des institutions officielles étrangères auprès des banques centrales nationales ont

enregistré une augmentation, atténuant ainsi encore davantage l'effet d'apport de liquidité net de ce facteur autonome. Les avoirs extérieurs nets ont légèrement diminué, de 0,5 milliard d'euros, pour ressortir en moyenne à 670 milliards.

Tableau

Situation de liquidité de l'Eurosystème

| | Du 3 mai 2017 au 25 juillet 2017 | | Du 25 janvier 2017 au 2 mai 2017 | | Quatrième période de constitution | | Troisième période de constitution | |
|---|-------------------------------------|-----------------|-------------------------------------|----------------|--------------------------------------|----------------|--------------------------------------|--|
| Engagements – Besoins de refinancement (moyennes ; en milliards d'euros) | | | | | | | | |
| Facteurs autonomes de la liquidité | 2 048,3 | (+64,6) | 1 983,7 | 2 071,6 | (+46,6) | 2 025,0 | (+10,2) | |
| Billets en circulation | 1 131,2 | (+16,6) | 1 114,6 | 1 136,3 | (+10,3) | 1 126,0 | (+7,7) | |
| Dépôts des administrations publiques | 196,7 | (+25,6) | 171,1 | 229,8 | (+66,2) | 163,6 | (-18,3) | |
| Autres facteurs autonomes | 720,5 | (+22,5) | 698,0 | 705,5 | (-29,9) | 735,4 | (+20,8) | |
| Comptes courants | 1 174,0 | (+153,0) | 1 021,0 | 1 169,2 | (-9,5) | 1 178,7 | (+97,6) | |
| Instruments de politique monétaire | 717,0 | (+81,9) | 635,1 | 717,9 | (+1,9) | 716,0 | (+45,4) | |
| Réserves obligatoires | 122,5 | (+2,0) | 120,5 | 122,6 | (+0,3) | 122,3 | (+1,7) | |
| Facilité de dépôt | 594,5 | (+79,9) | 514,6 | 595,3 | (+1,6) | 593,7 | (+43,8) | |
| Opérations de réglage fin de retrait de liquidité | 0,0 | (+0,0) | 0,0 | 0,0 | (+0,0) | 0,0 | (+0,0) | |
| Actifs – Offre de liquidité (moyennes ; en milliards d'euros) | | | | | | | | |
| Facteurs autonomes de la liquidité | 1 002,4 | (-15,9) | 1 018,3 | 983,3 | (-38,2) | 1 021,5 | (+6,7) | |
| Avoirs extérieurs nets | 670,0 | (-0,5) | 670,5 | 656,9 | (-26,2) | 683,1 | (+4,5) | |
| Actifs nets libellés en euros | 332,4 | (-15,4) | 347,8 | 326,4 | (-11,9) | 338,4 | (+2,2) | |
| Instruments de politique monétaire | 2 814,7 | (+313,4) | 2 501,3 | 2 853,1 | (+76,8) | 2 776,3 | (+144,8) | |
| <i>Opérations d'open market</i> | 2 814,5 | (+313,5) | 2 501,0 | 2 852,9 | (+76,8) | 2 776,1 | (+144,9) | |
| Opérations d'appels d'offres | 779,0 | (+124,4) | 654,6 | 776,8 | (-4,3) | 781,1 | (+55,2) | |
| Opérations principales de refinancement | 11,5 | (-12,2) | 23,8 | 9,4 | (-4,3) | 13,7 | (-4,8) | |
| Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois | 6,1 | (-2,1) | 8,2 | 6,7 | (+1,2) | 5,5 | (-1,9) | |
| Opérations TLTRO I | 21,1 | (-11,4) | 32,5 | 20,5 | (-1,2) | 21,7 | (-4,8) | |
| Opérations TLTRO II | 740,2 | (+150,1) | 590,1 | 740,2 | (+0,0) | 740,2 | (+66,7) | |
| Portefeuilles d'achats fermes de titres | 2 035,5 | (+189,1) | 1 846,4 | 2 076,1 | (+81,1) | 1 995,0 | (+89,7) | |
| 1 ^{er} programme d'achats d'obligations sécurisées | 8,0 | (-2,3) | 10,3 | 7,7 | (-0,6) | 8,3 | (-1,3) | |
| 2 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées | 5,5 | (-0,9) | 6,4 | 5,3 | (-0,4) | 5,7 | (-0,3) | |
| 3 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées | 221,3 | (+8,1) | 213,3 | 223,3 | (+3,9) | 219,4 | (+4,1) | |
| Programme pour les marchés de titres | 98,3 | (-1,2) | 99,5 | 98,2 | (-0,2) | 98,4 | (-0,8) | |
| Programme d'achats de titres adossés à des actifs | 24,0 | (+0,2) | 23,8 | 24,2 | (+0,5) | 23,7 | (-0,4) | |
| Programme d'achats de titres du secteur public | 1 585,6 | (+163,6) | 1 422,0 | 1 619,7 | (+68,1) | 1 551,5 | (+78,0) | |
| Programme d'achats de titres du secteur des entreprises | 92,8 | (+21,7) | 71,1 | 97,7 | (+9,8) | 87,9 | (+10,4) | |
| Facilité de prêt marginal | 0,2 | (-0,1) | 0,3 | 0,2 | (+0,0) | 0,2 | (-0,1) | |
| Autres informations fondées sur la liquidité (moyennes ; en milliards d'euros) | | | | | | | | |
| Besoin global de refinancement | 1 168,7 | (+82,5) | 1 086,2 | 1 211,3 | (+85,0) | 1 126,2 | (+5,1) | |
| Facteurs autonomes ¹ | 1 046,3 | (+80,6) | 965,7 | 1 088,6 | (+84,7) | 1 003,9 | (+3,5) | |
| Excédent de liquidité | 1 645,8 | (+231,0) | 1 414,8 | 1 641,6 | (-8,3) | 1 649,9 | (+139,8) | |
| Évolution des taux d'intérêt (moyennes ; en pourcentage) | | | | | | | | |
| Opérations principales de refinancement | 0,00 | (+0,00) | 0,00 | 0,00 | (+0,00) | 0,00 | (+0,00) | |
| Facilité de prêt marginal | 0,25 | (+0,00) | 0,25 | 0,25 | (+0,00) | 0,25 | (+0,00) | |
| Facilité de dépôt | -0,40 | (+0,00) | -0,40 | -0,40 | (+0,00) | -0,40 | (+0,00) | |
| Eonia | -0,358 | (-0,004) | -0,354 | -0,359 | (-0,002) | -0,357 | (-0,002) | |

Source : BCE.

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

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

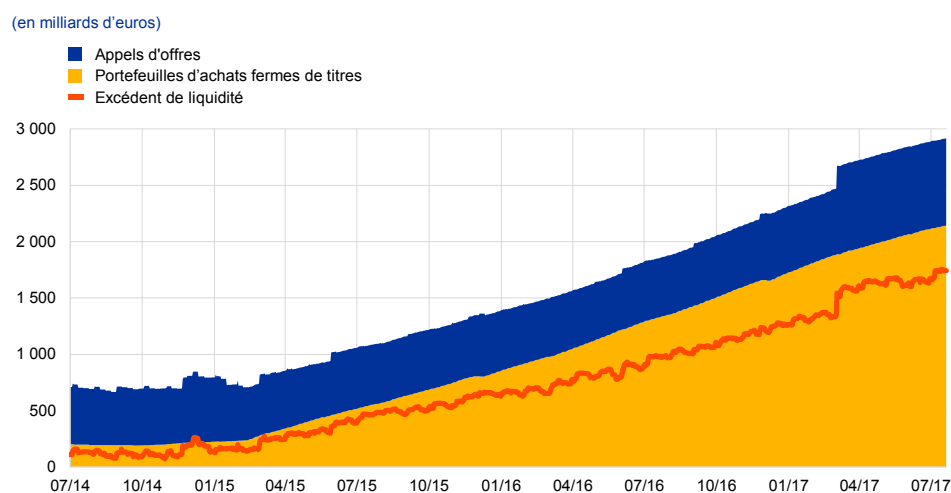
La volatilité des facteurs autonomes est restée élevée et globalement inchangée par rapport à la précédente période sous revue. Cette volatilité reflète essentiellement les fluctuations des dépôts des administrations publiques et des actifs nets libellés en euros.

Fourniture de liquidité par le biais d'opérations d'*open market*

Le montant moyen de liquidité fournie par le biais d'opérations d'*open market* (via les appels d'offres et les achats fermes dans le cadre de l'APP) a augmenté de 313,5 milliards d'euros pour s'établir à 2 814,5 milliards (cf. graphique). Cette hausse résulte principalement du programme d'achats d'actifs (APP) de la BCE et de la quatrième opération de refinancement à plus long terme ciblée de la deuxième série de TLTRO (TLTRO II), qui s'est soldée par une allocation de 233,4 milliards d'euros le 29 mars 2017.

Graphique

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



Source : BCE.

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations d'appels d'offres a augmenté de 124,4 milliards d'euros pour s'établir à 779 milliards.

Cette hausse correspond largement à la liquidité fournie par le biais de la quatrième opération TLTRO II, qui, contrairement à la précédente période sous revue, se reflète intégralement dans le volume moyen de liquidité observé au cours de la période présente. L'encours moyen des opérations TLTRO a augmenté de 138,7 milliards d'euros sous l'effet, en termes nets, du règlement de la quatrième opération TLTRO II et des remboursements anticipés volontaires des fonds empruntés dans le cadre des opérations TLTRO I. La liquidité moyenne fournie par les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois a diminué de 12,2 milliards d'euros et de 2,1 milliards, respectivement.

Avec la poursuite des achats réalisés dans le cadre de l'APP, la liquidité fournie par le biais des portefeuilles de titres de l'Eurosystème liés à la mise en œuvre de la politique monétaire a augmenté de 189,1 milliards d'euros pour s'établir à 2 035,5 milliards en moyenne. La liquidité moyenne fournie par le programme d'achats de titres du secteur public (PSPP), par le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées, par le programme d'achats de titres adossés à des actifs et par le programme d'achats de titres du secteur des entreprises a augmenté, en moyenne, de 163,6 milliards d'euros, de 8,1 milliards, de 0,2 milliard et de 21,7 milliards, respectivement. Le remboursement des obligations détenues dans le cadre du programme pour les marchés de titres et des deux programmes précédents d'achats d'obligations sécurisées a représenté au total 4,4 milliards d'euros.

Excédent de liquidité

Par suite des évolutions examinées en détail précédemment, l'excédent de liquidité moyen au cours de la période sous revue a augmenté de 231 milliards d'euros par rapport à la précédente période, pour s'établir à 1 645,8 milliards (cf. graphique). Comme mentionné plus haut, cette hausse reflète largement la liquidité fournie par le biais de l'APP au rythme de 60 milliards d'euros par mois ainsi que l'allocation de 233,4 milliards au titre de la quatrième opération TLTRO II, en partie contrebalancée par une augmentation des besoins de refinancement résultant des facteurs autonomes. Si l'on s'attache uniquement à la période sous revue, une analyse plus détaillée montre que l'excédent de liquidité a augmenté au cours de la troisième période de constitution des réserves, avec une hausse de 139,8 milliards d'euros sous l'effet de l'apport de liquidité résultant de la quatrième opération TLTRO II et des achats réalisés dans le cadre de l'APP. Toutefois, au cours de la quatrième période de constitution, l'excédent de liquidité a enregistré une légère diminution de 8,3 milliards d'euros, la liquidité injectée *via* les achats réalisés dans le cadre de l'APP ayant été plus que compensée par l'augmentation de l'effet d'absorption de liquidité exercé par les facteurs autonomes et par une baisse de la demande des banques lors des opérations principales de refinancement et des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois, comme mentionné précédemment.

Cette augmentation de l'excédent de liquidité s'est reflétée dans la hausse des encours moyens sur les comptes courants, qui se sont renforcés de 153 milliards d'euros pour s'établir à 1 174 milliards au cours de la période sous revue, tandis que le recours moyen à la facilité de dépôt s'est accru de 79,9 milliards, pour ressortir à 594,5 milliards.

Évolution des taux d'intérêt

Les taux du marché monétaire au jour le jour sont demeurés proches du taux de la facilité de dépôt, les taux de certains paniers de garanties sur le compartiment des opérations garanties revenant au-dessous de ce niveau. Sur

le compartiment des opérations en blanc, l'Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro) s'est établi en moyenne à $-0,358\%$, en légère baisse par rapport à une moyenne de $-0,354\%$ lors de la précédente période sous revue. L'Eonia a oscillé au sein d'une fourchette relativement étroite, avec un point haut à $-0,331\%$ avant le lundi de Pentecôte férié début juin 2017 et un point bas historique à $-0,373\%$ juste après. En outre, sur le marché des opérations garanties, les taux moyens des opérations de pension au jour le jour sur le marché GC Pooling ont légèrement fléchi, s'établissant à $-0,433\%$ pour le panier de garanties standard et à $-0,401\%$ pour le panier étendu, soit une baisse de $0,001$ point de pourcentage et une hausse de $0,002$ point de pourcentage, respectivement, par rapport à la précédente période sous revue.

La baisse de fin de trimestre enregistrée en juin 2017 sur les taux des opérations de pension des émetteurs des pays du « cœur » de la zone euro a été relativement moins prononcée que celles enregistrées en fin d'année 2016 et à la fin du trimestre s'achevant en mars 2017. Cela suggère que les intervenants de marché ont adopté des pratiques plus efficaces en matière de gestion des garanties. En outre, cette évolution laisse également penser que le mécanisme de garantie espèces pour les prêts de titres dans le cadre du PSPP a des effets positifs.

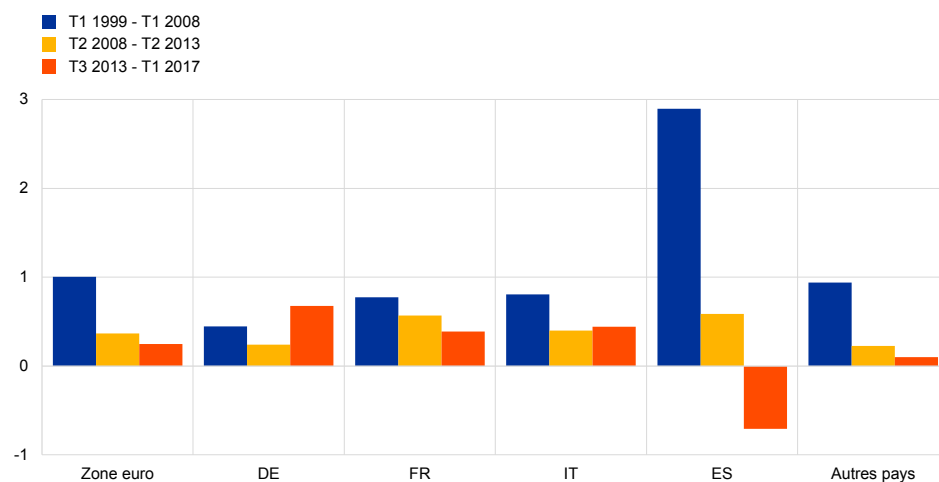
3 Évolutions récentes de l'offre de main-d'œuvre dans la zone euro

Les évolutions de l'offre de main-d'œuvre sont un déterminant important à la fois de la reprise économique et de la croissance à plus long terme. Du point de vue structurel, l'offre de main-d'œuvre peut contribuer de manière significative à la croissance potentielle et, d'un point de vue conjoncturel, elle a un impact direct sur l'emploi et sur le chômage. En outre, ce n'est pas seulement le volume de main-d'œuvre qui importe, mais également sa composition. L'offre de main-d'œuvre dans la zone euro est en hausse depuis longtemps, mais malgré la poursuite de cette évolution durant la récente reprise, son taux de croissance s'est modéré par rapport à la période antérieure à la crise et à la période de crise (cf. graphique A). Le présent encadré examine les facteurs à l'origine de l'augmentation de l'offre de main-d'œuvre au cours de la reprise économique et de la modération de son taux de croissance, ainsi que les modifications de sa composition.

Graphique A

Taux de croissance moyen de la population active dans la zone euro et dans les principaux pays de la zone

(taux de croissance annuels moyens ; en pourcentage)



Sources : Eurostat, comptes nationaux et statistiques conjoncturelles.
Note : La population active se définit comme la somme de l'emploi, tel que mesuré par les comptes nationaux, et du nombre de chômeurs.

Même si l'offre de main-d'œuvre continue d'augmenter dans la zone euro, son taux de croissance s'est ralenti au cours des dix dernières années.

Immédiatement après la Grande Récession, le taux de croissance moyen de la population active s'est modéré dans l'ensemble des principaux pays de la zone euro par rapport à la période précédant la crise. Ce ralentissement s'est poursuivi au cours de la phase de reprise (du troisième trimestre 2013 au premier trimestre 2017), à l'exception notable de l'Allemagne, où la croissance de la population active s'est accélérée et dépasse à présent les taux observés avant la crise. C'est en Espagne que le ralentissement de la croissance de la population active a été le plus marqué, sous l'effet principalement de la modification des flux migratoires. Avant la crise, l'Espagne a connu une forte immigration nette, qui s'est

inversée après la hausse prononcée du taux de chômage dans le pays. Cette évolution a eu un large impact négatif à la fois sur la population en âge de travailler et sur l'offre de main-d'œuvre en Espagne, et elle s'est reflétée également dans les évolutions de l'offre de main-d'œuvre dans la zone euro. En revanche, sur l'ensemble de la zone euro, l'immigration a apporté une importante contribution positive à la population en âge de travailler durant la reprise, reflétant principalement l'arrivée de travailleurs en provenance des nouveaux États membres de l'UE. Cette évolution a probablement aussi eu un impact important sur la population active, notamment en Allemagne et en Italie, mais également dans certaines économies plus petites de la zone.

Depuis le début de la reprise, la hausse du taux d'activité a apporté une contribution très importante à la croissance de la population active (cf. graphique B).

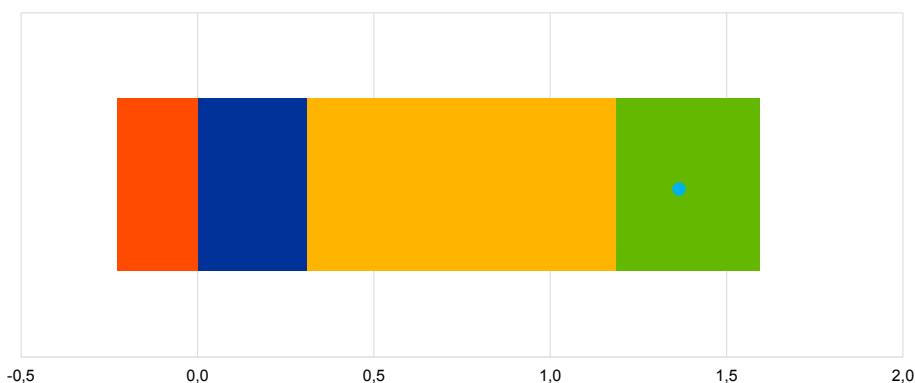
La variation de la population active peut se décomposer en contributions des variations, d'une part, de la population en âge de travailler (15-64 ans) et, d'autre part, du taux d'activité. Le ralentissement de la croissance de l'offre de main-d'œuvre par rapport à la période antérieure à la crise résulte d'une modération de la croissance tant de la population en âge de travailler que du taux d'activité, même si la contribution de ces deux composantes est demeurée positive au cours de la reprise. Toutefois, la hausse du taux d'activité a apporté la contribution la plus importante à la croissance de la population active.

Graphique B

Décomposition de la variation cumulée de la population active depuis le deuxième trimestre 2013

(en points de pourcentage)

- Sous l'effet de l'évolution de la population en âge de travailler
- Sous l'effet de l'évolution des taux d'activité dans les tranches d'âge
- Sous l'effet de la modification de la composition par âge de la population en âge de travailler
- Résidu
- Variation totale



Source : Eurostat, enquête sur les forces de travail.

Notes : Tranche d'âge des 15-64 ans ; données brutes. La variation de la population active peut se décomposer en variation de la population en âge de travailler et en variation du taux d'activité. Celle-ci peut être encore décomposée en évolutions de la taille relative des tranches d'âge de la population et en variations des taux d'activité des différentes tranches d'âge. Pour les calculs, nous avons utilisé des tranches d'âge de cinq ans. Le résidu recouvre d'autres modifications de la composition, comme par exemple le sexe.

La population active de la zone euro vieillit, et davantage de personnes restent économiquement actives plus longtemps. La part des personnes âgées de 50 à

64 ans dans la tranche des 15-64 ans est passée de 30 % à 32 % au cours de la reprise, et suit une tendance haussière sur le long terme ¹⁴. Ce groupe enregistrant traditionnellement un taux d'activité relativement faible, sa part croissante dans la population devrait normalement réduire le taux d'activité global de la population active. Or, le taux d'activité de la tranche des 50-64 ans a augmenté au cours des quatre dernières années (entre le deuxième trimestre 2013 et le premier trimestre 2017, le taux d'activité des 50-54 ans, 55-59 ans et 60-64 ans a augmenté de, respectivement, 0,7 point de pourcentage, 3,8 points de pourcentage et 7,6 points de pourcentage), sous l'effet du report de l'âge de la retraite dans la plupart des pays, ainsi que d'autres facteurs, comme par exemple l'augmentation du niveau d'instruction de la population (facteur analysé plus en détail ci-après). Cette évolution pousse le taux d'activité global à la hausse, contrebalançant ainsi l'impact par ailleurs négatif de la modification de la composition par âge (cf. la barre rouge du graphique B). En outre, la diminution de la part des 15-24 ans dans la population a également contribué à la hausse du taux d'activité global, le taux d'activité de cette tranche d'âge étant en général relativement faible. Toutefois, cet effet de composition positif a été partiellement contrebalancé par une baisse du taux d'activité de ce groupe depuis 2008.

Poursuivant une tendance de long terme, l'augmentation de la population active durant la reprise économique a résulté de l'évolution du taux d'activité des femmes.

Si la part croissante des tranches d'âge plus élevées caractérise les deux sexes, pour les femmes la hausse du taux d'activité au cours de la reprise a été plus importante et la diminution de la population active appartenant à la tranche des 25-54 ans moins prononcée (cf. graphique C). L'augmentation du taux d'activité chez les femmes et la manière dont ce taux diffère de celui des hommes s'expliquent dans une large mesure par les évolutions divergentes des niveaux d'instruction chez les hommes et chez les femmes. La part des femmes ayant suivi des études supérieures dans la population de femmes en âge de travailler est plus élevée que la part correspondante chez les hommes ¹⁵. Elle a également connu une hausse plus prononcée au cours des dix dernières années, aussi bien pour la tranche des 25-54 ans que pour celle des personnes plus âgées ; en outre, elle est un facteur majeur de la part croissante du taux d'activité des femmes dans la population active ¹⁶.

¹⁴ La hausse tendancielle observée chez les générations plus âgées reflète le fait que les « baby-boomers » d'après-guerre ont atteint ces tranches d'âge et que la part des générations plus jeunes a diminué. Cf. « *Population structure and ageing* », *Eurostat Statistics Explained*, Eurostat, juin 2017, disponible à l'adresse suivante : <http://ec.europa.eu/eurostat>.

¹⁵ La part dans la population en âge de travailler des personnes ayant suivi des études supérieures est plus faible pour les femmes que pour les hommes uniquement pour la tranche d'âge la plus élevée (55-64 ans), mais l'écart avec les hommes s'est considérablement resserré au cours des dix dernières années.

¹⁶ Cf. Thévenon (O.), « *Drivers of Female Labour Force Participation in the OECD* », *OECD Social, Employment and Migration Working Papers*, n° 145, OCDE, 2013, disponible à l'adresse suivante : <http://www.oecd-ilibrary.org>.

Graphique C

Décomposition de la variation cumulée de la population active par sexe et par âge dans la zone euro et dans les principaux pays de la zone durant la reprise économique (du deuxième trimestre 2013 au premier trimestre 2017)

(en pourcentage de la population active au deuxième trimestre 2013)



Source : Enquête sur les forces de travail.

Note : Jeunes : 15-24, âge intermédiaire : 25-54, personnes plus âgées : 55-64 ans ; données brutes.

Des effets conjoncturels ont contribué aux évolutions divergentes des taux d'activité des hommes et des femmes dans la tranche des 25-54 ans.

Le taux d'activité des hommes âgés de 25 à 54 ans a diminué depuis le début de la crise, sous l'effet probablement de la baisse conjoncturelle de l'emploi dans les secteurs et les postes à dominante traditionnellement masculine (c'est-à-dire la construction et les travaux physiques faiblement qualifiés)¹⁷. La récente modération de ce recul au cours de la reprise reflète l'amélioration de la situation sur le marché du travail dans ces secteurs à dominante masculine. Dans le même temps, le taux d'activité des femmes a probablement subi, au cours du cycle conjoncturel, l'effet dit de « travailleur ajouté » – c'est-à-dire la tendance chez les femmes à entrer sur le marché du travail lorsque leur partenaire masculin perd son emploi ou se retire du marché. Cet effet est sans doute devenu particulièrement pertinent compte tenu du fort impact de la crise sur les revenus (et la richesse) ; par conséquent, il a pu jouer un rôle dans la hausse du taux d'activité des femmes durant la crise dans plusieurs pays de la zone euro¹⁸. Plus récemment, le taux d'activité des femmes âgées de 25 à 54 ans a augmenté plus lentement durant la reprise qu'auparavant, reflétant probablement là encore le fait que la hausse de l'emploi chez les hommes réduit la

¹⁷ Cf. Black (S.), Furman (J.), Rackstraw (E.) et Rao (N.), « *The long-term decline in US prime-age male labour force participation* », VOX, CEPR's Policy Portal, Centre for Economic Policy Research, 2016, disponible à l'adresse suivante : <http://voxeu.org>. Cet article explique les raisons à l'origine de la baisse du taux d'activité chez les hommes âgés de 25 à 54 ans aux États-Unis. Des facteurs similaires sont probablement à l'œuvre dans la zone euro. Parmi les principaux pays de la zone euro, c'est en Italie que le taux d'activité des hommes âgés de 25 à 54 ans a le plus diminué durant la crise, mais un ralentissement a également été observé en Allemagne et en France (même avant la crise dans ce dernier cas).

¹⁸ Pour un examen de l'effet de travailleur ajouté dans les pays européens, cf. Riedl (A.) et Schoiswohl (F.) « *Is there an added worker effect? – European labor supply during the crisis* », *Focus on European Economic Integration*, n° Q4/15, Oesterreichische Nationalbank, 2015.

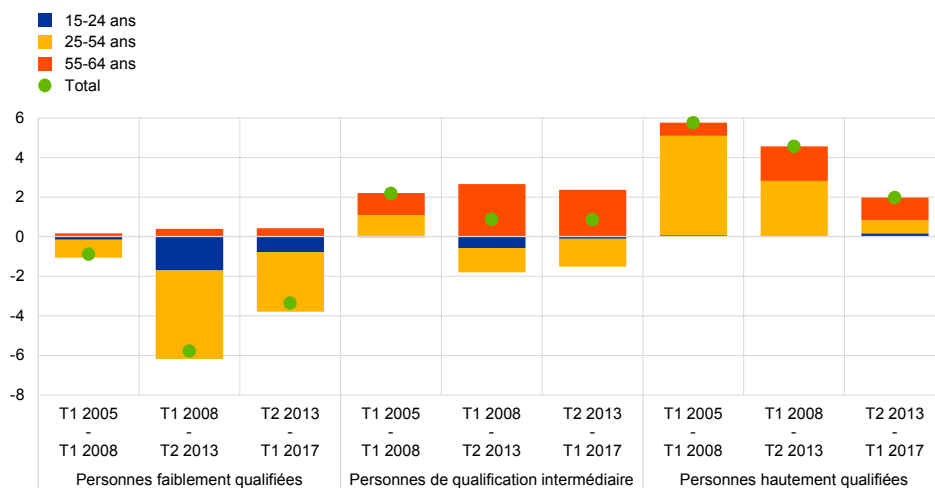
nécessité pour les femmes d'entrer sur le marché du travail aux seules fins de maintenir le revenu familial.

La composition de la population active par compétences change également, ce qui s'explique par des facteurs structurels. Durant la reprise, l'augmentation de l'offre de main-d'œuvre est attribuable essentiellement aux personnes hautement qualifiées. On constate clairement sur le plus long terme une évolution de l'offre de main-d'œuvre vers un nombre croissant de personnes hautement qualifiées, tandis que le nombre de travailleurs ayant suivi uniquement un enseignement primaire, voire moins, a diminué depuis le deuxième trimestre 2013. Le nombre de personnes moyennement qualifiées n'a augmenté que modérément, sous l'effet d'une hausse de l'offre de main-d'œuvre de cette catégorie parmi les tranches d'âge plus élevées et d'une baisse dans la catégorie des 25-54 ans (cf. graphique D). Tous ces changements résultent essentiellement de l'évolution de la composition de la population en fonction du niveau d'instruction.

Graphique D

Composition par âge et par niveau d'instruction de la variation de la population active de la zone euro avant la crise, durant la crise et durant la reprise

(en millions de personnes)



Source : Enquête sur les forces de travail.

Notes : Tranche d'âge des 15-64 ans. Personnes faiblement qualifiées : personnes ayant reçu moins qu'un enseignement primaire, un enseignement primaire, un premier cycle d'enseignement secondaire (niveaux 0-2) ; personnes moyennement qualifiées : deuxième cycle de l'enseignement secondaire et enseignement post-secondaire non supérieur (niveaux 3 et 4) ; personnes hautement qualifiées : études supérieures. Données brutes.

Dans l'ensemble, en dépit d'un ralentissement de son rythme de croissance, l'offre de main-d'œuvre a continué d'augmenter durant la reprise sous l'effet, dans une large mesure, des facteurs structurels existants. L'augmentation du taux d'activité parmi les générations plus âgées est l'unique principal facteur d'explication des hausses récentes, mais le taux d'activité croissant chez les femmes y a également contribué de façon positive. En revanche, la modification de la composition par âge de la population active et le recul du taux d'activité parmi les hommes âgés de 25 à 54 ans et les jeunes ont contribué de façon négative à l'offre de main-d'œuvre. Enfin, l'augmentation de la population active s'explique par la contribution des personnes hautement qualifiées, tandis que l'offre de main-d'œuvre

faiblement qualifiée a diminué. Ces évolutions suivent des tendances de plus long terme, tandis que le cycle conjoncturel a eu un impact moins important sur l'offre de main-d'œuvre. La contribution croissante des tranches d'âge plus élevées, des femmes et des personnes hautement qualifiées à l'offre de main-d'œuvre se reflète également dans la modification de la composition de l'emploi. Dans le même temps, la possibilité existe pour la politique économique d'améliorer l'offre de main-d'œuvre, ce qu'indique également l'hétérogénéité des taux d'activité dans la zone euro. Ces politiques pourraient consister, entre autres, à accroître la flexibilité de la durée du temps de travail, à mettre en place des régimes fiscaux incitant le deuxième revenu du ménage à exercer une activité, des structures d'accueil de qualité et abordables pour les enfants, et des politiques de formation et de reconversion qui répondent aux besoins du marché du travail.

La baisse du chômage d'un point de vue historique

Cet encadré examine les conditions macroéconomiques et structurelles qui ont conduit à des baisses importantes du chômage d'un point de vue historique. L'échantillon examiné couvre tous les pays de l'OCDE sur les trente-cinq dernières années. En comparant les caractéristiques des expériences passées avec celles de la reprise propice à l'emploi actuellement en cours dans la zone euro, il est possible de tirer des enseignements utiles pour analyser les évolutions futures du chômage.

En accord avec la littérature existante, le présent encadré considère que l'on est en présence d'un épisode de baisse importante du chômage lorsque trois conditions sont remplies : (1) le taux de chômage baisse d'au moins 3 points de pourcentage sur une période de trois ans après le pic qu'il avait enregistré ; (2) la diminution du taux de chômage sur une période de trois ans représente au moins 25 % du taux de chômage initial ; (3) au bout de cinq ans, le taux de chômage demeure inférieur à celui enregistré au début de l'épisode ¹⁹.

Lorsque ces trois conditions sont appliquées aux pays de l'Union européenne (UE) et aux autres pays de l'OCDE sur la période 1980-2015, il est possible d'identifier vingt-cinq épisodes au cours desquels des baisses importantes du chômage sont intervenues. En moyenne, pour ces vingt-cinq épisodes, le taux de chômage initial se situait à 13,4 % ; après trois ans, le taux de chômage avait diminué de 4,5 points de pourcentage, représentant 35 % du taux initial ; et au bout de cinq ans, il avait presque diminué de moitié (cf. tableau). Dans les différents pays de la zone euro, la majorité de ces épisodes ont débuté au milieu des années 1990 ²⁰. Dans la première moitié de cette décennie, le taux de chômage a atteint des taux historiquement élevés et l'Europe a connu une croissance sans emploi. La période comprise entre la seconde moitié des années 1990 et le début des années 2000 a été celle où les réformes des marchés du travail et des marchés des biens et services ont été conduites avec la plus forte intensité. L'accélération du rythme des réformes a été déclenchée non seulement par le taux de chômage élevé, mais également, selon toute probabilité, par l'introduction de l'euro et le processus d'intégration à l'UE ²¹.

Actuellement, cinq pays de la zone euro semblent remplir les critères précédemment mentionnés (cf. tableau) ²². Il s'agit de l'Irlande, de l'Espagne, de Chypre, du Portugal et de la Slovaquie. Les autres pays où le chômage est élevé, et enregistre actuellement une baisse, sont la Grèce, l'Italie et la Slovaquie. Toutefois,

¹⁹ Freund (C.) et Rijkers (B.) ont adopté une approche similaire dans « *Episodes of unemployment reduction in rich, middle-income and transition economies* », *Journal of Comparative Economics*, vol. 42(4), décembre 2014, p. 907-923.

²⁰ Les pays de la zone euro ayant connu des épisodes de baisse du chômage à partir du milieu des années 1990 sont l'Irlande (1993-1998), les Pays-Bas (1995-2000), la Finlande (1995-2000) et l'Espagne (1996-2001).

²¹ Cf., par exemple, Dias da Silva (A.), Givone (A.) et Sondermann (D.), « *When do countries implement structural reforms?* », *Working Paper Series*, n° 2078, BCE, juin 2017.

²² Dans la mesure où les épisodes actuels de baisse du chômage ont débuté en 2013, les projections de juin 2017 de la Commission européenne ont été utilisées pour les années 2017 et 2018 afin d'évaluer le respect du troisième critère.

ces pays ne satisfont pas encore aux trois critères. L'Italie et la Slovaquie n'en remplissent aucun, tandis que la Grèce peut être considérée comme un cas limite, dans la mesure où seul le deuxième critère, à savoir une diminution représentant au moins 25 % du taux de chômage initial au bout de trois ans, n'a pas été rempli.

Tableau

Épisodes actuels de baisses importantes du chômage

| | Début de l'épisode | Taux de chômage initial (en pourcentages) | Baisse du taux de chômage au bout de trois ans (en points de pourcentage) | Baisse du taux de chômage au bout de trois ans (en pourcentages) | Baisse du taux de chômage au bout de cinq ans (en points de pourcentage) |
|---------------------------|--------------------|---|---|--|--|
| Moyenne historique | - | 13,4 | 4,5 | 35 % | 6,2 |
| Irlande | 2012 | 14,7 | 5,3 | 36 % | 8,3 |
| <i>Épisode précédent</i> | 1993 | 15,6 | 3,9 | 25 % | 8,1 |
| Espagne | 2013 | 26,1 | 6,5 | 25 % | 10,2 |
| <i>Épisode précédent</i> | 1996 | 19,9 | 6,3 | 32 % | 9,3 |
| Chypre | 2014 | 16,1 | 4,4 | 27 % | 5,5* |
| Portugal | 2013 | 16,4 | 5,2 | 32 % | 7,2 |
| <i>Épisode précédent</i> | 1985 | 9,8 | 3,1 | 32 % | 4,2 |
| Slovaquie | 2013 | 14,2 | 4,5 | 32 % | 6,6 |
| <i>Épisode précédent</i> | 2004 | 18,3 | 7,1 | 39 % | 6,2 |
| Pour mémoire : | | | | | |
| Grèce | 2013 | 27,5 | 3,9 | 14 % | -5,9 |
| Italie | 2014 | 12,7 | 1,2 | 9 % | 1,4* |
| Slovénie | 2013 | 10,1 | 2,1 | 21 % | 3,8 |
| Zone euro | 2013 | 12,0 | 2,1 | 17 % | 3,2 |

Source : Calculs des services de la BCE à partir des données de la Commission européenne.

Notes : * Données jusqu'à quatre ans à partir du début de la baisse du chômage. La moyenne historique fait référence à la moyenne simple des 25 épisodes identifiés dans 41 pays de l'UE et de l'OCDE entre 1980 et 2010.

Les conditions macroéconomiques et structurelles au début des épisodes de recul important du chômage ont été sensiblement différentes de celles où ce recul du chômage ne s'est pas produit. Le graphique A compare les caractéristiques macroéconomiques et structurelles des pays ayant connu les vingt-cinq épisodes de forte baisse du chômage avec celles d'un groupe de pays n'ayant pas connu un tel épisode, alors que dans le dernier groupe, le taux de chômage était au moins aussi élevé que le taux de chômage moyen du premier groupe au début de l'épisode.

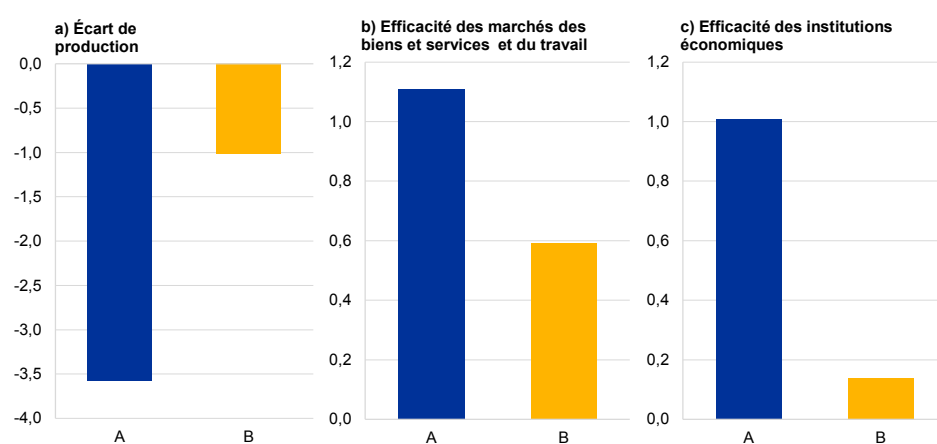
Généralement, un épisode de baisse importante du chômage débute lorsqu'il existe un degré élevé de sous-utilisation des capacités productives. Le graphique A (a) montre que les pays connaissant un épisode de forte baisse du chômage ont un écart de production négatif plus important que les pays dans lesquels le taux de chômage demeure élevé.

Les épisodes de recul important du chômage interviennent en présence de structures et d'institutions plus efficaces. Si l'on compare le groupe qui enregistre une baisse importante du chômage avec celui ne connaissant pas une telle baisse, le second se caractérise par des structures/institutions économiques

nettement plus faibles, cela étant mesuré par l'efficacité du marché des biens et services et l'efficacité globale des institutions économiques (cf. graphique A (b) et (c)). Cela semble indiquer que les épisodes réussis de baisse du chômage interviennent lorsque les conditions structurelles, notamment les réglementations des marchés des biens et services et du travail et la qualité globale des institutions, sont plus saines.

Graphique A

Comparaison entre les caractéristiques macroéconomiques et structurelles des pays présentant un taux de chômage élevé qui ont enregistré un recul important du chômage (A) et celles des pays n'ayant pas enregistré une baisse importante du chômage (B)



Source : Calculs des services de la BCE à partir des données d'Eurostat.

Notes :

A se rapporte aux observations avec un taux de chômage moyen supérieur à 13 %, suivi d'une baisse importante du chômage.

B se rapporte aux observations avec un taux de chômage moyen supérieur à 13 %, non suivi d'une baisse importante du chômage.

Le seuil de 13 % correspond au taux de chômage moyen au début des épisodes de baisses importantes du chômage (cf. tableau).

Les évolutions des principales variables macroéconomiques et structurelles autour des épisodes historiques de recul du chômage peuvent apporter un éclairage supplémentaire sur les tendances de la baisse du chômage.

Le graphique B présente les évolutions du taux de chômage, de la croissance du PIB, de la rémunération par tête et de l'intention de réformer²³ dans les pays qui ont connu des baisses importantes du chômage par rapport à la moyenne de l'échantillon²⁴. Il montre que la rémunération réelle par tête se modère sensiblement avant le début d'un épisode de baisse importante du chômage et n'enregistre

²³ L'intention de réformer est calculée en utilisant la variation des indicateurs de l'OCDE relatifs à la législation de protection de l'emploi (LPE) et à la réglementation dans les industries de réseau, à savoir les secteurs de l'énergie, des transports et des communications (RETC), ainsi qu'une mesure du degré de centralisation des négociations salariales, calculée par le Fraser Institute. Les variations de ces séries sont utilisées comme approximation des réformes des marchés du travail et des biens et services, susceptibles d'avoir un impact sur l'offre et la demande de travail et donc sur le taux de chômage. L'accent est mis sur les réformes relativement importantes, qui se définissent comme les réformes excédant deux fois l'écart type de la variation de l'indicateur sur toutes les observations de chaque série. L'indicateur de l'intention de réformer prend comme valeur 0 si aucune réforme importante n'est mise en œuvre, 1 si une réforme importante est mise en œuvre, 2 si des réformes importantes sont mises en œuvre dans deux domaines et 3 si des réformes importantes sont mises en œuvre simultanément pour les trois domaines.

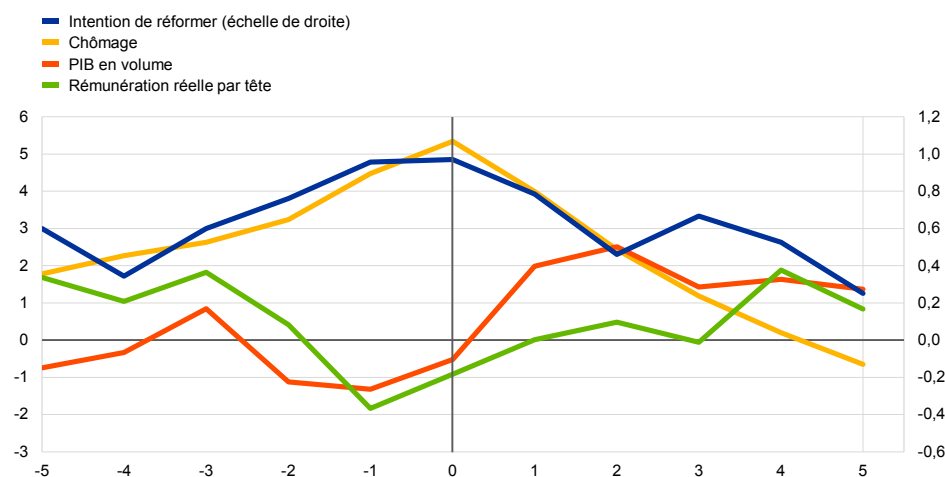
²⁴ Toutes les variables ont été centrées pour tenir compte des chocs et des tendances temporelles.

pratiquement aucune hausse jusqu'à trois ans après le début de l'épisode. La croissance du PIB chute nettement au cours des deux ans précédant l'épisode. Après le début de l'épisode de fort recul du chômage, le PIB augmente sensiblement au cours de la période de cinq ans. Outre le rôle joué par le cycle économique, l'intensification des efforts de réforme est associée à une baisse du taux de chômage par la suite. Cette évolution peut être observée dans le graphique B, le nombre de réformes atteignant un pic avant que l'épisode de baisse du chômage ne débute.

Graphique B

Évolution des variables macroéconomiques et de l'intention de réformer avant et après les épisodes de baisse importante du chômage

(intention de réformer (indice 0-3, centré) ; taux de chômage (en pourcentage de la population active ; centré) ; PIB en volume (variation annuelle en pourcentage, centrée) ; rémunération réelle par tête (variation annuelle en pourcentage, centrée))



Source : Calculs des services de la BCE à partir de données de la Commission européenne et de l'OCDE.

Notes : « 0 » indique le début de l'épisode de baisse du chômage. Chaque variable est centrée à l'aide de la moyenne de l'échantillon des observations chaque année. Le taux de chômage est exprimé en pourcentage de la population active. La croissance du PIB et la rémunération réelle par tête sont exprimées en taux de croissance annuels. L'intention de réformer est mesurée comme un indice compris entre 0 (aucune réforme) et 3 et a été centrée par l'échantillon moyen des observations chaque année. Les données relatives aux variables structurelles ne sont pas disponibles après 2013.

Globalement, les analyses statique et dynamique des épisodes passés présentées précédemment montrent que les facteurs structurels sont des éléments essentiels pour réussir à réduire le chômage.

Les baisses importantes et durables du chômage sont intervenues en présence de conditions conjoncturelles favorables et de politiques salariales responsables, et après des réformes de grande ampleur des marchés des biens et services et du travail.

5 Les besoins de réformes structurelles dans la zone euro : indications tirées d'une enquête réalisée auprès de grandes entreprises

Cet encadré résume les résultats d'une enquête ponctuelle réalisée par la BCE auprès de grandes entreprises de la zone euro concernant les réformes structurelles ²⁵. L'importance des réformes structurelles comme moyen d'accroître le taux de croissance potentielle et de renforcer la résistance de l'économie de la zone euro a déjà été soulignée par les pouvoirs publics et ce, à plusieurs reprises au cours des dernières années ²⁶. Mais, jusqu'à présent, peu de tentatives avaient été faites pour mesurer l'opinion du monde des affaires à ce sujet. L'enquête de la BCE avait trois objectifs : (1) recueillir des informations sur l'incidence des réformes récemment mises en œuvre dans la zone euro et appréhender ces réformes du point de vue des entreprises ; (2) comprendre les obstacles majeurs à la mise en œuvre des réformes perçus par les entreprises ; et (3) recueillir des indications sur les priorités en termes de réformes nécessaires à la poursuite de l'amélioration des marchés du travail et de l'environnement pour les entreprises de la zone euro, ainsi que pour achever le Marché unique européen.

55 grandes entreprises de la zone euro, à savoir des sociétés non financières actives dans un large éventail de secteurs, ont répondu à l'enquête. Les participants comptent généralement parmi les chefs de file de leurs secteurs respectifs. Globalement, ces 55 entreprises représentent environ 1 % de l'emploi total dans la zone euro. En termes de composition sectorielle, 30 participants sont principalement actifs dans le secteur industriel au sens large (y compris la construction), tandis que les 25 autres sont des fournisseurs de services. Les deux tiers environ des entreprises sont essentiellement engagés dans la fourniture de produits et de services aux entreprises, tandis que le tiers restant se compose principalement d'entreprises s'adressant aux consommateurs.

La majorité des entreprises indiquent que les réformes structurelles récentes ont exercé une incidence positive sur leurs activités. Les évaluations positives sont essentiellement liées aux effets des réformes du marché du travail. Les participants relèvent notamment l'incidence des réformes mises en œuvre en 2012 en Espagne ²⁷, qui ont amélioré la flexibilité du marché du travail.

Le rythme des réformes sur la période 2013-2016 (cf. graphique A) est jugé « lent et fragmenté » par plus de 60 % des participants à l'enquête. Un peu plus

²⁵ L'enquête a été envoyée au printemps 2017.

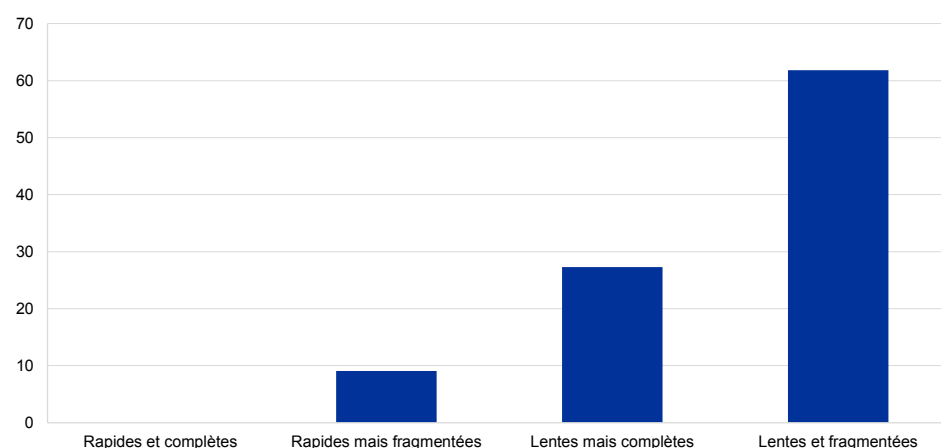
²⁶ Cf. par exemple : Draghi (M.), *Structural Reforms, Inflation and Monetary Policy*, discours introductif au Forum de la BCE sur les activités de banque centrale qui s'est tenu à Sintra le 22 mai 2015 ; Praet (P.), *The euro area economy, monetary policy and structural reforms*, remarques faites lors de la table ronde de l'*Observatory Group*, New York, 18 novembre 2016.

²⁷ Concernant l'Espagne, pour environ un tiers des participants, les réformes adoptées depuis 2008 ont exercé une incidence positive sur l'investissement (en particulier en accroissant la part de l'investissement total alloué à la recherche et au développement et donc en améliorant le soutien à l'innovation). Dans le même temps, plus de 40 % des participants à l'enquête considèrent que les réformes ont été favorables à la croissance de la productivité et près de 40 % qu'elles ont contribué à renforcer la croissance de l'emploi en réduisant les risques (et les coûts) liés à l'embauche et en facilitant l'accroissement de la flexibilité des salaires.

d'un quart des participants, provenant d'un large éventail de secteurs, jugent que la mise en œuvre a été « lente mais complète ». Les entreprises très actives en Espagne, qui tendent à être plus positives sur ce point, constituent une exception notable. Globalement, toutefois, seul un petit nombre d'entreprises (qui opèrent pour l'essentiel dans le secteur des services) considèrent que la mise en œuvre des réformes a été « rapide », tandis qu'aucun participant ne juge les réformes récentes « rapides et complètes ».

Graphique A Rythme des réformes (2013-2016)

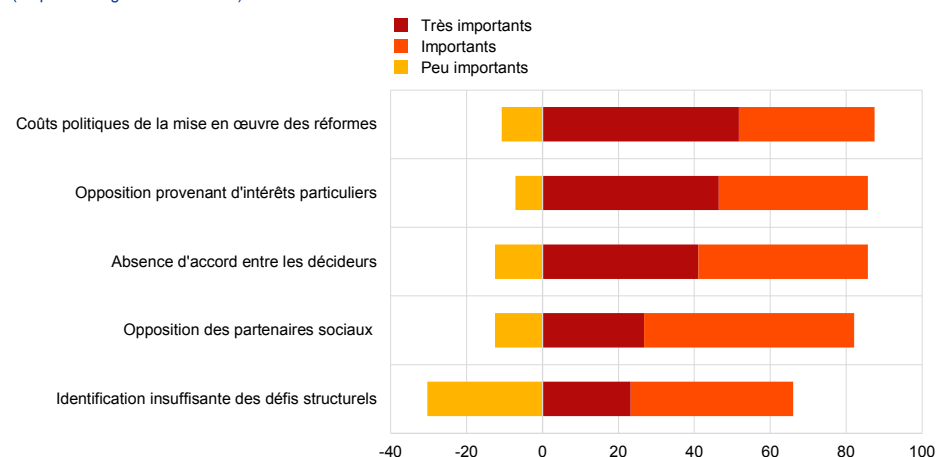
(en pourcentage des déclarants)



Sources : Enquête de la BCE relative aux réformes structurelles et calculs des services de la BCE.
Note : Sur la base des réponses à la question « Comment évalueriez-vous le rythme de mise en œuvre des réformes structurelles dans les pays de la zone euro au cours des trois dernières années ? »

Graphique B Obstacles à la dynamique de la réforme

(en pourcentage des déclarants)



Sources : Enquête de la BCE relative aux réformes structurelles et calculs des services de la BCE.
Note : Sur la base des réponses à la question « À votre avis, quelles sont les obstacles les plus importants à la mise en œuvre de réformes structurelles dans la zone euro ? ». Les pourcentages négatifs se rapportent aux participants déclarant des éléments comme « non importants ».

Les obstacles à la poursuite des efforts de réforme (cf. graphique B) sont principalement attribués aux contraintes politiques et à l'opposition liés à des

intérêts particuliers. Peu de participants à l'enquête estiment que ces efforts ont marqué le pas en raison d'un manque de clarté concernant les besoins en termes de réformes. Au contraire, quelque 85 % des entreprises suggèrent que la mise en œuvre des réformes a principalement été freinée par des considérations d'ordre politique. L'opposition liée à des « intérêts particuliers » et l'absence d'accord entre les décideurs sont également ressortis en bonne place (au moins 40 % des participants à l'enquête les classent comme obstacles « très importants »).

Interrogées sur les besoins de réformes actuels, les entreprises citent systématiquement le marché du travail comme étant le domaine requérant les mesures les plus urgentes, même si d'autres réformes ciblant les marchés de biens et services et l'environnement pour les entreprises au sens large sont également jugées importantes. Ce résultat reflète à la fois le classement systématiquement plus élevé des variables du marché du travail, classées comme « importantes » et « très importantes » en réponse à des questions standard sur les besoins de réforme dans trois domaines différents (l'achèvement du Marché unique européen, l'environnement pour les entreprises au plan national et les marchés du travail des différents pays), et les réponses à une question plus ouverte demandant aux participants à l'enquête de préciser les réformes qui, de leur point de vue, sont « les plus urgentes »²⁸.

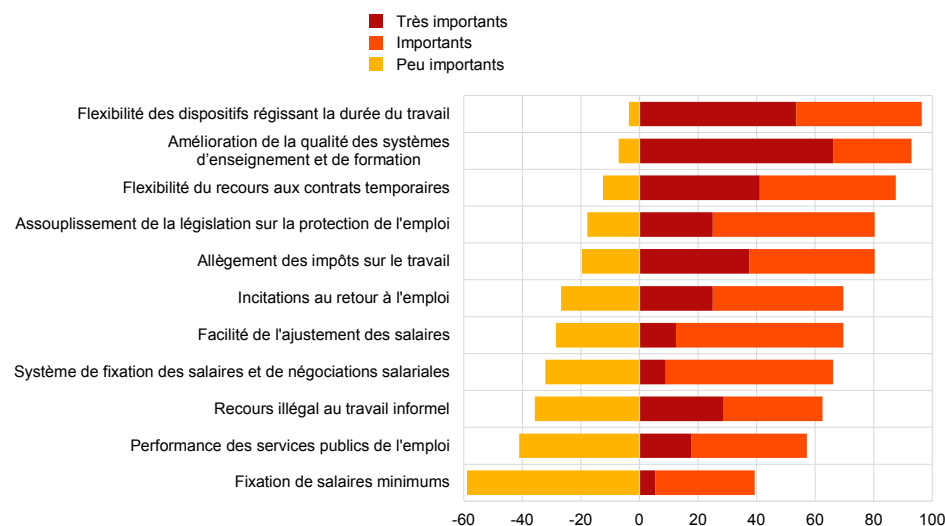
S'agissant du marché du travail (cf. graphique C), les réformes visant à améliorer encore la « flexibilité » de la main-d'œuvre sont jugées comme méritant d'être prioritaires, les efforts soutenant une plus grande flexibilité des dispositifs régissant la durée du travail, une utilisation facilitée des contrats temporaires et une législation relative à la protection de l'emploi moins contraignante représentant trois des quatre priorités pour au moins 80 % des entreprises. De plus, environ 50 % des participants ont suggéré que les réformes visant à améliorer la flexibilité de la main-d'œuvre sont susceptibles d'exercer l'effet individuel le plus prononcé sur l'activité des entreprises, compte tenu de leur importance pour regagner de la compétitivité et parce qu'elles permettraient aux entreprises de mieux réagir à la volatilité croissante de la demande et à l'évolution de la structure de la demande.

²⁸ Les résultats concordent avec ceux d'autres enquêtes de la BCE relatives aux grandes entreprises, comme le reflètent les précédents numéros du *Bulletin économique*. Cf. , en particulier, les encadrés intitulés « Quels sont les facteurs à l'origine du faible niveau d'investissement dans la zone euro ? Les réponses tirées d'une enquête auprès des grandes entreprises de la zone euro » (n° 8, 2015) et « Les structures mondiales de production dans une perspective européenne : indications tirées d'une enquête réalisée auprès des grandes entreprises de la zone euro » (n° 6, 2016).

Graphique C

Besoins de réforme du marché du travail dans la zone euro

(en pourcentage de participants ; réponses classées par note globale)



Sources : Enquête de la BCE relative aux réformes structurelles et calculs des services de la BCE.

Note : Sur la base des réponses à la question « Comment évaluez-vous les besoins en termes de réformes du marché du travail dans les pays de la zone euro dans votre secteur ? ». Les pourcentages négatifs se rapportent aux participants déclarant des éléments comme « non importants ».

De plus, les réformes visant à améliorer la qualité des systèmes d'enseignement et de formation sont mises en avant par plus de 90 % des entreprises. Elles sont jugées particulièrement pertinentes à la lumière de

l'évolution vers des compétences à forte intensité de savoir, de la numérisation et des déficits structurels persistants en termes de compétences techniques pointues. De plus, des efforts supplémentaires pour alléger les impôts et les charges sociales sur le travail sont dans une large mesure vus comme des axes de réforme importants, tandis que de nouvelles réformes des systèmes de négociations salariales et des dispositifs de fixation des salaires (y compris le salaire minimum) sont moins souvent mises en avant.

Concernant les priorités en termes de réformes potentielles visant à améliorer l'environnement pour les entreprises au sens large (cf. graphique D), les efforts consacrés à l'allègement des contraintes administratives sont également soulignés par plus de 90 % des entreprises. De fait, près de 60 %

d'entre elles indiquent que continuer à travailler dans cette direction est « très important »²⁹. Les participants à l'enquête suggèrent que de telles réformes contribueraient probablement à réduire les coûts administratifs des fournisseurs, à redéployer les ressources actuellement employées à respecter les procédures de conformité et à accélérer l'ouverture de nouveaux magasins³⁰. Les contraintes liées

²⁹ Seules les réformes visant à améliorer la qualité des systèmes d'enseignement et de formation ont obtenu un classement plus élevé.

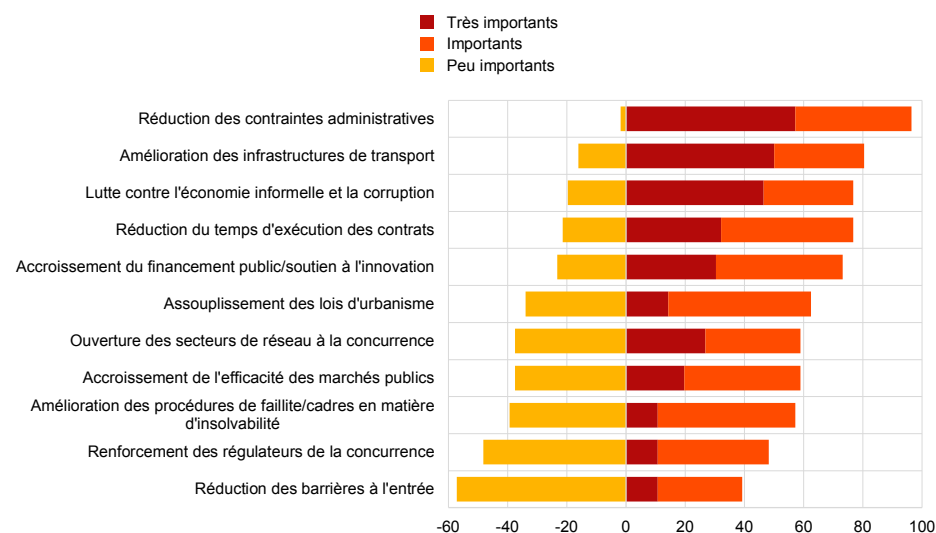
³⁰ Bien qu'il s'agisse d'un point de vue minoritaire, un participant à l'enquête a déclaré que, à son avis, les contraintes administratives s'étaient accrues depuis 2008. Dans le même temps, d'autres participants affirment que le respect de la réglementation et la supervision par les autorités de surveillance pouvaient être entravés par le caractère disproportionné de cette réglementation ainsi que par les exigences de déclaration.

aux réseaux sont également jugées importantes, 80 % des entreprises environ soulignant la nécessité d'améliorer encore les infrastructures de transport ³¹ et 60 % d'entre elles mettant en avant le manque de concurrence dans les secteurs de réseau.

Graphique D

Besoins de réforme de l'environnement pour les entreprises dans la zone euro

(en pourcentage de participants ; réponses classées par note globale)



Sources : Enquête de la BCE relative aux réformes structurelles et calculs des services de la BCE.

Notes : Sur la base des réponses à la question « Comment évaluez-vous les besoins en termes de réformes structurelles relatives à l'environnement pour les entreprises au niveau national dans la zone euro dans votre secteur ? ». Les pourcentages négatifs se rapportent aux participants déclarant des éléments comme « non importants ».

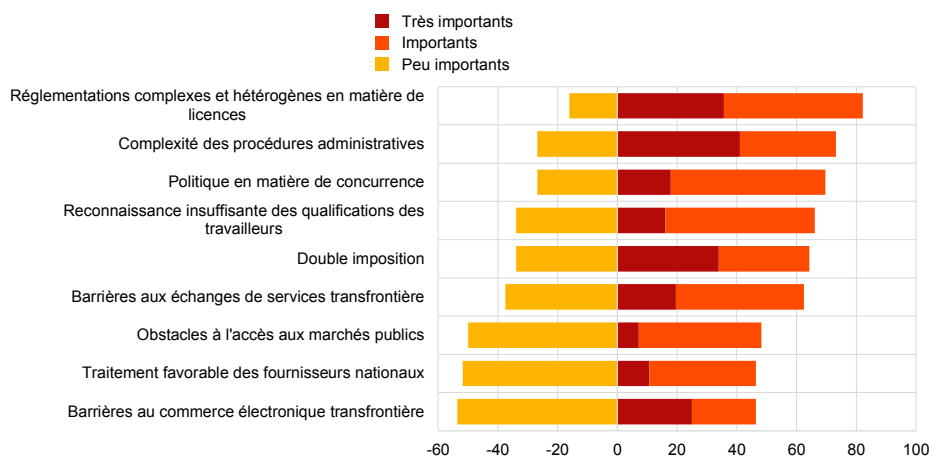
Le besoin de réformes lié à l'achèvement du Marché unique (cf. graphique E) a également été souligné. Environ 80 % des participants voient la nécessité de nouvelles réformes afin de remédier à la complexité et à l'hétérogénéité de la réglementation relative aux licences entre les différents pays de la zone euro et 75 % indiquent que des réformes sont encore nécessaires pour réduire les procédures administratives entravant les efforts des entreprises pour opérer dans d'autres pays de la zone euro. Les entreprises notent que, même aujourd'hui, la conduite d'activités transfrontières au sein du Marché unique est d'une complexité considérable.

³¹ Les entreprises considèrent qu'améliorer les infrastructures de transport contribuerait à réduire les coûts liés à la chaîne d'approvisionnement, à favoriser l'investissement et l'emploi et se traduirait par une hausse du volume d'activité.

Graphique E

Besoins en termes de réformes relatives à l'achèvement du Marché unique

(en pourcentage de participants ; réponses classées par note globale)



Sources : Enquête de la BCE relative aux réformes structurelles et calculs des services de la BCE.

Note : Sur la base des réponses à la question « À votre avis, lesquels de ces besoins en termes de réformes relatives à l'achèvement du Marché unique européen posent des difficultés dans la conduite des activités transfrontière des entreprises de votre secteur dans la zone euro ? » Les pourcentages négatifs se rapportent aux participants déclarant des éléments comme « non importants ».

L'accent a également été mis sur le manque d'harmonisation des politiques fiscales. Plusieurs entreprises ont souligné la nécessité d'harmoniser les politiques fiscales entre les différents pays de l'UE pour l'impôt sur les sociétés, les impôts locaux et les charges sociales. Une « approche européenne » plus harmonisée des prix de transfert acceptable pour l'ensemble des autorités fiscales européennes a également été proposée.

Les résultats de l'enquête de la BCE relative aux réformes structurelles pour 2017 illustrent le large consensus concernant la nécessité de poursuivre la réforme des marchés du travail nationaux, soulignent certains domaines importants dans lesquels des réformes supplémentaires peuvent être mises en œuvre afin d'améliorer l'environnement pour les entreprises au niveau national et révèlent également les domaines dans lesquels les entreprises voient encore la nécessité de fournir des efforts pour soutenir l'harmonisation au sein de l'UE. Les résultats de l'enquête, y compris les conclusions relatives aux principaux obstacles à la mise en œuvre des réformes, semblent souligner la nécessité de mener plus loin les processus de coordination et de contrôle tant nationaux que supranationaux. Compte tenu de la contribution considérable que les réformes structurelles peuvent apporter à la croissance potentielle de l'économie de la zone euro, les réformes à venir doivent faire l'objet d'une attention plus poussée.

6 Le rôle des effets de base dans l'évolution attendue de l'inflation mesurée par l'IPCH

Les effets de base exerceront une forte incidence sur l'évolution projetée de l'inflation totale mesurée par l'IPCH au cours des prochains trimestres. Les projections macroéconomiques de septembre 2017 pour la zone euro établies par les services de la BCE prévoient une trajectoire en V pour l'évolution de l'inflation totale au cours des prochains trimestres, avec un point bas de 0,9 % au premier trimestre 2018 ³². Ce profil d'évolution reflète essentiellement l'impact des effets de base sur les taux annuels de variation des prix de l'énergie et des produits alimentaires non transformés, qui sont les composantes les plus volatiles de la hausse de l'IPCH.

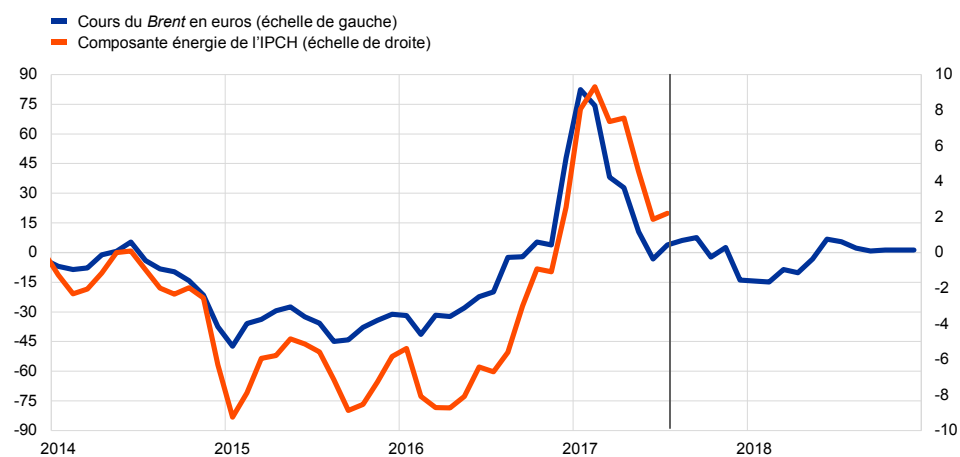
L'inversion de tendance prononcée du taux annuel de variation des prix du pétrole se reflétera sur la hausse des prix de l'énergie à l'horizon d'un an sous l'hypothèse d'un maintien de la trajectoire actuelle des cours des contrats à terme sur le pétrole. Les prix du pétrole ont augmenté de début 2016 à février 2017, mais ils ont ensuite baissé jusqu'à juin 2017. Ces évolutions ont impliqué de fortes hausses du rythme annuel de variation des prix du pétrole, suivies de fortes baisses, ces évolutions se reflétant toutes deux dans celle de la composante énergie de l'IPCH (cf. graphique A). Pour la suite et dans l'hypothèse où les prix du pétrole suivront la trajectoire sans heurts et légèrement ascendante que semblent indiquer les cours des contrats à terme sur le pétrole, les taux annuels de variation des prix du pétrole et de l'énergie refléteront majoritairement les fluctuations passées des prix du pétrole. Le profil d'évolution du taux annuel de croissance des prix du pétrole (et donc de l'énergie) sera ainsi dicté par des effets de base, c'est-à-dire des variations « atypiques » d'un mois sur l'autre de l'indice douze mois auparavant.

³² Cf. l'article intitulé « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2017 » publié le 7 septembre 2017 sur le site internet de la BCE.

Graphique A

Prix du pétrole et prix de l'énergie

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Bloomberg et calculs de la BCE.

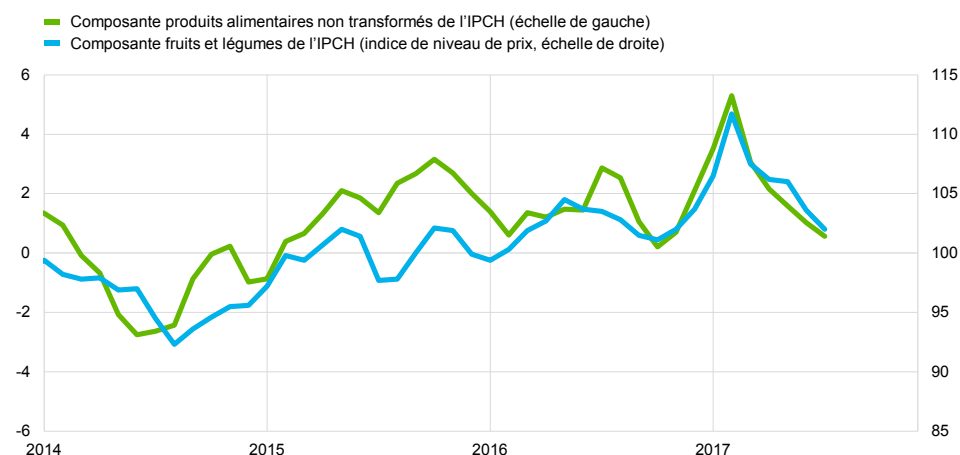
Note : La ligne verticale sépare les taux de variation annuels des prix du pétrole calculés à partir des prix au comptant de ceux calculés à partir des prix des contrats à terme au 14 août 2017, date d'arrêt retenue pour les hypothèses à la base des « projections macroéconomiques de septembre 2017 pour la zone euro établies par les services de la BCE ».

La hausse des prix des produits alimentaires non transformés a également enregistré une forte accélération temporaire au cours des premiers mois de 2017. Cette accélération reflète un impact haussier lié aux conditions météorologiques au début de l'année sur les prix des fruits et légumes, qui représentent 40 % environ de la composante produits alimentaires non transformés (cf. graphique B). Suite à ces fortes variations de prix, le profil d'évolution des prix des produits alimentaires non transformés sera également affecté par des effets de base négatifs, en particulier en février 2018.

Graphique B

Hausse des prix des produits alimentaires non transformés

(variations annuelles en pourcentage, indice : 2015 = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

L'incidence conjuguée des effets de base liés aux composantes énergie et produits alimentaires non transformés de l'IPCH ralentira la hausse de

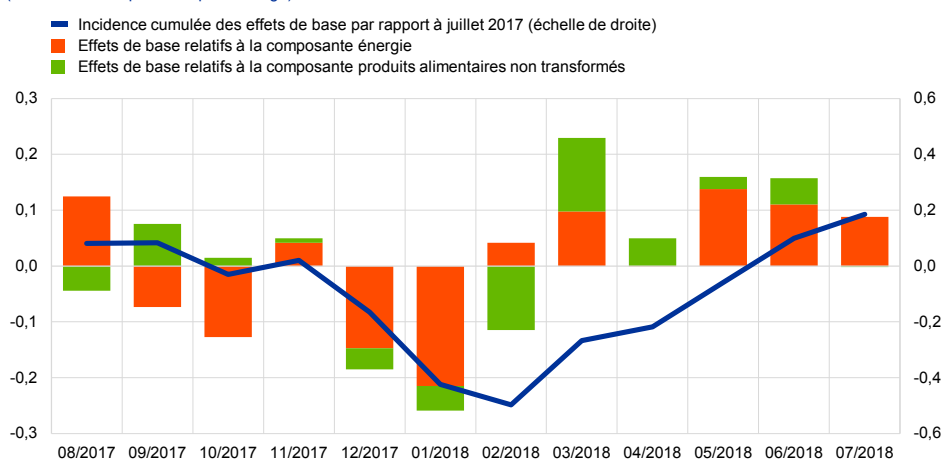
l'inflation totale au premier trimestre 2018 mais l'accélélera au trimestre suivant.

La quantification des effets de base est empreinte d'incertitude dans la mesure où il n'existe pas de façon unique de calculer l'incidence d'une variation mensuelle atypique. Dans les analyses précédemment publiées dans le *Bulletin* de la BCE, cet impact a été calculé en soustrayant la variation effective observée d'un mois sur l'autre du mouvement habituellement observé (c'est-à-dire un effet saisonnier estimé et une « tendance », quantifiée comme la variation moyenne observée d'un mois sur l'autre depuis le milieu des années quatre-vingt-dix)³³. Le graphique C présente la contribution estimée des effets de base liés aux composantes énergie et produits alimentaires non transformés à la variation d'un mois sur l'autre de l'IPCH annuel, qui sera enregistrée pour la suite de 2017 et au premier semestre 2018. D'après les estimations, les effets de base relatifs à la composante énergie seront majoritairement négatifs jusqu'à janvier 2018 et positifs par la suite, tandis que s'agissant des produits alimentaires non transformés ils seront négatifs de décembre 2017 à février 2018 et positifs à partir de mars 2018. L'incidence cumulée de ces effets de base sur la hausse de l'IPCH total est toujours présentée par rapport à un mois de référence spécifique. Par exemple, par rapport au taux annuel de l'inflation totale en juillet 2017, l'incidence cumulée négative de ces effets de base sur la hausse de l'IPCH total représentera 0,5 point de pourcentage en février 2018. Toutefois, comme les effets de base seront positifs au cours des mois suivants, l'incidence cumulée sur la hausse de l'IPCH total changera de signe et représentera approximativement plus 0,2 point de pourcentage en juillet 2018 (cf. graphique C).

Graphique C

Contribution des effets de base liés à l'énergie et aux produits alimentaires non transformés à l'évolution de l'inflation mesurée par l'IPCH

(contributions en points de pourcentage)



Source : Calculs de la BCE.

Si le profil d'évolution futur de l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH va bien être affecté par des effets de base, il pourrait également être fortement

³³ Cf., par exemple, l'encadré intitulé « Effets de base liés aux composantes volatiles de l'IPCH et leur incidence sur la hausse de l'IPCH en 2014 », *Bulletin mensuel*, BCE, février 2014.

influencé par des évolutions non anticipées des prix. Lors de l'évaluation de l'incidence des effets de base sur les résultats probables pour les composantes énergie et produits alimentaires non transformés et la hausse de l'IPCH total au cours de la période à venir, il convient de garder à l'esprit que les taux d'inflation futurs, en rythme annuel, dépendront bien sûr également des variations effectives observées d'un mois sur l'autre des prix de l'énergie et des produits alimentaires non transformés sur la période considérée.

La base monétaire, la monnaie au sens large et l'APP

La forte expansion de la base monétaire induite par le programme d'achats d'actifs (APP) a fait l'objet d'une attention croissante de la part du public. Le présent encadré fournit un aperçu des évolutions récentes de la base monétaire ³⁴ et examine dans quelle mesure elles ont eu des répercussions sur la monnaie au sens large ³⁵.

Au cours de la période précédant la crise, les évolutions de la base monétaire ont largement reflété celles des billets et pièces en circulation et des réserves de banque centrale obligatoires (cf. graphique A). Lorsque les marchés interbancaires fonctionnent normalement, l'Eurosystème fournit les réserves de banque centrale en euros dont les banques ont globalement besoin et qu'elles se prêtent ensuite entre elles, assurant ainsi leur redistribution en tant que de besoin au sein du système bancaire. L'Eurosystème répond ainsi de manière efficace à la demande globale de réserves de banque centrale avec des niveaux très limités d'excédent de réserves. Au cours de la période précédant la crise, les évolutions de la base monétaire dans la zone euro ont donc été dans une large mesure le reflet des évolutions des billets et pièces en circulation et des réserves de banque centrale obligatoires.

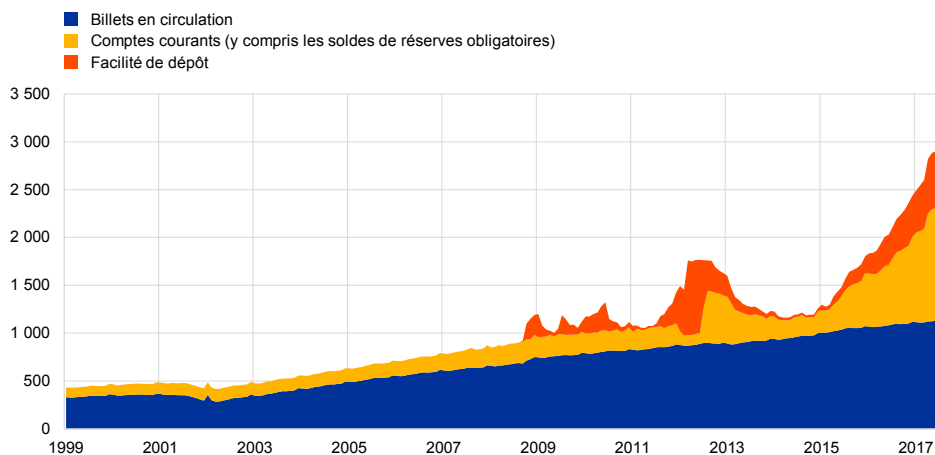
³⁴ La base monétaire est constituée des billets et pièces en circulation, des dépôts que les établissements de crédit sont tenus de conserver dans leurs comptes courants auprès de l'Eurosystème afin de remplir leurs obligations en matière de constitution de réserves (réserves de banque centrale obligatoires) et des dépôts hautement liquides et supérieurs au niveau des réserves de banque centrale obligatoires que les établissements de crédit détiennent auprès de l'Eurosystème (excédent de réserves de banque centrale et recours à la facilité de dépôt).

³⁵ La monnaie au sens large (M3) est constituée des engagements très liquides des IFM de la zone euro détenus par le secteur détenteur de monnaie (c'est-à-dire les non-IFM résidentes de la zone euro, à l'exception de l'administration centrale) : billets et pièces en circulation, dépôts à vue, dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans, dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois, accords de pension, parts de fonds d'investissement monétaires et titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans émis par les IFM. Du point de vue de l'analyse monétaire, la monnaie au sens large est une notion importante car elle est associée aux ressources totales dans l'économie qui sont disponibles pour l'acquisition de biens, de services et d'actifs non monétaires ainsi que pour les dépenses d'investissement.

Graphique A

Base monétaire

(stocks en milliards d'euros)



Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à août 2017.

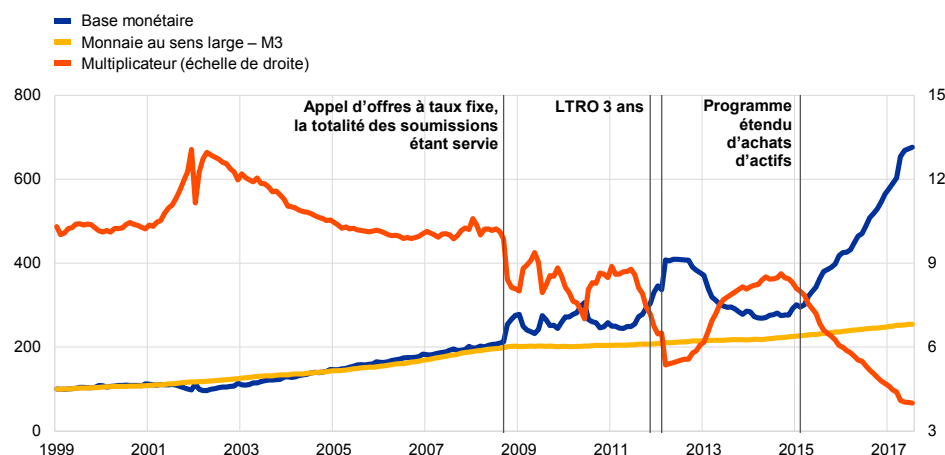
Avant la crise financière, les évolutions de la base monétaire et de la monnaie au sens large suivaient des tendances similaires (cf. graphique B).

L'augmentation de la base monétaire dans la zone euro reflétait celle de l'agrégat monétaire large : l'apport de réserves de banque centrale était à cette époque lié à la demande, c'est-à-dire déterminé par les billets et pièces en circulation et par l'évolution des réserves obligatoires des banques, eux-mêmes dépendants de l'évolution des engagements à court terme des banques (dépôts et titres de créance d'une durée résiduelle inférieure ou égale à deux ans). Par conséquent, le multiplicateur monétaire (rapport entre la monnaie au sens large et la base monétaire) est demeuré assez stable.

Graphique B

Base monétaire et multiplicateur monétaire

(échelle de gauche : indice : 1999=100 ; échelle de droite : multiplicateur monétaire)



Source : BCE.

Notes : Le multiplicateur monétaire est le rapport entre la monnaie au sens large et la base monétaire. La dernière observation se rapporte à juillet 2017.

Depuis la crise financière, ce sont les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème qui déterminent de plus en plus les évolutions de la base monétaire.

En liaison avec la réaction de toutes les grandes banques centrales à la crise financière, le volume des opérations de politique monétaire menées par l'Eurosystème a fortement augmenté à partir de 2007 et en particulier après septembre 2008. Dans un contexte de dysfonctionnement des marchés monétaires et d'insuffisance de liquidité dans les bilans bancaires, l'Eurosystème a fourni de manière élastique à chaque contrepartie des réserves de banque centrale, à un niveau bien supérieur à la demande globale du système bancaire et ce, par le biais d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. De plus, en 2009, le premier programme d'achats fermes d'obligations sécurisées (CBPP1) a été introduit. La hausse de l'excédent de liquidité de banque centrale qui en a résulté s'est traduite par un fort accroissement de la base monétaire (cf. graphique A). Le volume des opérations de politique monétaire a encore nettement augmenté au second semestre 2011, principalement sous l'effet des deux opérations de refinancement à plus long terme (VLTRO) d'une durée de trois ans conduites en décembre 2011 et en février 2012 et, dans une moindre mesure, des achats fermes de titres effectués dans le cadre du CBPP2. À la suite de ces opérations, l'excédent de réserves et, donc, la base monétaire ont connu une nouvelle hausse significative.

Depuis l'introduction des mesures non conventionnelles, l'agrégat monétaire large a cessé de refléter étroitement les évolutions de la base monétaire.

Depuis 2008, on observe un découplage des tendances de la base monétaire et de la monnaie au sens large, l'expansion de la base monétaire due aux mesures non conventionnelles n'ayant pas connu de tendance haussière analogue à celle des avoirs monétaires détenus en dehors du système bancaire. Dans le contexte de fragmentation financière considérable, d'incertitude économique et de faible demande de crédit, il n'est pas surprenant que l'augmentation des réserves de banque centrale détenues par les banques, souvent à titre d'assurance en liquidité, ne se soit pas mécaniquement traduite par une augmentation de l'offre de crédit au secteur privé non financier, et donc de l'agrégat monétaire large, dont les niveaux sont restés modérés³⁶. Dans le même temps, l'expansion de la base monétaire a été essentielle pour empêcher les ventes d'actifs précipitées et un resserrement du crédit susceptible d'avoir de graves conséquences pour l'économie réelle. Compte tenu de la faiblesse du lien entre base monétaire et monnaie au sens large, le multiplicateur monétaire s'est inscrit en baisse du début de la crise financière jusqu'à fin 2012.

En 2013, la préférence des banques pour la liquidité de banque centrale a diminué et la base monétaire est revenue à des niveaux conformes à la

³⁶ En fin de compte, le solde global de l'agrégat monétaire large au sein de l'économie est déterminé par de nombreux autres facteurs, notamment l'activité économique et l'activité de prêt bancaire, la préférence des banques pour l'autofinancement via les dépôts des particuliers ou l'émission de titres de créance, et le pourcentage de cessions effectives de titres par les banques résidentes ou par le secteur non-résident. En outre, la croissance du crédit bancaire dépend d'un ensemble de facteurs qui déterminent la demande de crédit ainsi que d'autres facteurs liés à l'offre de crédit. Les facteurs liés à la demande ont trait notamment à la dette cumulée, aux coûts d'emprunt et aux perspectives en matière de revenu. Les facteurs liés à l'offre de crédit sont le rendement corrigé du risque des prêts, le niveau des fonds propres de la banque, son attitude à l'égard du risque, le coût du financement et le risque de liquidité.

tendance d'avant la crise. L'atténuation de la fragmentation financière et l'amélioration des conditions de financement sur les marchés financiers de la zone euro à compter de mi-2012 ont réduit l'incitation pour les banques à maintenir des niveaux élevés de liquidité. Ainsi, en 2013, les banques ont utilisé la possibilité offerte par la BCE d'un remboursement anticipé volontaire des VLTRO, ce qui a entraîné un retour de la base monétaire à des niveaux plus proches de ceux obtenus par extrapolation de la tendance d'avant la crise. La diminution de la base monétaire, associée à la non-décroissance de la monnaie au sens large favorisée par un redressement des actifs monétaires, a entraîné une hausse du multiplicateur monétaire.

L'APP étendu a marqué le début d'une nouvelle phase d'accroissements, induits par l'offre, du volume de la base monétaire. L'annonce de l'APP a représenté un changement de régime contrastant nettement avec les pratiques antérieures, qui consistaient pour les banques à formuler une demande de liquidité de banque centrale, à laquelle la banque centrale répondait de manière élastique. Dans le cadre de l'APP, l'Eurosystème fournit des réserves de banque centrale lorsqu'il fait l'acquisition d'actifs. Comme les établissements de crédit sont généralement les seules entités, à l'exception de l'administration centrale, qui détiennent des comptes de dépôt auprès de la banque centrale, les achats sont toujours réglés par leur intermédiaire, indépendamment de l'identité du vendeur final. Par conséquent, les achats réalisés dans le cadre de l'APP ont entraîné une hausse mécanique, directe de la base monétaire.

L'APP a été un facteur important à l'origine du développement soutenu de la monnaie au sens large observé depuis 2015, ses effets indirects jouant un rôle important ³⁷. Jusqu'à présent, les non-résidents et les banques ont été les principaux vendeurs d'obligations d'État dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (principal programme d'achats de l'APP), tandis que les cessions réalisées par le secteur domestique détenteur de monnaie ont été modérées, ce qui implique un impact direct limité de l'APP sur la monnaie au sens large ³⁸. Les effets de l'APP sur l'agrégat monétaire large se sont matérialisés en grande partie de façon indirecte. Premièrement, les effets indirects de l'APP résultent de rééquilibrages des portefeuilles, auxquels le programme est censé donner lieu. En outre, les banques ont augmenté leurs prêts aux entreprises et aux ménages de la zone euro, ce qui a entraîné une hausse des dépôts détenus par le secteur détenteur de monnaie de la zone. Certaines banques ont également utilisé

³⁷ La récente expansion de l'agrégat monétaire large résulte également des autres mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE, telles que les taux d'intérêt négatifs, qui ont contribué à ramener les coûts d'opportunité de la détention d'instruments monétaires à des niveaux historiquement bas, et les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO), qui ont constitué une alternative valable au financement de marché à long terme. Les TLTRO ont également contribué aux évolutions récentes de la monnaie au sens large en incitant les banques à accroître leur activité de prêt aux entreprises et aux ménages.

³⁸ Les effets directs de l'APP sur la monnaie au sens large apparaissent uniquement lorsque les achats sont réalisés auprès du secteur détenteur de monnaie de la zone euro. Pour de plus amples informations, cf. l'article intitulé « La transmission des récentes mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2015. Pour plus de détails concernant les achats par secteurs dans le cadre du PSPP, cf. l'encadré intitulé « Quels sont les secteurs qui ont vendu les titres du secteur public acquis par l'Eurosystème ? », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2017.

la liquidité accrue à leur disposition pour rembourser leurs engagements plus coûteux. D'autres effets indirects de l'APP sur la monnaie au sens large se sont matérialisés *via* un large éventail de canaux par lesquels l'APP a influé sur les marchés financiers et sur l'activité économique. En effet, l'APP s'est traduit par un assouplissement large des conditions de financement et par des effets de richesse favorables, qui ont apporté un soutien primordial au redressement de l'activité de prêt et à la croissance économique. Le multiplicateur monétaire diminue depuis le début de l'APP, reflétant mécaniquement un impact positif du programme proportionnellement plus important sur la base monétaire que sur la monnaie au sens large. Tandis que la base monétaire est en relation directe avec les achats, la monnaie au sens large subit essentiellement des effets indirects complexes, comme cela a été évoqué précédemment.

Article

1 Modélisation de la qualité des billets en euros

Les banques centrales sont garantes de la qualité des billets. En 2016, les banques centrales nationales (BCN) de la zone euro ont vérifié la qualité et l'authenticité de 32,3 milliards de billets en euros sur leurs machines à grande vitesse. Les professionnels appelés à manipuler des espèces³⁹ en ont traité un nombre similaire. Les professionnels manipulant des espèces distribuent des billets de bonne qualité à leur clientèle et retournent ceux de qualité médiocre (billets non valides) et les stocks excédentaires aux BCN. Ces dernières détruisent tous les billets en mauvais état après une dernière vérification de leur authenticité. En 2016, les BCN ont remplacé 5,4 milliards de billets en mauvais état (quelque 27 % des billets en circulation) par des billets neufs. La consommation de billets et la qualité des billets en circulation varient d'un pays à l'autre. Par conséquent, la BCE a développé un modèle informatisé afin de mieux comprendre les différences entre les circuits de traitement des espèces dans la zone euro. Le modèle simule un circuit de traitement à l'aide d'une approche théorique fondée sur des chiffres clés. Les simulations répertorient la résistance des billets aux salissures et aux défauts, la fréquence à laquelle les billets sont retournés à la BCN et le seuil des capteurs des BCN comme les trois principaux déterminants de la qualité des billets et des coûts liés au circuit de traitement des espèces.

1 Introduction

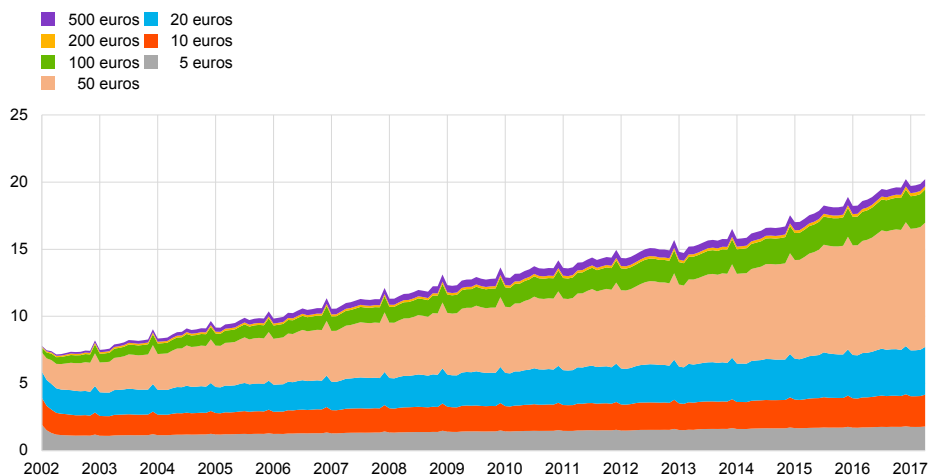
Fin décembre 2016, il y avait 20,2 milliards de billets en euros en circulation, pour une valeur nominale de 1 120 milliards d'euros. Par rapport à fin 2015, cela représente une hausse de 7,0 % en volume et 3,9 % en valeur. Ces chiffres sont en adéquation avec la hausse annuelle moyenne enregistrée au cours des cinq dernières années, de 7,8 % en volume et de 6,1 % en valeur (cf. graphique 1). La circulation des billets en euros augmente lorsque les BCN émettent des billets ; elle diminue lorsque les BCN reçoivent des billets, généralement de qualité médiocre ou correspondant à des stocks excédentaires, de la part des professionnels manipulant des espèces.

³⁹ Les professionnels appelés à manipuler des espèces sont les institutions et les agents économiques visés à l'article 6, paragraphe 1, du règlement (CE) n° 1338/2001 définissant des mesures nécessaires à la protection de l'euro contre le faux monnayage (« Les établissements de crédit et, dans la limite de leur activité de paiement, les autres prestataires de services de paiement, ainsi que tout autre agent économique participant au traitement et à la délivrance au public des billets et des pièces [...] »). Dans le présent article toutes les parties autres que les BCN effectuant le traitement des billets en vue de leur remise en circulation sont regroupées sous la terminologie de professionnels manipulant des espèces.

Graphique 1

Nombre cumulé de billets en euros en circulation

(axe des ordonnées : nombre de billets en euros en milliards)



Source : Système d'information sur les données fiduciaires 2 de l'Eurosystème.

Note : Les volumes se rapportant aux billets de 5 euros et de 50 euros sont la somme des billets de la première série et de la série Europe.

L'Eurosystème est tenu de garantir la confiance du public dans les billets en euros en préservant la qualité de la circulation fiduciaire.

Des billets de qualité médiocre risqueraient d'être rejetés par les distributeurs automatiques, et il serait également moins facile pour le public et pour les détaillants de déceler les contrefaçons. Deux facteurs essentiellement sont garants du maintien de la qualité. Le premier est la fourniture de billets résistants : la durée de vie des billets de 5 euros et 10 euros de la série Europe a été améliorée en appliquant une couche supplémentaire de vernis protecteur. Le deuxième est l'implication des BCN dans le circuit de traitement des billets, lorsqu'elles remplacent les billets détectés comme salis et présentant des défauts lors de leur traitement sur machine. Toutefois, la qualité des billets en circulation dépend également de divers autres facteurs. Par exemple, si un trop petit nombre de DAB distribuent des billets de 5 euros, ces billets resteront plus longtemps en circulation active pour compenser leur relative rareté en tant que coupure permettant de rendre la monnaie. Les détaillants les conserveront en vue de les utiliser au lieu de les retourner à la BCN, qui se verra ainsi dans l'impossibilité de retirer tout billet sali de la circulation.

Depuis 2011, les professionnels manipulant des espèces sont en mesure de distribuer (remettre en circulation) des billets usagés, sous réserve de respecter les règles définies dans la décision BCE/2010/14 relative à la vérification de l'authenticité et de la qualité ainsi qu'à la remise en circulation des billets en euros (le « cadre relatif au recyclage »)⁴⁰. Plus précisément, tout billet en euros remis en circulation doit avoir été traité sur des trieuses de billets qui ont été testées par l'Eurosystème et dont la liste figure sur le site internet de la BCE. En outre, les professionnels manipulant des espèces sont tenus de déclarer tous les

⁴⁰ Dans certains pays de la zone euro la remise en circulation des billets n'était pas autorisée avant, dans d'autres, la remise en circulation était réalisée dans le cadre d'accords bilatéraux entre les professionnels manipulant des espèces et la BCN.

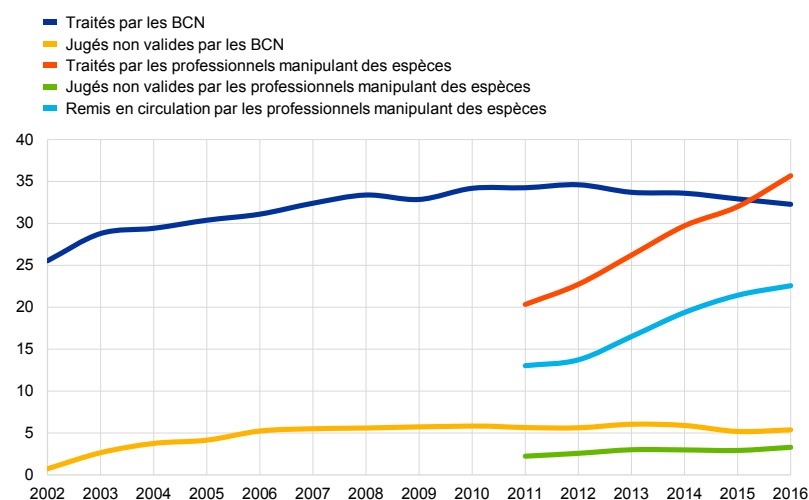
six mois le nombre et le type de machines qu'ils utilisent, ainsi que le volume de billets traités, remis en circulation et classés comme non valides. Le cadre relatif au recyclage a été rapidement adopté par les professionnels manipulant des espèces. Depuis la première déclaration relative aux machines utilisées en vertu du cadre relatif au recyclage, le nombre d'automates de traitement des billets conformes en service a presque doublé (de 78 000 environ en 2012⁴¹ à plus de 147 000 fin 2016). Remettre les billets en bon état en circulation au lieu de les retourner à une BCN permet aux professionnels manipulant des espèces d'économiser des coûts élevés de transport et de manipulation.

En 2016, le nombre de billets traités par les professionnels manipulant des espèces (35,7 milliards) a dépassé pour la première fois le volume de tri des BCN (32,3 milliards), indiquant, au niveau de la zone euro, un glissement dans la participation opérationnelle au circuit de traitement des billets, les BCN faisant place aux professionnels manipulant des espèces (cf. graphique 2). Sur le nombre total de billets traités par ces derniers, environ deux tiers (22,6 milliards) ont passé avec succès les contrôles et été remis en circulation, le reliquat étant retourné aux BCN. Seuls 2,3 milliards des billets retournés étaient en mauvais état et ne respectaient pas la norme de qualité minimale stipulée dans le cadre relatif au recyclage. Le reliquat correspondait à des billets excédentaires en bon état.

Graphique 2

Nombre de billets traités/remis en circulation par les BCN et les professionnels manipulant des espèces

(axe des ordonnées : nombre de billets en euros en milliards)



Source : Système d'information sur les données fiduciaires 2 de l'Eurosystème.

S'agissant de la qualité des billets en euros en circulation dans les différents pays de la zone euro, on considère intuitivement qu'un niveau plus élevé de destruction des billets de qualité médiocre – et leur remplacement par des billets neufs – devrait se traduire par une amélioration de la qualité. Toutefois,

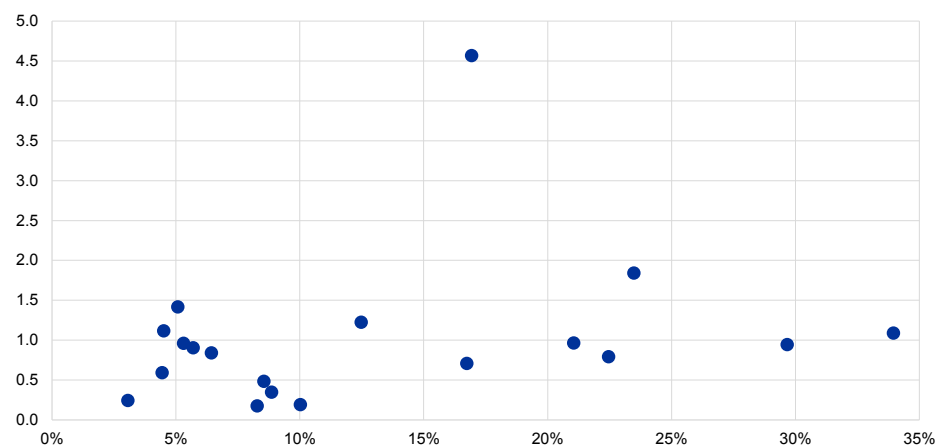
⁴¹ Le cadre relatif au recyclage est entré en vigueur le 1^{er} janvier 2011, avec une période de transition d'un an pour les déclarations statistiques.

lorsqu'on compare la qualité des billets en circulation des pays au taux de destruction de billets par habitant, cela n'est pas manifeste (cf. graphique 3). Le graphique fait apparaître un tableau contrasté, la plupart des pays ayant un faible taux de destruction correspondant à approximativement un billet par personne et par an, mais avec d'importantes valeurs extrêmes. Certains pays ont une circulation de faible qualité malgré un taux de destruction élevé ; d'autres ont une circulation de très bonne qualité bien qu'ils détruisent moins de la moitié des quantités détruites en moyenne dans la zone euro. Cela indique que les différences dans les circuits de traitement des espèces au niveau national jouent un rôle important. Ces influences nationales spécifiques ne sont pas encore suffisamment comprises.

Graphique 3

Qualité des billets de 5 euros en circulation par opposition aux destructions de billets dans les pays de la zone euro

(axe des abscisses : billets jugés non valides en pourcentage des billets en circulation ; axe des ordonnées : destruction de billets par habitant de mai 2014 à avril 2015)



Sources : Enquête 2015 de l'Eurosystème relative à la qualité des billets, Système d'information sur les données fiduciaires 2 de l'Eurosystème, chiffres de population d'Eurostat (pour les pays de plus petite taille une correction liée au tourisme et aux migrations a été introduite en utilisant des sources de données statistiques nationales).

Notes : Une donnée par pays de la zone euro. Pourcentage de billets jugés non valides dans un échantillon représentatif des billets en circulation d'un pays par opposition aux billets détruits par an et par habitant pour les billets de 5 euros de la série Europe. Cf. section 2.4 pour une explication des modalités selon lesquelles un échantillon représentatif des billets qui circulent dans un pays a été constitué. L'échantillonnage pour l'enquête 2015 relative à la qualité des billets a été réalisé sur la période allant de mars à mai 2015. La destruction de billets correspond au total sur la période allant de mai 2014 à avril 2015.

La BCE a développé un modèle informatisé qui reprend tous les grands paramètres dont on sait qu'ils affectent le circuit de traitement des espèces, et qui est applicable tant au niveau national qu'au niveau agrégé de la zone euro.

Le modèle est conçu pour fournir une meilleure compréhension des différents circuits de traitement des espèces des pays de la zone euro et des facteurs qui influencent la consommation de billets et la qualité des billets⁴². La section 2 du présent article examine les principaux acteurs intervenant dans un circuit de traitement des espèces et les paramètres clés qui influencent la qualité des billets. La section 3 décrit le modèle. La section 4 présente les résultats obtenus en

⁴² Le modèle sera disponible en téléchargement sur le site internet de la BCE et peut également être appliqué à des circuits de traitement des espèces hors zone euro. La simulation des circuits de traitement locaux est également importante pour d'autres (grands) pays où différentes régions présentent de manière analogue un tableau contrasté.

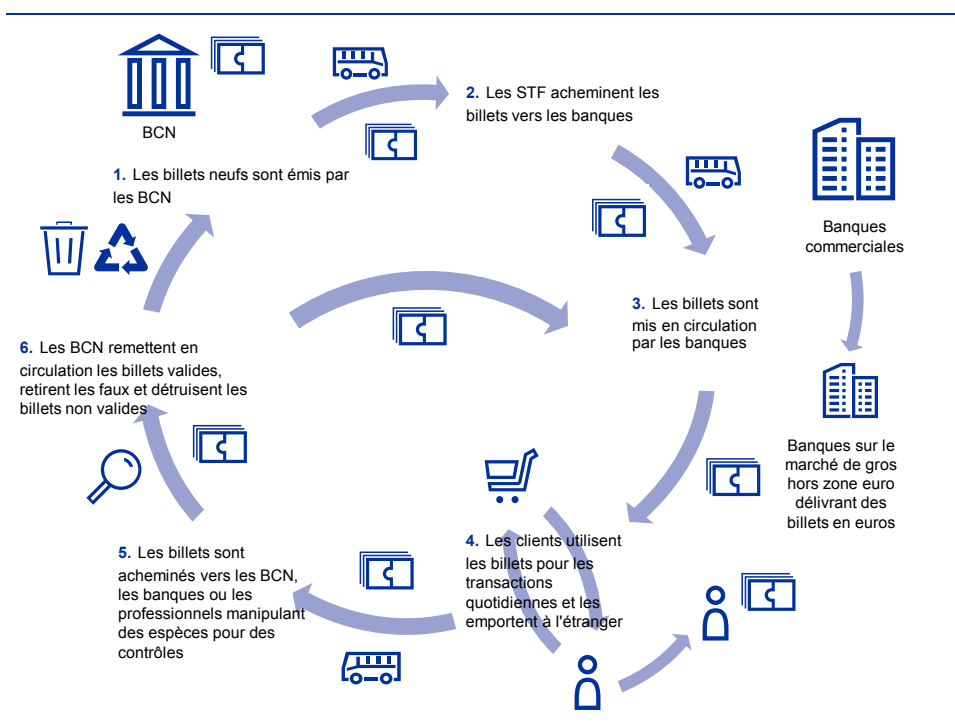
appliquant le modèle à deux circuits nationaux théoriques de traitement des espèces.

2 Le cycle de vie d'un billet

2.1 Panorama des acteurs

Le circuit de traitement des espèces comporte plusieurs processus et acteurs interagissant entre eux. L'aperçu d'un circuit caractéristique de traitement des espèces dans la zone euro est présenté dans la figure 1. Les BCN mettent en circulation les billets en euros (imprimés par de multiples imprimeries accréditées). De là, ils sont pris en charge par les professionnels manipulant des espèces, recourant habituellement à des sociétés de transport de fonds (STF), qui alimentent les banques commerciales ou les commerçants, ou directement les DAB. Le public reçoit des billets principalement aux DAB ou sous forme de rendu de monnaie chez les commerçants, et dans une moindre mesure au guichet des banques. L'excédent de billets des commerçants est déposé dans une succursale bancaire ou pris en charge par les sociétés de transport de fonds. Il est ensuite retourné à la BCN pour des contrôles de qualité et d'authenticité ou remis en circulation par un professionnel manipulant des espèces. Selon la coupure et le pays, un billet peut être traité et remis en circulation de nombreuses fois avant de devenir non valide et que le tri le destine à la destruction.

Figure 1
Le cycle de vie d'un billet



Les billets en euros sont également exportés et importés hors zone euro à la fois par des professionnels manipulant des espèces spécialisés (par exemple les banques opérant sur le marché de gros des billets qui alimentent les bureaux de change) et par le public, pour les besoins du tourisme et du commerce. Le montant net cumulé des exportations hors zone euro sous la forme d'expédition en vrac de billets en euros par les banques opérant sur le marché de gros s'élevait à 172,8 milliards d'euros fin 2016. Comme il y a également d'importants flux non enregistrés, d'autres sources ⁴³ estiment que plus de 30 % des billets en euros mis en circulation en Allemagne par coupure circulent à l'extérieur de la zone euro. Les estimations d'une ventilation par coupure ne sont pas encore disponibles.

Ces entrées et sorties depuis/en dehors de la zone euro, ou entre différents pays de la zone euro, ont un fort impact sur les circuits nationaux de traitement des espèces. Certains pays de la zone euro enregistrent une émission nette négative sur certaines coupures, c'est-à-dire qu'une BCN reçoit plus de billets des professionnels manipulant des espèces qu'elle n'en met en circulation. Cela se produit lorsque les billets migrent de l'étranger vers un pays donné, depuis un autre pays de la zone euro ou depuis des régions situées à l'extérieur de la zone euro. Le passage des billets d'un pays à l'autre est dû essentiellement au tourisme et aux déplacements transfrontaliers. Pour contrebalancer ces flux « naturels », l'Eurosystème transporte régulièrement des volumes importants de billets en euros au-delà des frontières et ce, afin de garantir que les pays enregistrant une émission nette positive soient en mesure de satisfaire la demande de billets à n'importe quel moment.

Si le circuit général de traitement des espèces se vérifie pour toutes les BCN, la part traitée par les BCN et les professionnels manipulant des espèces et leurs rôles respectifs varient considérablement selon les pays. Cela est dû à des spécificités nationales. En 2016, le ratio agrégé du traitement réalisé par les professionnels manipulant des espèces rapporté au traitement effectué par les BCN était proche de 1,1 (cf. graphique 2), mais les chiffres au niveau national vont de 0 (autrement dit aucune remise en circulation par les professionnels manipulant des espèces) à des professionnels traitant au-delà de cinq fois le volume de billets des BCN.

2.2 La qualité des billets jugée par les hommes et les machines

Au cours de leur vie, les billets se détériorent et leur qualité, c'est-à-dire leur état, se dégrade. La qualité d'un billet se définit par son niveau de salissure et le fait qu'il présente ou non des défauts. La recherche récente sur le vieillissement des billets a identifié les salissures comme l'une des principales raisons pour lesquelles les billets deviennent non valides. Les salissures

⁴³ Cf. *The international role of the euro, Interim report*, BCE, juin 2016 ou Bartzsch (N.), Rösl (G.) et Seitz (F.), « *Foreign demand for euro banknotes issued in Germany: estimation using indirect approaches* », *Discussion Paper*, Series 1, n° 21, Deutsche Bundesbank, 2011.

correspondent essentiellement à du sébum humain (une substance grasse produite par les glandes de la peau) qui est transféré sur les billets lors de leur manipulation, et à des particules de saleté ⁴⁴. La deuxième catégorie de billets non valides comprend les défauts tels que les taches, graffitis, bandes adhésives, cornes et déchirures. Si les salissures sont typiquement un processus graduel, un billet passe généralement à l'état de billet présentant des défauts à un moment précis (par exemple lorsqu'il est déchiré ou taché).

La difficulté pour toutes les mesures automatisées de la qualité est de s'assurer que l'appréciation de la machine s'articule bien avec la perception humaine de l'état du billet. La qualité est généralement mesurée par des trieuses qui traitent jusqu'à 33 billets par seconde, capturent une image du billet, appliquent différents algorithmes à cette image et au final décident si le billet est ou non en état de circuler. Toutefois, l'évaluation de la qualité par une trieuse peut être influencée par différents facteurs, dont les principaux sont : (1) les imperfections dans le transport des billets et le système vidéo ; (2) la poussière liée au traitement des billets (comme les résidus de fibres de papier ou d'encre) affectant la qualité de l'image ; (3) le lustre sur les billets neufs, dont on s'est aperçu qu'il affectait fortement l'analyse des salissures ; (4) de potentielles variations dans la production, en dépit de contrôles stricts de la qualité, se traduisant par de légères différences dans les nouveaux lots de billets.

Afin de garantir que les BCN appliquent des normes qui correspondent à la perception humaine, la BCE a créé un lot standardisé ou « jeu pour les tests » de billets en euros retirés de la circulation afin d'étalonner les trieuses. Ce jeu pour les tests comporte des billets de tous les niveaux de qualité. Sur la base d'une évaluation visuelle réalisée par des experts de l'Eurosystème (perception humaine), un niveau de qualité « vrai » a été alloué à chaque billet inclus dans l'échantillon destiné aux tests. Bien évidemment, aucune appréciation réalisée par un capteur de conformité automatisé ne correspondra exactement au niveau de qualité tiré du jugement d'un expert humain. Il y a forcément quelques erreurs de classement. Des billets en bon état sont détruits prématurément de façon erronée (billets jugés à tort en mauvais état) ou bien des billets en mauvais état sont jugés en bon état et remis en circulation (billets jugés à tort en bon état). La recherche réalisée par l'Eurosystème a confirmé, par le recours au jeu de billets pour les tests, que les différentes trieuses à grande vitesse ont des précisions de classification nettement différentes ⁴⁵ principalement en raison des différences de technologies et d'algorithmes utilisés ⁴⁶.

⁴⁴ Cf. Balke (P.), « *From Fit to Unfit: How banknotes become soiled* », Watermark 2011, Rostov-sur-le-Don.

⁴⁵ D'autres méthodes ont également montré que la précision d'un détecteur est dépendante de la coupure et n'est pas homogène pour un éventail de qualité normalisé.

⁴⁶ Cf., par exemple, Buitelaar (T.), « *The Colour of Soil* », DNB Cash Seminar 2008, Amsterdam, 28-29 février 2008.

2.3 Normes de l'Eurosystème pour la mesure de la qualité des billets

L'Eurosystème a défini des seuils minimaux à partir desquels une BCN doit classer un billet comme impropre à la circulation ou non valide (« seuil de l'Eurosystème » - « *Eurosystem threshold* »⁴⁷). Ces seuils incluent des limites en termes de salissure et pour les autres catégories de défauts. Les BCN doivent respecter ces exigences minimales et seul un faible pourcentage des billets qu'elles remettent en circulation peut ne pas remplir ces critères. Cette marge de tolérance (8 % des billets remis en circulation) tient compte des incertitudes de la classification des billets par les automates. Les BCN peuvent mettre en œuvre une politique de tri plus stricte pour contrebalancer la faible qualité des billets dans le circuit national de traitement des espèces.

Les normes de qualité minimales pour les professionnels manipulant des espèces (« seuil pour les professionnels ») sont définies dans le cadre relatif à la remise en circulation des billets et sont plus strictes que celles des BCN.

Cela garantit que, même en incluant les tolérances de mesure, les billets remis en circulation par une BCN sont en suffisamment bon état pour être utilisés par les professionnels et peuvent être remis en circulation plusieurs fois avant la fin de leur vie.

2.4 Comment l'Eurosystème mesure la qualité des billets en circulation

Chaque année, l'Eurosystème collecte un échantillon représentatif de coupures « transactionnelles » (5 euros - 100 euros) et détermine le pourcentage de billets impropres à la circulation dans cet échantillon selon le seuil qu'il a établi. Des échantillons retirés de la circulation dans chaque pays de la zone euro sont traités par les trieuses à grand vitesse de deux BCN et le pourcentage moyen de billets impropres à la circulation, en raison de salissures ou de défauts, est calculé pour chaque échantillon. Les résultats de cette enquête de qualité annuelle aident, entre autres choses, les BCN à décider si la qualité des billets en circulation est suffisante et facilite, si nécessaire, l'ajustement de leur politique de tri.

L'Eurosystème réalise également une étude de la perception par le public de la qualité des billets (tous les deux ans) et un sondage en ligne⁴⁸ (depuis 2012), qui s'articulent de façon satisfaisante avec l'enquête de qualité. Les deux sondages se concentrent sur la qualité des billets de 5 euros et de 50 euros. Le billet de 5 euros est habituellement de moindre qualité car, très utilisé, il reste en circulation aux fins de rendu de monnaie et d'appoint dans les commerces et retourne moins souvent aux BCN. Si l'on prend la moyenne pour la zone euro, la

⁴⁷ Les pourcentages de billets impropres en circulation présentés dans cet article sont établis en fonction du seuil de l'Eurosystème.

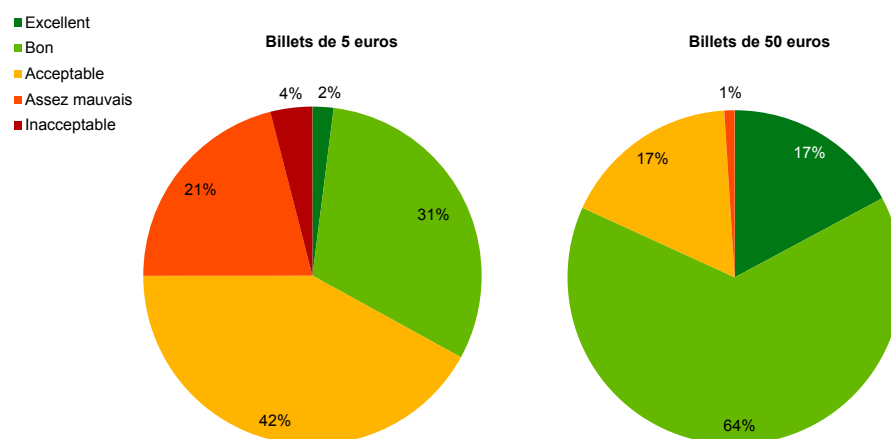
⁴⁸ Cf. [l'enquête en ligne sur la qualité des billets en euros](#).

qualité des billets de 5 euros est considérée comme bonne pour 75 % des participants, qui la classent comme acceptable ou plus (cf. graphique 4). S'agissant des billets de 50 euros, presque tous les participants (99 %) considèrent qu'ils sont de qualité au moins acceptable. Au plan national, la comparaison des résultats de l'enquête de qualité avec les réponses au sondage en ligne révèle une corrélation satisfaisante entre le pourcentage de billets impropres à la circulation trouvés dans l'échantillon d'un pays et l'opinion que le public a du billet de 5 euros (cf. graphique 5). Toutefois, ce profil n'est pas observé pour le billet de 50 euros ; celui-ci est généralement de bonne qualité, il n'y a donc pas de données dans la zone non valide/réponses négatives (en haut à droite) du graphique.

Graphique 4

État physique des billets en euros ressortant de l'enquête d'opinion de 2012

(moyennes de l'Eurosystème)



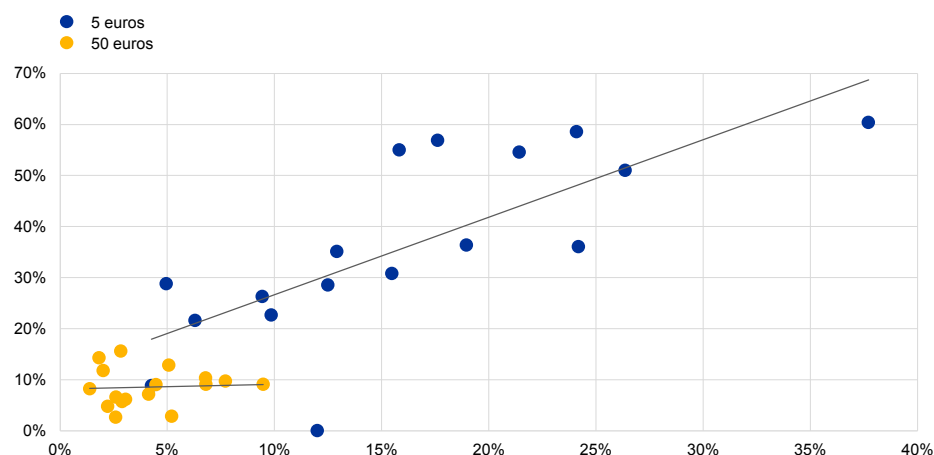
Source : Enquête d'opinion de la BCE sur les billets en euros de 2012.

Notes : Réponses à la question « Comment décririez-vous l'état physique des billets de 5 euros/50 euros en circulation ? ». Les résultats présentés se rapportent à 2012, les dernières données (2014) ayant été affectées par l'introduction du billet de 5 euros de la série Europe.

Graphique 5

Corrélation entre les billets non valides trouvés en circulation et la réponse du public pour les billets de 5 euros et de 50 euros.

(axe des abscisses : billets déclarés non valides en pourcentage des billets en circulation ; axe des ordonnées : pourcentage de réponses négatives (assez mauvais/inacceptable) dans le sondage en ligne)



Sources : Enquête en ligne de l'Eurosystème sur la qualité des billets en euros pour 2012 et enquête de l'Eurosystème relative à la qualité des billets pour 2012.

Note : Un point de donnée par pays de la zone euro.

2.5 La durée de vie d'un billet

Dans la zone euro, les billets de valeur faciale identique ont le même substrat et les mêmes spécifications d'impression ; toutefois, la durée de vie d'un billet, depuis sa première mise en circulation jusqu'à sa destruction par une BCN, dépend de sa solidité physique et des caractéristiques du circuit national de traitement des espèces. La façon dont un billet est utilisé par le public (par exemple s'il est conservé dans un portefeuille ou une poche de pantalon) ainsi que des facteurs environnementaux tels que l'humidité, jouent un rôle important dans le laps de temps nécessaire pour qu'il devienne impropre à la circulation. La fréquence à laquelle les billets sont retournés aux professionnels manipulant des espèces ou aux BCN exerce par conséquent une incidence sur la rapidité avec laquelle les billets impropres peuvent être retirés de la circulation.

La durée de vie d'un billet est communément définie comme le nombre total de billets en circulation divisé par le nombre de billets détruits au cours d'une année. Toutefois, cette approche ne tient pas compte des billets qui ne sont pas réellement en circulation parce qu'ils sont utilisés comme réserve de valeur, ont été perdus ou ont migré hors du circuit national de traitement des espèces, voire même hors de la zone euro⁴⁹. Plus précisément, la durée de vie d'un billet peut-être définie comme suit :

$$\text{Durée de vie [années]} = \frac{\text{Billets en circulation active}}{\text{Billets détruits pour une année}}$$

⁴⁹ Bien que le billet de 5 euros de la série Europe ait été émis depuis mai 2013, à fin 2016, 342 millions de billets de la première série 5 euros n'avaient pas été retournés aux BCN.

Toutefois, les données disponibles ne permettent pas de déterminer de façon précise la circulation active de chaque coupure pour chaque pays.

L'Eurosystème doit donc s'appuyer sur des estimations qui prennent en compte les données nationales sur le traitement par les professionnels et les BCN et sur les volumes détruits par les BCN. Les flux de billets connus liés aux déplacements, au tourisme ou aux envois des professionnels manipulant des espèces sont également inclus dans ces estimations.

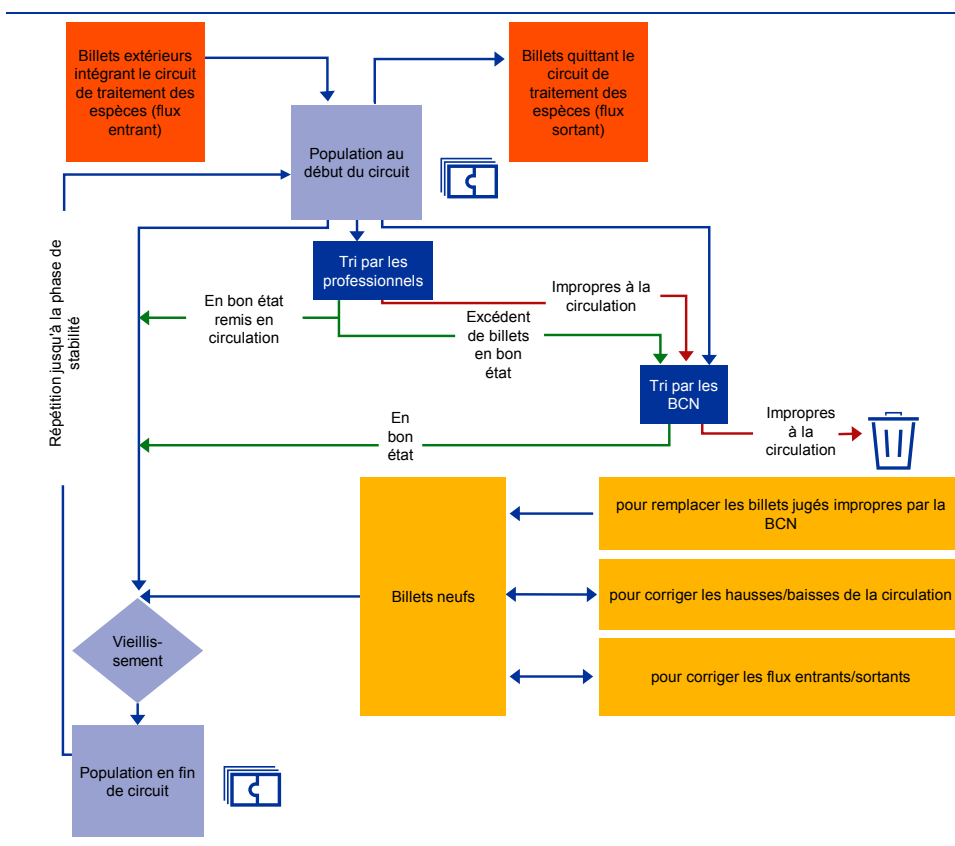
3 Le modèle – définitions et méthodologie

Le modèle de la BCE simule un circuit de traitement des espèces. Les résultats les plus importants sont le taux de broyage des BCN, la qualité des billets en circulation (le pourcentage de billets non valides qui sont en circulation), le coût de remplacement et la durée de vie des billets effectivement en circulation. Le modèle démarre avec une population de billets qui peut être définie par l'opérateur. Ensuite, la population évolue par itération jusqu'à ce qu'une phase de stabilité soit atteinte. Chaque itération simule le tri et le vieillissement dans le circuit de traitement des espèces sur une semaine. La phase de stabilité du circuit est atteinte à l'équilibre, lorsque les activités de tri des professionnels manipulant des espèces et des BCN contrebalancent le vieillissement des billets en circulation lié à la salissure et aux défauts, les hausses ou les baisses du volume en circulation et les flux d'entrée et de sortie ⁵⁰. Le circuit de traitement des espèces tel que mis en œuvre dans le modèle est présenté dans la figure 2 et expliqué de façon approfondie ci-dessous.

⁵⁰ Les résultats présentés sont fondés sur les circuits de traitement des espèces en phase de stabilité. Le modèle permet également de simuler des changements de phase dynamiques et de suivre l'évolution des paramètres dans le temps.

Figure 2

Le modèle de circulation des billets



Le modèle définit la qualité des billets sur une échelle de 1 à 100, le seuil de l'Eurosystème étant fixé à 50. Un niveau de qualité égal à 1 correspond au billet neuf le plus propre tandis que 100 correspond à un billet dont la salissure correspond à deux fois le seuil. Les défauts sont binaires et se voient assigner un niveau de qualité de 100, ce qui garantit que les professionnels et les BCN les considèrent systématiquement comme impropres à la circulation⁵¹. Toutes les populations de billets du modèle ont un profil de qualité, qui montre la fréquence des niveaux de qualité au sein de celui-ci. Le modèle démarre avec une population correspondant aux billets de banque en circulation active. À chaque itération, on retrouve les étapes suivantes :

1. Une partie de la population est répartie entre billets en bon état et billets impropres à la circulation par les professionnels.
2. Une autre part des billets est ensuite triée par la BCN. Ces billets sont un mélange de billets en circulation, de billets identifiés comme impropres à la circulation par les professionnels et de billets identifiés comme étant en bon état renvoyés à la BCN en tant que stock excédentaire. Les billets traités par

⁵¹ Ce qui constitue le cas le plus courant dans la réalité, les systèmes vidéo n'ayant généralement aucune difficulté à détecter les défauts tels que les pliures d'un coin du billet.

les BCN sont répartis entre billets en bon état et billets impropres à la circulation, les billets impropres étant retirés de la circulation.

3. Des billets neufs sont introduits⁵², pour un nombre équivalent à celui des billets identifiés comme impropres par la BCN, auquel s'ajoute une correction supplémentaire pour la croissance ou le recul général de la circulation et la compensation des flux d'entrées et de sorties de billets.
4. Tous les billets en circulation (c'est-à-dire les billets qui ne sont pas traités dans le circuit, les billets identifiés comme étant en bon état par les professionnels et la BCN et les billets neufs) sont vieillissent. Le vieillissement implique l'application d'algorithmes afin de simuler la façon dont les billets se salissent progressivement et deviennent défectueux.
5. Enfin, le profil qualitatif de la population en fin de circuit est comparé avec le profil en début de circuit. Lorsque les deux profils sont suffisamment similaires, une phase de stabilité a été atteinte et les résultats finaux sont communiqués. Dans le cas contraire, les étapes 1 à 5 sont répétées aussi longtemps que nécessaire.

Le vieillissement d'un billet de banque est simulé en deux étapes, qui représentent la salissure et les défauts. La salissure moyenne par circuit est déterminée par la « durée de vie théorique du billet » et appliquée à chaque billet par le biais d'une fonction de distribution définissable⁵³. La durée de vie théorique est le temps qu'il faut à un billet neuf pour devenir impropre à la circulation, c'est-à-dire pour que sa qualité passe de 1 à 50. Il s'agit d'un paramètre d'entrée du modèle et il dépend de la solidité des billets mais également de facteurs environnementaux, tels que le degré d'intensité avec lequel le public les utilise dans le circuit de traitement des espèces simulé.

Aux étapes suivantes, les défauts sont simulés par la probabilité (exprimée en pourcentage par année) qu'un billet soit défectueux (c'est-à-dire, qu'il passe instantanément de son niveau de qualité en cours à 100). La probabilité de défaut est appliquée à la distribution des billets selon un profil sélectionnable par rapport aux niveaux de qualité des billets. Cette approche permet par exemple de modéliser le fait que les billets dont le niveau de salissure est plus élevé ont une probabilité plus forte de devenir défectueux⁵⁴.

Les étapes de tri de la BCN et des professionnels manipulant des espèces sont simulées en appliquant, dans le modèle, un capteur doté d'inexactitudes suivant une loi gaussienne⁵⁵ au profil de qualité des billets entrants.

⁵² Le modèle permet de spécifier tous les profils qualitatifs pour les billets neufs. En principe, on utilise une distribution gaussienne reflétant certaines variations de la production.

⁵³ Une loi de Poisson est utilisée comme norme, les autres fonctions de distribution pouvant également être utilisées.

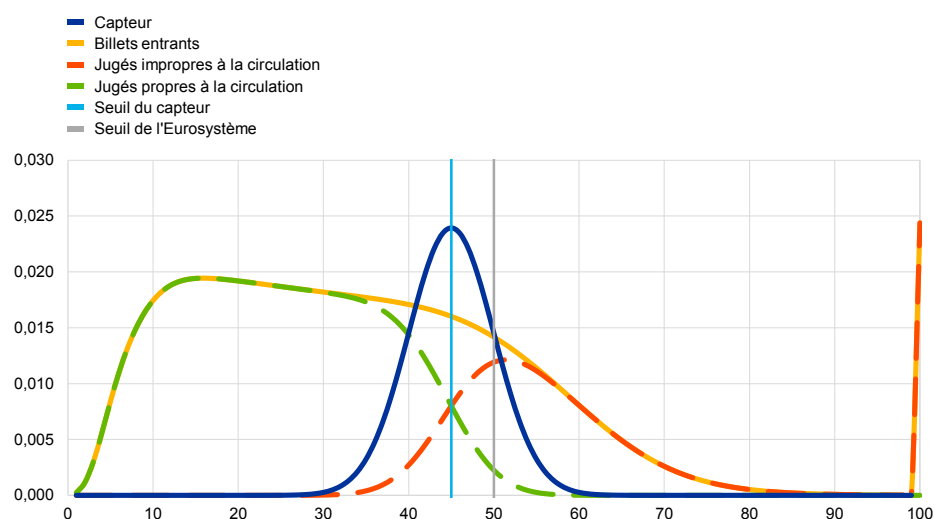
⁵⁴ Des études ont montré que la corrélation la plus étroite avec les données de qualité réelles peut être obtenue en appliquant, pour chaque circuit, une probabilité de défaut qui s'accroît linéairement avec le niveau de qualité.

⁵⁵ Le comportement gaussien a été identifié au cours d'études à grande échelle menées antérieurement sur les machines de tri.

L'inexactitude du capteur du modèle est exprimée sous la forme d'un écart type en fonction de l'échelle de qualité. Le graphique 6 montre comment un capteur de qualité qui opère à un seuil de qualité de 45 et dont l'inexactitude est modélisée par un écart type de 5 niveaux de qualité, répartit un profil de circulation de billets standard (qui contient 20 % de billets impropres) entre billets en bon état et billets impropres à la circulation. Dans l'exemple, les inexactitudes du capteur signifient que, pour un petit nombre des billets considérés comme propres à la circulation, le niveau de salissure est supérieur au seuil de l'Eurosystème (billets jugés à tort en bon état : 0,4 % ⁵⁶), mais également qu'un nombre important de billets considérés comme impropres à la circulation sont bien en deçà du seuil de l'Eurosystème (billets jugés à tort impropres à la circulation : 9 %).

Graphique 6
Représentation schématique de l'étape de tri du modèle de circulation

(axe des abscisses : niveau de qualité des billets (1 : neuf, 50 : seuil de l'Eurosystème, 100 : très sali) ; axe des ordonnées : fréquence)



Source : Modèle de circulation des billets de la BCE.

Notes : Le pic au niveau de qualité 100 se rapporte aux billets défectueux et très impropres à la circulation.

Les flux de billets modélisés peuvent afficher n'importe quel profil de qualité.

Le profil qualitatif des flux sortants est supposé être le même que celui de la circulation de billets en cours dans le circuit de traitement des espèces. Les flux tant entrants que sortants sont modélisés de façon à exercer une incidence neutre sur le volume de circulation. Pour ce faire, s'agissant des sorties, les billets manquants sont remplacés par des billets neufs supplémentaires émis par la BCN dans chaque circuit modélisé. Pour les entrées, le volume de billets neufs ajouté par la BCN en remplacement dans chaque circuit est réduit en conséquence.

Les coûts totaux du circuit de traitement des espèces sont modélisés comme la somme des coûts de tri de la BCN et des coûts de remplacement des billets.

Les paramètres d'entrée du modèle pour les deux composantes de coût sont les

⁵⁶ Les billets jugés à tort en bon état et à tort en mauvais état représentent la part totale de billets triés.

coûts de tri de la BCN (pour 1 000 billets triés)⁵⁷ et les coûts d'émission des billets neufs⁵⁸. Comme le montre la figure 2, les billets neufs qui doivent être émis équivalent aux billets impropres à la circulation détruits par la BCN, aux sorties et aux hausses de la circulation⁵⁹. Les coûts de traitement supportés par les professionnels manipulant des espèces constituent une troisième composante de coût, qui n'est pas modélisée en raison de l'absence de données consolidées.

4 Application du modèle à deux circuits théoriques de traitement des espèces

Cette section présente une analyse de deux circuits théoriques de traitement des espèces, tous deux ressemblant à des circuits nationaux standards pour différentes BCN et/ou coupures. Suite à une analyse de sensibilité réalisée sur les deux scénarios de référence, les deux facteurs les plus importants (seuil de tri des BCN et durée de vie théorique des billets) sont examinés en détail.

4.1 Définition de deux circuits de traitement des espèces

Les deux circuits de traitement des espèces utilisés, qui représentent les circuits de deux pays théoriques, sont en tous points identiques (notamment s'agissant de la durée de vie théorique des billets ou de la précision des capteurs de tri utilisés), mais différent en ce qui concerne l'implication des BCN et des professionnels manipulant des espèces. Dans le circuit de traitement des espèces 1, la BCN est activement impliquée et la remise en circulation des billets par les professionnels manipulant des espèces est limitée. Le circuit 2 représente un pays dans lequel les professionnels manipulant des espèces remettent en circulation une grande partie du volume des billets en circulation. Les valeurs des paramètres d'entrée pour les deux circuits figurent dans le tableau 1.

⁵⁷ Y compris les coûts supportés par les BCN au titre du stockage, du déballage, du traitement, de la destruction des billets impropres, du emballage des billets propres à la circulation, de leur entreposage et de la remise en circulation.

⁵⁸ Y compris les coûts de production, de transport, de stockage et de manutention.

⁵⁹ Pour des études plus approfondies, le modèle produit également la valeur résiduelle des billets jugés à tort impropres à la circulation à partir d'un amortissement linéaire du niveau de qualité 1 à une valeur résiduelle définissable au seuil de l'Eurosystème (50). Cet aspect n'est pas couvert par le présent article.

Tableau 1

Aperçu des paramètres d'entrée pour les deux circuits de traitement des espèces de référence

| Paramètre d'entrée | Circuit de traitement des espèces 1 | Circuit de traitement des espèces 2 |
|---|--|-------------------------------------|
| Coûts d'émission de billets neufs | 50 € pour 1 000 billets | |
| Niveau de qualité des billets neufs | 1 | |
| Variation de la qualité des billets neufs (écart type des niveaux de qualité) | 5 | |
| Billets en circulation active | 1 milliard | |
| Variation annuelle du volume de circulation | + 5 % | |
| Entrées/sorties de billets | Aucune | |
| Modèle de vieillissement | Poisson | |
| Durée de vie théorique des billets (en raison de la salissure) | 24 mois | |
| Probabilité de défaut annuelle | 10 % (augmente linéairement avec le niveau de qualité) | |
| Volume de tri annuel des professionnels manipulant des espèces | 2 milliards | 5 milliards |
| Part des billets en bon état envoyée aux BCN par les professionnels manipulant des espèces (à titre d'excédent) | 25 % | |
| Seuil de tri des professionnels manipulant des espèces | 70 | |
| Seuil de tri des BCN | 50 (soit le seuil de l'Eurosystème) | |
| Inexactitude des capteurs des professionnels et des BCN (écart type des niveaux de qualité) | 10 | |
| Coûts de tri supportés par la BCN | 10 € pour 1 000 billets | |
| Volume de tri annuel de la BCN | 5 milliards | 2 milliards |
| Seuil de tri de l'Eurosystème | 50 | |

Notes : Les moyennes et les estimations arrondies de l'Eurosystème ont été utilisées pour tous les paramètres d'entrée. Dans cet exemple, les estimations des coûts d'émission de billets neufs et des coûts de tri supportés par les BCN sont identiques pour les deux circuits théoriques, et ne tiennent compte d'aucune économie d'échelle résultant de différents volumes de tri des BCN ou de différents volumes de remplacement annuel des billets (voir tableau 2 ci-dessous).

Les résultats du modèle pour les deux circuits théoriques sont présentés dans le tableau 2.

Tableau 2

Résultats pour les deux circuits de traitement des espèces de référence

| Résultats du modèle | Circuit de traitement des espèces 1 | Circuit de traitement des espèces 2 |
|---|-------------------------------------|-------------------------------------|
| <i>Technique</i> | | |
| Pourcentage de billets non valides en circulation | 6,8 % | 14,7 % |
| Taux de destruction par la BCN (broyage) | 11,5 % | 23,8 % |
| Volume annuel de remplacement des billets* | 574,6 millions | 476,5 millions |
| Moyenne de la durée de vie des billets en circulation | 20,9 mois | 25,2 mois |
| <i>Financier</i> | | |
| Coûts annuels de remplacement des billets | 28,7 millions d'euros | 23,8 millions d'euros |
| Coûts annuels de tri supportés par la BCN | 50 millions d'euros | 20 millions d'euros |
| Coûts totaux** | 78,7 millions d'euros | 43,8 millions d'euros |

Source : Modèle de circulation des billets de la BCE.

* Le volume et les coûts de remplacement des billets indiqués ne prennent pas en compte les billets nécessaires pour accroître le volume en circulation (étant donné qu'ils ne remplacent pas les billets non valides). Les coûts supplémentaires liés aux billets neufs nécessaires pour accroître le volume en circulation atteint, dans le cas présent, 2,5 millions d'euros la première année pour les deux circuits ([1 milliard de billets en circulation]) majoré de [5 %], à [50 € pour 1 000 billets neufs]).

** À l'exclusion des coûts de traitement supportés par les professionnels manipulant des espèces.

Bien qu'utilisant des billets ayant la même durée de vie théorique, les deux circuits étudiés présentent des durées de vie des billets en circulation différentes. Dans le circuit de traitement des espèces 2, les billets retournés à la BCN sont moins nombreux (2 milliards, contre 5 milliards dans le circuit 1) mais leur niveau de salissure est plus élevé. C'est notamment ce qui ressort du taux de destruction par la BCN (broyage), beaucoup plus élevé dans le circuit 2. Bien qu'un plus grand pourcentage de billets triés par la BCN soit détruit dans le circuit 2, le volume absolu de billets broyés est plus faible, ce qui entraîne un remplacement annuel plus faible, d'environ 100 millions de billets. Par conséquent, les billets restent en circulation environ 4,5 mois de plus, ce qui se traduit par un niveau de qualité des billets en circulation sensiblement inférieur (14,7 % de billets non valides en circulation, contre 6,8 % pour le circuit 1). Ces résultats sont prévisibles, étant donné que le seuil des professionnels (70) est moins contraignant que celui des BCN (50), et que la part des billets remis en circulation est nettement plus élevée dans le circuit 2. S'agissant des coûts, le circuit de traitement des espèces 1 présente des coûts annuels près de deux fois supérieurs au circuit 2. Cela s'explique essentiellement par un volume et des coûts de tri supportés par la BCN sensiblement plus élevés, et, dans une moindre mesure seulement, par des coûts de remplacement supérieurs.

4.2. Une analyse de sensibilité du modèle fondé sur les deux circuits de traitement des espèces

Tous les paramètres d'entrée du modèle affectent la qualité finale des billets en circulation et les coûts totaux ; cette section examine la sensibilité des résultats aux paramètres d'entrée, identifie les principaux facteurs et détermine si une modification des paramètres d'entrée affecte les deux circuits théoriques de traitement des espèces de la même façon. Cette analyse est fondée sur une approche par scénarios. Les valeurs de départ des paramètres d'entrée pour les deux circuits de traitement des espèces (telles que définies dans le tableau 1) sont modifiées pour obtenir de nouvelles valeurs de référence. Les valeurs de référence sont fixées dans des intervalles considérés comme intégrant l'inexactitude des paramètres respectifs ou dans l'intervalle prévu dans lequel ces paramètres peuvent être ajustés par l'Eurosysteme. Les paramètres fixés (comme le volume de tri par les BCN ou par les professionnels manipulant des espèces) ou ceux n'ayant pas d'incidence sur la qualité (comme les coûts de tri ou de remplacement des billets) ne sont pas pris en compte dans cette analyse. Le tableau 3 représente un aperçu des modifications de chaque paramètre d'entrée du modèle pour chaque scénario. Pour la plupart des paramètres, une augmentation et une diminution par rapport à la valeur de départ sont simulées. Pour chaque scénario, les résultats relatifs à la qualité des billets (exprimés en pourcentage des billets non valides en circulation) et les coûts totaux des circuits sont présentés comme des variations par rapport aux résultats du scénario de départ.

Tableau 3

Analyse de sensibilité des paramètres clés du modèle pour les deux circuits de traitement des espèces

(Variations exprimées en points de pourcentage pour les billets non valides en circulation et en millions d'euros pour les coûts totaux)

| | | | Résultats | | | |
|---|---|---------------------------|-------------------------------------|----------------|-------------------------------------|----------------|
| | | | Circuit de traitement des espèces 1 | | Circuit de traitement des espèces 2 | |
| | | | Billets non valides en circulation | Coûts totaux** | Billets non valides en circulation | Coûts totaux** |
| Résultats du scénario de départ | | | | | | |
| | | | 6,8 % | 78,73 | 14,7 % | 43,82 |
| Entrée du scénario | Valeur du circuit de traitement des espèces de référence | Valeur du scénario | | | | |
| <i>Paramètre de production des billets</i> | | | | | | |
| Variation de la qualité des billets neufs (écart type des niveaux de qualité) | 5 | 1 | -0,5 | -1,96 | -0,6 | -1,04 |
| | | 15 | +1,2 | +5,60 | +3,5 | +4,43 |
| <i>Paramètres de circulation des billets</i> | | | | | | |
| Billets en circulation active | 1 milliard | 0,9 milliard | -0,9 | -2,33 | -1,3 | -1,86 |
| | | 1,1 milliard | +0,9 | +2,27 | +1,2 | +1,82 |
| Variation annuelle du volume en circulation* | +5 % | 0 % | +0,3 | +1,02 | +0,8 | +1,01 |
| | | +15 % | -0,5 | -1,90 | -0,9 | -1,37 |
| Entrée de billets (5 % non valides) | 0 | 0,25 milliard | +1,5 | -7,31 | +3,4 | -8,10 |
| Entrée de billets (20 % non valides) | 0 | 0,25 milliard | +2,3 | -5,87 | +4,7 | -6,67 |
| Sortie de billets | 0 | 0,25 milliard | -1,4 | +7,44 | -3,2 | +8,17 |
| <i>Paramètres de durée de vie des billets</i> | | | | | | |
| Durée de vie théorique des billets (en raison de la salissure), exprimée en mois | 24 | 18 | +2,8 | +6,66 | +4,6 | +5,96 |
| | | 30 | -1,7 | -4,57 | -2,5 | -3,27 |
| Probabilité annuelle de défaut | 10 % | 5 % | -0,5 | -1,09 | +0,2 | -0,84 |
| | | 15 % | +0,3 | +0,86 | +0,1 | +1,14 |
| <i>Paramètres des professionnels manipulant des espèces</i> | | | | | | |
| Part des billets en bon état envoyés aux BCN par les professionnels manipulant des espèces (à titre d'excédent) | 25 % | 15 % | -0,1 | +0,02 | -0,3 | +0,08 |
| | | 35 % | +0,1 | -0,02 | +0,4 | -0,09 |
| Seuil de tri des professionnels manipulant des espèces | 70 | 60 | -0,3 | +0,12 | -2,3 | +0,71 |
| | | 80 | +0,1 | -0,04 | +1,7 | -0,24 |
| Inexactitude des capteurs des professionnels manipulant des espèces (écart type des degrés de conformité) | 10 | 5 | +0,1 | -0,03 | +0,8 | -0,21 |
| | | 15 | -0,1 | +0,05 | -0,7 | +0,27 |
| <i>Paramètres des BCN</i> | | | | | | |
| Seuil de tri des BCN | 50 | 45 | -2,6 | +2,88 | -2,6 | +2,54 |
| | | 55 | +3,5 | -3,38 | +4,0 | -1,35 |
| Inexactitude des capteurs des BCN (écart type des niveaux de qualité) | 10 | 5 | +1,0 | -2,87 | +1,0 | -0,41 |
| | | 15 | -1,0 | +3,60 | -0,1 | +1,86 |

Source : Modèle de circulation des billets de la BCE.

* Le volume et les coûts de remplacement des billets indiqués ne prennent pas en compte les billets nécessaires pour accroître le volume en circulation (étant donné qu'ils ne remplacent pas les billets non valides). Les coûts supplémentaires pour les billets neufs résultant d'une augmentation de la circulation pour les deux scénarios serait nulle (pour le scénario sans croissance) et de 7,5 millions d'euros (pour le scénario avec une croissance de 15 %).

Le tableau ci-dessus montre que les paramètres qui ont le plus grand impact sur la qualité finale des billets en circulation sont, pour les deux circuits, le

seuil de tri des BCN et la durée de vie théorique des billets. Ces paramètres sont étudiés plus en détail dans les sections 4.3.1 et 4.3.2. Les autres paramètres tels que les sorties de billets ont un impact comparable, mais ils échappent au contrôle d'une banque centrale.

Les variations de la qualité des billets neufs, qui dans le modèle sont exprimées sous la forme de l'écart type des niveaux de qualité, affectent aussi considérablement la qualité et les coûts. Pour le circuit de traitement des espèces 1, les variations de l'écart type des niveaux de qualité comprises entre 1 (production fortement uniforme) et 15 (variations importantes affectant la détection des salissures⁶⁰) peuvent se traduire par 1,96 million d'euros d'économies ou par 5,6 millions de coûts supplémentaires par rapport au scénario de départ. L'intervalle global recouvre environ 10 % des coûts totaux du circuit. De plus, par rapport au scénario de départ, l'augmentation simulée a un impact négatif sur la qualité, ajoutant 1,2 point de pourcentage supplémentaire à la proportion de billets non valides en circulation. La même tendance s'observe dans le circuit 2, mais avec une ampleur légèrement différente s'agissant de la qualité et des coûts.

Le nombre de billets en circulation active, difficile à déterminer, a un impact considérable sur les résultats du modèle. Une augmentation du volume de billets en circulation se traduisant par une diminution de la fréquence de retour des billets aux BCN ou aux professionnels⁶¹, cela donne lieu à une hausse du nombre de billets non valides en circulation. Le volume de destruction de billets par les BCN s'accroît en conséquence, entraînant une hausse des coûts de remplacement. Ce comportement est analogue pour les deux circuits. Pour une modélisation précise d'un circuit national particulier, une bonne connaissance de la circulation active est requise.

Les variations de la précision des capteurs des BCN, des seuils de tri ou de la précision des capteurs des professionnels affectent les circuits de façon très différente. Le circuit 2 réagit environ dix fois plus fortement que le circuit 1 aux variations de la performance des capteurs des professionnels (exprimées en écart type des niveaux de qualité) ou aux variations des seuils de tri. C'était attendu, mais pas dans une aussi large mesure, étant donné que le volume de tri des professionnels dans le circuit 2 est seulement 2,5 fois supérieur à celui du circuit 1. Néanmoins, cela indique clairement que dans les circuits où la remise en circulation est importante, la performance des machines utilisées par les professionnels doit être étroitement surveillée. La précision des capteurs des BCN a une incidence sur les coûts du circuit de traitement des espèces 3 à 7 fois plus importante pour le circuit 1, indiquant que les efforts pour améliorer la performance des capteurs des BCN sont plus rentables lorsque la BCN est impliquée dans la majorité du tri des billets. Le résultat selon lequel de meilleurs capteurs des professionnels ou des BCN entraînent une légère diminution de la qualité des billets en circulation est

⁶⁰ On observe par exemple des différences dans le filigrane et dans la teinte du papier. Les estimations de l'écart type des variations de la production sont fondées sur les études internes de la BCE, et on estime qu'elles se sont produites par le passé. L'Eurosystème essaie constamment de réduire ces variations de la production.

⁶¹ À volumes de tri constants, ce qui est le cas dans cette simulation.

contre-intuitif. L'explication réside dans le fait que les « mauvais » capteurs trient un nombre important de billets valides proches du seuil (c'est-à-dire des billets avec des niveaux de qualité compris entre 40 et 50), qui sont alors remplacés par des billets neufs. Cela a pour effet bénéfique de « nettoyer » la circulation, mais avec pour contrepartie la destruction de billets encore valides.

Le modèle confirme que les sorties et les entrées de billets jouent un rôle important dans les circuits nationaux de traitement des espèces dans la zone euro. Dans l'analyse de sensibilité, des entrées et sorties annuelles d'un quart du volume total des billets en circulation sont simulées ⁶². Les billets sortants étant remplacés dans le modèle par des billets neufs, on observe une augmentation de la qualité en circulation, en même temps qu'une hausse des coûts de remplacement. Pour les billets entrants, l'analyse de sensibilité étudie les entrées pour deux niveaux de qualité (5 % et 20 % de billets non valides parmi la population de billets). Même lorsque des billets de bonne qualité (avec 5 % de billets non valides) entrent dans un circuit de traitement des espèces, une telle entrée a un impact négatif sur la qualité de la circulation, car elle réduit la possibilité pour la BCN d'émettre des billets neufs. Ces effets s'accroissent à mesure que la qualité des billets entrants diminue. Dans les deux scénarios d'entrées, le besoin de billets neufs de la BCN est considérablement réduit, en raison des entrées et des coûts de remplacement qui sont par conséquent plus faibles. Ce comportement est très semblable pour les deux circuits.

L'impact des autres paramètres, comme le modèle de vieillissement ou la probabilité de défaut en fonction de la qualité des billets (constante ou en augmentation), est minime et n'est donc pas pris en compte dans le tableau 3.

4.3 Analyse détaillée des principaux paramètres des circuits de traitement des espèces

L'analyse de sensibilité ci-dessus a modifié les paramètres individuels du modèle, mais le seuil de tri des BCN reste celui de l'Eurosystème (50). En réalité, toutefois, la BCN peut modifier les seuils de tri de ses machines. Cette section envisage la possibilité d'ajustements des seuils de tri des BCN, pour contrôler la qualité des billets (0) ou pour bénéficier d'une plus longue durée de vie des billets (0).

4.3.1 Seuil de tri des BCN

L'ajustement du seuil de tri par une BCN a une incidence à la fois sur la qualité de la circulation et sur les coûts de remplacement. En situation réelle, les BCN sélectionnent un seuil de tri qui respecte les exigences du circuit de traitement des espèces de leur pays. Ces circuits peuvent différer pour des raisons géographiques, culturelles et sociétales. Le graphique 7 montre l'effet de l'ajustement du seuil de tri

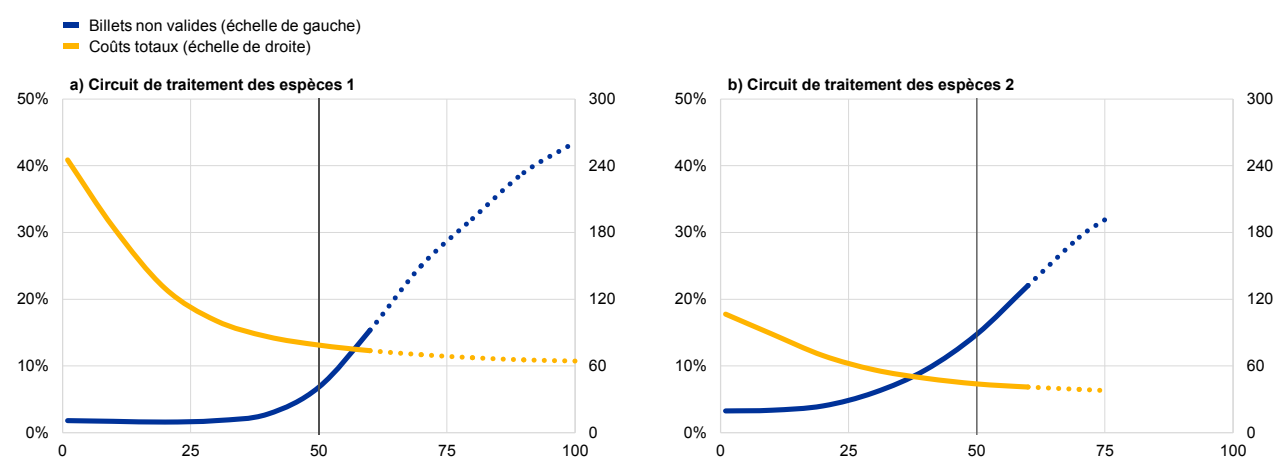
⁶² Selon les estimations de l'Eurosystème, de telles entrées et sorties se produisent communément dans les circuits nationaux.

des BCN sur les deux circuits de traitement des espèces. La partie en pointillés des lignes indique les seuils de capteurs pour lesquels les billets remis en circulation par les BCN comprendraient trop de billets impropres à la circulation (billets jugés à tort en bon état > 8 %) et devenus non conformes à la qualité minimum des billets autorisée au sein de l'Eurosystème ⁶³.

Graphique 7

Qualité de la circulation et coûts totaux des circuits de traitement des espèces en fonction du seuil de tri des BCN

(axe des abscisses : seuil de tri des BCN ; axe gauche des ordonnées : pourcentage de billets non valides en circulation ; axe droit des ordonnées : coûts totaux des circuits de traitement des espèces en millions d'euros)



Source : Modèle de circulation des billets de la BCE.

Notes : Les lignes verticales à 50 se rapportent aux scénarios de référence définis dans la section 4.1. Les parties en pointillés des lignes correspondent aux seuils des capteurs des BCN pour lesquels les billets remis en circulation par les BCN contiendraient trop de billets impropres à la circulation (billets jugés à tort en bon état > 8 %).

Comme prévu, pour des seuils de tri plus sévères (plus bas), les coûts totaux de traitement des espèces augmentent et la qualité des billets s'améliore dans les deux circuits. Cependant, l'ampleur est très différente dans les deux circuits. Dans le circuit 1, un tri plus sévère permet d'améliorer la qualité pour revenir à 2 % environ de billets non valides en circulation. Dans le circuit 2, même si l'ensemble des billets reçus sont détruits et remplacés par de nouveaux billets ⁶⁴, la meilleure qualité qu'il est possible d'atteindre est de 4 % environ de billets non valides en circulation. Dans tous les cas, les coûts totaux du circuit 1 restent supérieurs à ceux du circuit 2 en raison de la différence constante de 30 millions d'euros par an pour le traitement supplémentaire réalisé par les BCN dans le circuit 1 (5 milliards de billets contre 2 milliards pour le circuit 2).

La question se pose de savoir si un volume supérieur de tri des BCN est avantageux. La réponse n'apparaît pas de façon évidente d'après les circuits 1 et 2, car une différence importante des coûts des circuits de traitement s'explique par les différences de qualité de la circulation mais également des coûts de traitement annuels des BCN. Pour répondre à cette question, il est donc nécessaire d'examiner

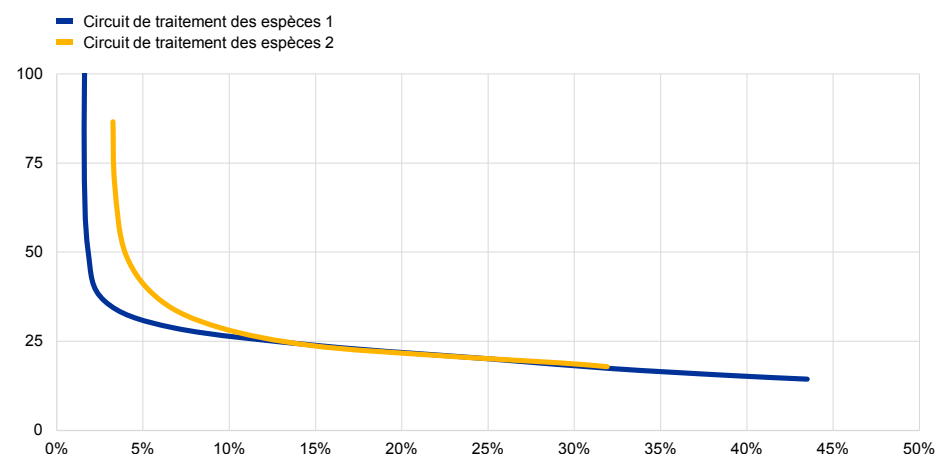
⁶³ De plus, pour le circuit 2, aucune situation d'équilibre ne pourrait être calculée pour des réglages des capteurs des BCN supérieurs à 75, car la qualité de la circulation qui en résulterait serait faible et le nombre de billets rejetés par les professionnels manipulant des espèces comme impropres à la circulation serait supérieur à la capacité annuelle totale de tri des BCN (2 milliards de billets).

⁶⁴ En triant à un seuil de qualité des BCN de 1.

les coûts de remplacement des billets pour les deux circuits par rapport au pourcentage de billets non valides en circulation (cf. graphique 8).

Graphique 8 Coûts annuels de remplacement en fonction de la qualité des billets

(axe des abscisses : pourcentage de billets non valides en circulation ; axe des ordonnées : coûts annuels de remplacement des billets en millions d'euros)



Source : Modèle de circulation des billets de la BCE.
Note : Le graphique reflète le changement de la qualité de circulation des billets produit par l'ajustement du seuil de tri des BCN.

Le graphique 8 montre que les coûts de remplacement sont identiques pour les deux circuits tant que le pourcentage de billets non valides en circulation dépasse 10 % environ. Cependant, une fréquence plus élevée de billets retournés aux BCN (circuit 1) permet d'améliorer la qualité des billets en circulation jusqu'à 5 % environ avec seulement une augmentation linéaire des coûts de remplacement. Si les volumes de traitement des BCN sont plus faibles (circuit 2), le point où toute amélioration supplémentaire de la qualité des billets s'effectue moyennant des coûts de remplacement exponentiellement plus élevés se situe déjà à 10 % environ de billets non valides en circulation.

Il est particulièrement important pour l'Eurosystème de comprendre la relation existant entre l'ampleur du traitement des billets par les BCN, le volume de remplacement des billets et la qualité des billets en circulation qu'il est possible d'obtenir. Les coûts de remplacement des billets sont partagés en répartissant le volume total de la production de billets en fonction de la part de chaque BCN dans le capital de la BCE ⁶⁵. Les coûts de traitement des billets par les BCN sont, par ailleurs, couverts par la BCN concernée. Chaque BCN doit par conséquent s'assurer que son implication dans le circuit de traitement est suffisante pour parvenir à la qualité de billets requise au niveau national sans une consommation disproportionnée de billets. Le niveau d'implication des BCN doit également prendre en compte les autres facteurs influençant le circuit national de traitement des espèces, telles que les différences nationales en termes de durée de

⁶⁵ En utilisant une clé liée aux parts des pays dans la population totale et dans le produit intérieur brut de l'UE.

vie des billets, d'entrées/sorties ou de rôle des professionnels manipulant des espèces.

4.3.2 Accroissement de la durée de vie des billets

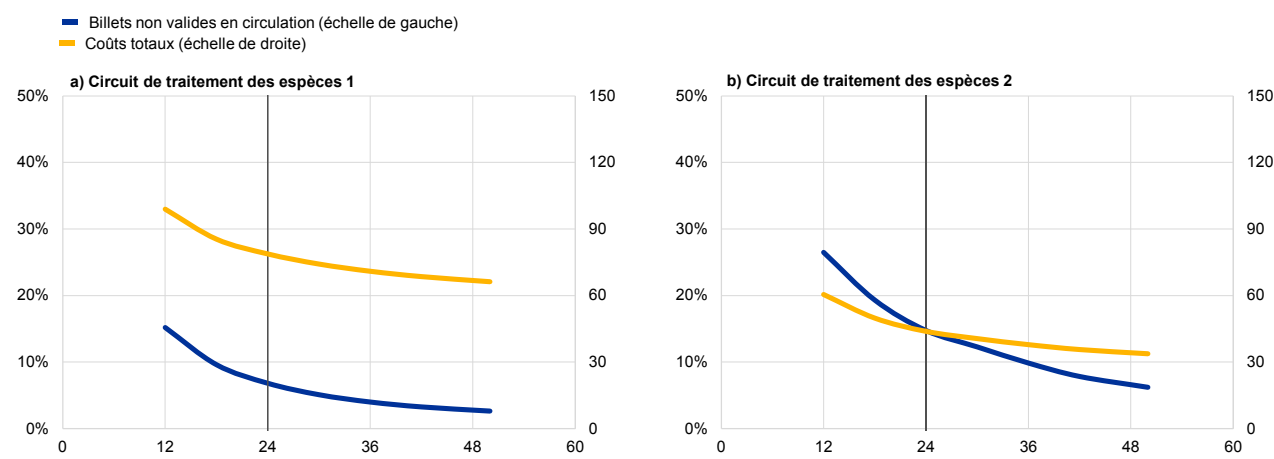
Comme mentionné précédemment, un paramètre du modèle est la durée de vie théorique du billet, c'est-à-dire le temps moyen de dégradation d'un billet pour passer de l'état neuf (niveau de qualité 1) au seuil de l'Eurosystème (50). Une augmentation de ce paramètre correspond soit à un accroissement de la résistance aux salissures soit à une manipulation plus soignée des billets par le public. La durée de vie réelle moyenne d'un billet jusqu'à sa destruction dépend donc de la fréquence à laquelle les billets sont retournés à la BCN et du seuil de tri de la BCN.

Le graphique 9 montre, sans surprise, l'effet très positif d'une augmentation de la durée de vie théorique des billets sur les coûts totaux du circuit de traitement, en raison d'une baisse des besoins de remplacement des billets, et sur la qualité des billets en circulation, dont l'amélioration est significative. Si la durée de vie théorique passe de 24 à 36 mois, les coûts de remplacement des billets baissent, pour le circuit 1, de 28,7 millions d'euros à 20,9 millions et, pour le circuit 2, de 23,8 millions à 17,8 millions, et la qualité s'améliore de 2,8 et 4,9 points de pourcentage, respectivement ⁶⁶.

Graphique 9

Incidence d'une augmentation de la durée de vie théorique des billets sur la qualité et sur les coûts totaux du circuit de traitement

(axe des abscisses : durée de vie théorique des billets en mois ; axe gauche des ordonnées : pourcentage de billets non valides en circulation ; axe droit des ordonnées : coûts annuels totaux du circuit de traitement (traitement des BCN et coûts de remplacement) en millions d'euros)



Source : Modèle de circulation des billets de la BCE.

Note : Les lignes verticales à 50 se rapportent aux circuits de traitement de référence définis dans la section 4.1.

Les économies totales en termes de coûts liées à l'allongement de la durée de vie des billets pourraient même augmenter si la BCN décidait de maintenir son

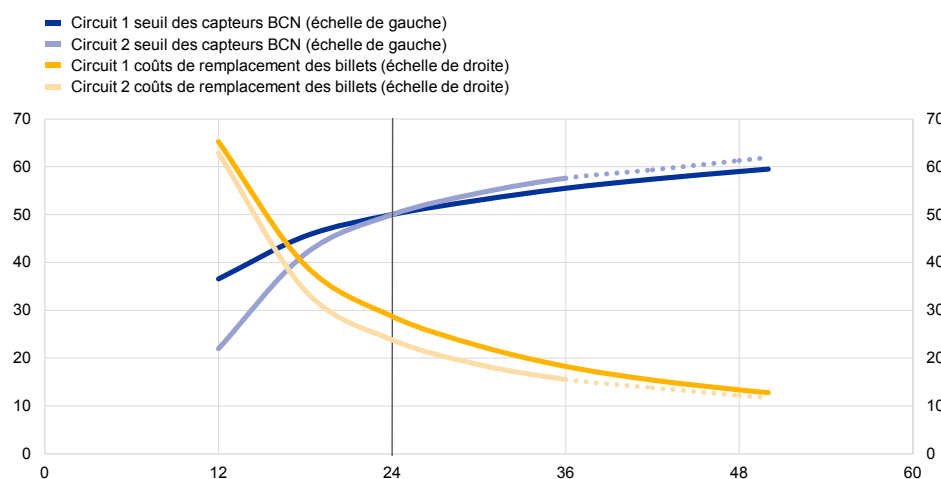
⁶⁶ L'amélioration de la qualité est plus importante dans le circuit 2, en raison de la qualité inférieure des billets dans le scénario de référence.

niveau existant de qualité des billets en circulation, tout en émettant des billets ayant une durée de vie plus longue. Il suffit pour cela que la BCN ajuste son seuil de tri sur des réglages plus tolérants que le seuil de l'Eurosystème. Ce changement de la politique de tri n'est bien sûr possible que dans la limite de 8 % de billets jugés à tort en bon état et susceptibles d'être remis en circulation par la BCN. Le graphique 10 montre que si cette politique est mise en œuvre, un allongement identique de la durée de vie du billet (de 24 à 36 mois) réduit encore les coûts de remplacement à 18,3 millions d'euros (- 2,6 millions) pour le circuit 1 et à 15,6 millions (- 2,2 millions) pour le circuit 2.

Graphique 10

Allongement de la durée de vie théorique des billets avec maintien d'une qualité constante

(axe des abscisses : durée de vie théorique des billets en mois ; axe gauche des ordonnées : seuil des capteurs de la BCN ; axe droit des ordonnées : coûts de remplacement en millions d'euros)



Source : Modèle de circulation des billets de la BCE.

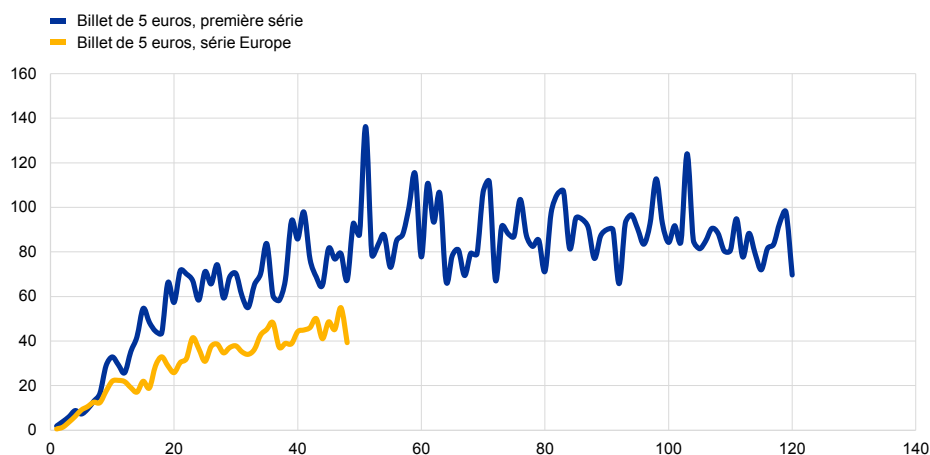
Notes : Le graphique illustre l'incidence d'un allongement de la durée de vie théorique des billets sur les coûts de remplacement à qualité constante des billets en circulation. Les lignes bleues indiquent l'ajustement nécessaire du seuil de tri de la BCN pour maintenir une qualité constante des billets en circulation. Pour le circuit 2, les scénarios impossibles (plus de 8 % de billets non valides remis en circulation par la BCN) sont indiqués par les courbes en pointillés.

Les résultats de ce modèle sont tout à fait conformes à l'expérience menée par l'Eurosystème sur les billets de 5 euros (introduits en mai 2013) et de 10 euros (septembre 2014) de la série Europe, qui ont été protégés des salissures par une couche de vernis supplémentaire. Cette opération a entraîné une baisse substantielle du volume de remplacement des billets (- 50 % environ), soit pour le billet de 5 euros, une baisse annuelle de 500 millions environ de nouveaux billets requis et une qualité stable des billets en circulation, comme le montre l'enquête sur la qualité. En 2012, la destruction annuelle de la première série de billets de 5 euros s'est élevée à 1,1 milliard de billets, tandis que de mai 2016 à avril 2017, seulement 570 millions de billets de 5 euros de la série Europe ont dû être remplacés, pour un volume identique de billets en circulation. Le graphique 11 montre très clairement cette réduction en comparant le remplacement mensuel des billets au cours des mois suivant la première émission. En ce qui concerne le billet de 10 euros, une réduction identique du taux de remplacement se produit actuellement.

Graphique 11

Destruction mensuelle des billets de 5 euros de la première série et de la série Europe

(axe des abscisses : mois suivant la première émission de la série ; axe des ordonnées : destruction mensuelle de billets en millions)



Sources : Système d'information sur les données fiduciaires 2 de l'Eurosystème.

Note : Les données portent sur la période depuis janvier 2002 pour la première série et depuis mai 2013 pour la série Europe.

Les économies que le vernissage des billets de la série Europe a permises à l'Eurosystème ont largement dépassé les coûts de production supplémentaires et cela continuera d'être le cas.

Encadré 1

Modélisation des circuits de traitement des espèces spécifiques à chaque pays, sur la base de données réelles

Le modèle de circulation mis au point peut constituer un instrument précieux pour la prise de décision. Dans le cas de circuits bien définis, tels que ceux présentés dans l'analyse de sensibilité, il est possible d'étudier de façon exhaustive l'incidence de différents facteurs liés aux politiques suivies et de prendre des décisions plus éclairées.

Toutefois, lorsque des résultats quantitatifs plus détaillés sont nécessaires pour un pays donné, la réussite d'une telle analyse dépend largement de la qualité de la définition du circuit, c'est-à-dire du calibrage du modèle. Certains paramètres sont connus pour chaque pays : par exemple, le seuil de tri de la BCN ou les volumes de traitement de la BCN ou des professionnels manipulant des espèces. Cependant, il est possible que d'autres paramètres du modèle ne soient pas bien définis ou ne soient même pas disponibles à partir des données existantes. Ces paramètres sont les suivants : la circulation effective, la durée de vie théorique des billets, la probabilité de défaut ou les entrées/sorties. Dans ce cas, les paramètres du modèle sont calibrés sur la base de l'estimation des experts, qui comporte le risque d'inexactitude ou d'erreur.

Grâce à l'augmentation du volume des données réelles qui deviennent disponibles et aux possibilités accrues de traitement des flux de données entrantes, il devient de moins en moins nécessaire de s'appuyer sur l'estimation des experts pour modéliser un circuit de traitement des espèces. La tendance actuelle s'oriente clairement vers de nouvelles machines de tri qui collectent et stockent des données détaillées relatives à la qualité de chaque billet. Cela

permet en principe de suivre individuellement les billets et d'extraire les paramètres du modèle qui régissent les principales étapes du circuit de traitement des espèces.

En tenant compte de ces perspectives, la possibilité d'élaborer un modèle alternatif de circulation basé sur les données disponibles provenant des centres de tri a été explorée. Les données ont été tirées d'un essai de circulation externe (ECE) qui s'est déroulé dans trois pays. Un ECE est un exercice conçu pour simuler de façon précise les circuits de chaque pays, dans lequel une ou plusieurs BCN émet(tent) sur un laps de temps très court (1 à 2 semaines) un nombre de billets statistiquement représentatif, qui sont ensuite suivis, généralement par la lecture d'un numéro de série dans les centres fiduciaires des BCN. Ce modèle alternatif traite chaque billet comme un agent indépendant, ayant un certain nombre d'attributs : degré de salissure, âge (depuis l'émission) et temps écoulé depuis le dernier tri. Cela permet de modéliser des relations plus complexes. Les études réalisées se sont attachées à extraire des estimations statistiques du taux de vieillissement, de la fréquence de retour et de la probabilité de défaut.

Les résultats du modèle alternatif ont été validés pour les trois pays participant à l'ECE par rapport aux données connues relatives à un certain nombre d'aspects, comprenant la qualité des billets en circulation et les taux de billets non valides lors du tri réalisé par les BCN et les professionnels manipulant des espèces. Les résultats d'ensemble ont été considérés comme relativement prometteurs. Dans la plupart des cas, la qualité des billets en circulation a été prédite avec une exactitude raisonnable, en tenant compte de l'incertitude des données réelles portant sur cette variable. Cependant, certaines divergences non négligeables ont été observées entre les résultats du modèle et les données réelles. Elles ont été attribuées essentiellement aux inexactitudes des données (dues par exemple aux limites techniques des capteurs de qualité ou à la difficulté de tenir compte des effets du tri des professionnels manipulant des espèces sur la qualité des billets à la BCN) ou à des paramètres inconnus/non inclus (par exemple, la migration n'a pas été modélisée en raison de l'absence d'informations sur les profils de qualité des billets entrants).

Cette approche de modélisation a permis de tirer des enseignements. La collecte des données utilisée n'a pas été spécifiquement conçue dans l'objectif de modéliser les billets en circulation. Il est évident que la qualité des données a une incidence importante sur la qualité du modèle lui-même, basé sur les données. De plus, la simulation de l'ensemble des aspects pertinents d'un circuit de traitement des espèces peut s'avérer difficile en raison du manque de données précises, par exemple de données sur le tri par des professionnels manipulant des espèces. Par conséquent, la réussite de cette approche de modélisation repose sur l'existence d'une collecte de données bien conçue et contrôlée, reflétant la circulation réelle et atténuant les limites technologiques.

5 Conclusions

L'application du modèle informatisé de circulation de la BCE à deux circuits théoriques de traitement des espèces a permis d'identifier des paramètres significatifs régissant la qualité des billets et les coûts totaux des circuits. Le modèle a montré que la qualité des billets en circulation augmente lorsque 1) les billets sont retournés plus fréquemment à la banque centrale, 2) le tri effectué à la banque centrale devient plus sévère et 3) les billets ont une résistance accrue aux

salissures et aux défauts. Cependant, les deux premiers facteurs entraînent des coûts supplémentaires : le premier pour le traitement et le transport des billets et le deuxième pour les billets de remplacement. Pour chaque circuit de traitement des espèces, il est nécessaire de trouver un équilibre entre la fréquence idéale de retour et la sévérité du tri de la banque centrale. L'augmentation de la résistance des billets aux salissures accroît la qualité des billets en circulation et réduit les coûts annuels de remplacement. D'autres économies sont possibles si la banque centrale adopte une politique de tri plus tolérante, la hausse de la qualité des billets étant sacrifiée au profit d'économies supplémentaires en termes de volume de remplacement.

Le modèle a également quantifié l'incidence de facteurs supplémentaires.

L'accroissement de la précision des capteurs de qualité des BCN permet des économies essentiellement dans les circuits caractérisés par une plus grande implication des BCN dans le tri des billets provenant directement de la circulation. Les changements des variations de la production des nouveaux billets ou de la sévérité du tri des billets par les professionnels manipulant des espèces jouent un rôle important mais comparativement plus faible dans la qualité des billets et les coûts des circuits. Il s'est avéré que les hypothèses du modèle concernant le vieillissement des billets ont eu une incidence encore plus faible sur la qualité des billets.

Les études ont montré que la qualité des billets dans un circuit de traitement des espèces est également largement influencée par des facteurs qui échappent au contrôle de l'Eurosystème, tels que le volume de circulation effective et les entrées et sorties de billets dues aux migrations et au tourisme.

Même s'il est difficile d'obtenir les données relatives à ces facteurs, un enregistrement systématique et individualisé des propriétés de qualité de chaque billet traité au niveau de la BCN améliorerait considérablement les données par rapport aux estimations actuelles, tout en garantissant l'utilisation anonyme des billets.

L'Eurosystème travaille actuellement à l'évaluation et à l'amélioration de ses capteurs et de ses algorithmes de qualité afin de fournir des valeurs de conformité cohérentes et linéaires, liées à la perception humaine.

Cela permettra aux BCN de mieux suivre et ajuster la qualité de leur circulation et de fournir des données plus fiables pour la modélisation future.

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 ²⁾ | 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 ³⁾ (IPCH) |
| | | | | | | | Total | Hors produits alimentaires et énergie | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| 2014 | 3,5 | 2,6 | 3,1 | 0,3 | 7,3 | 1,3 | 1,7 | 1,8 | 1,6 | 1,5 | 2,7 | 2,0 | 0,4 |
| 2015 | 3,4 | 2,9 | 2,2 | 1,1 | 6,9 | 2,0 | 0,6 | 1,7 | 0,1 | 0,0 | 0,8 | 1,4 | 0,0 |
| 2016 | 3,1 | 1,5 | 1,8 | 1,0 | 6,7 | 1,8 | 1,1 | 1,8 | 1,3 | 0,7 | -0,1 | 2,0 | 0,2 |
| 2016 T3 | 0,8 | 0,7 | 0,5 | 0,3 | 1,8 | 0,5 | 1,0 | 1,8 | 1,1 | 0,7 | -0,5 | 1,7 | 0,3 |
| T4 | 0,9 | 0,4 | 0,7 | 0,4 | 1,7 | 0,6 | 1,5 | 1,7 | 1,8 | 1,2 | 0,3 | 2,2 | 0,7 |
| 2017 T1 | 0,9 | 0,3 | 0,2 | 0,4 | 1,3 | 0,5 | 2,4 | 1,8 | 2,5 | 2,1 | 0,3 | 1,4 | 1,8 |
| T2 | . | 0,8 | 0,3 | 1,0 | 1,7 | 0,6 | 2,1 | 1,8 | 1,9 | 2,7 | 0,4 | 1,4 | 1,5 |
| 2017 Mars | - | - | - | - | - | - | 2,3 | 1,8 | 2,4 | 2,3 | 0,2 | 0,9 | 1,5 |
| Avril | - | - | - | - | - | - | 2,4 | 1,9 | 2,2 | 2,7 | 0,4 | 1,2 | 1,9 |
| Mai | - | - | - | - | - | - | 2,1 | 1,8 | 1,9 | 2,9 | 0,4 | 1,5 | 1,4 |
| Juin | - | - | - | - | - | - | 1,9 | 1,8 | 1,6 | 2,6 | 0,4 | 1,5 | 1,3 |
| Juil. | - | - | - | - | - | - | 2,0 | 1,8 | 1,7 | 2,6 | 0,4 | 1,4 | 1,3 |
| Août ⁴⁾ | - | - | - | - | - | - | . | . | . | . | . | . | 1,5 |

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

1) Données trimestrielles cvs; données annuelles brutes.

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

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

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

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

| | Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs) | | | | | | | Importations de marchandises ¹⁾ | | | | |
|-----------|---|------------|-------------|-------|-------|---|-----------------------|--|-----------|--------------------|--------------------------------|----------|
| | Indice composite des directeurs d'achat | | | | | Indice mondial des directeurs d'achat ²⁾ | | Nouvelles commandes à l'exportation | Mondiales | Économies avancées | Économies de marché émergentes | |
| | Mondial ²⁾ | États-Unis | Royaume-Uni | Japon | Chine | Pour mémoire : zone euro | Secteur manufacturier | | | | | Services |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 2014 | 54,2 | 57,3 | 57,9 | 50,9 | 51,1 | 52,7 | 53,3 | 54,1 | 51,5 | 2,7 | 3,8 | 2,0 |
| 2015 | 53,2 | 55,8 | 56,2 | 51,4 | 50,4 | 53,8 | 51,8 | 53,7 | 50,3 | 0,9 | 3,7 | -0,9 |
| 2016 | 51,6 | 52,4 | 53,4 | 50,5 | 51,4 | 53,3 | 51,8 | 51,9 | 50,2 | 0,9 | 1,2 | 0,7 |
| 2016 T3 | 51,4 | 51,9 | 51,6 | 49,6 | 51,7 | 52,9 | 51,8 | 51,3 | 50,1 | 0,9 | 1,1 | 0,8 |
| T4 | 53,2 | 54,6 | 55,5 | 52,0 | 53,1 | 53,8 | 53,4 | 53,2 | 50,5 | 1,7 | -1,3 | 3,9 |
| 2017 T1 | 53,3 | 54,3 | 54,6 | 52,5 | 52,3 | 55,6 | 53,4 | 53,3 | 51,8 | 2,0 | 1,3 | 2,4 |
| T2 | 53,1 | 53,6 | 54,8 | 53,0 | 51,3 | 56,6 | 52,5 | 53,3 | 51,5 | 0,0 | 1,6 | -1,1 |
| 2017 Mars | 53,2 | 53,0 | 54,9 | 52,9 | 52,1 | 56,4 | 53,5 | 53,1 | 51,6 | 2,0 | 1,3 | 2,4 |
| Avril | 53,0 | 53,2 | 56,1 | 52,6 | 51,2 | 56,8 | 52,7 | 53,1 | 51,6 | -0,1 | 0,3 | -0,4 |
| Mai | 53,1 | 53,6 | 54,3 | 53,4 | 51,5 | 56,8 | 52,6 | 53,3 | 51,4 | 0,3 | 1,4 | -0,4 |
| Juin | 53,1 | 53,9 | 53,8 | 52,9 | 51,1 | 56,3 | 52,1 | 53,4 | 51,7 | 0,0 | 1,6 | -1,1 |
| Juil. | 53,1 | 54,6 | 54,1 | 51,8 | 51,9 | 55,7 | 52,5 | 53,3 | 51,6 | . | . | . |
| Août | . | 56,0 | 54,0 | 51,9 | 52,4 | 55,7 | 52,6 | . | 52,3 | . | . | . |

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

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

2) Hors zone euro.

2 Évolutions financières

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; valeurs moyennes sur la période)

| | Zone euro 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 |
| 2014 | 0,09 | 0,13 | 0,21 | 0,31 | 0,48 | 0,23 | 0,13 |
| 2015 | -0,11 | -0,07 | -0,02 | 0,05 | 0,17 | 0,32 | 0,09 |
| 2016 | -0,32 | -0,34 | -0,26 | -0,17 | -0,03 | 0,74 | -0,02 |
| 2017 | | | | | | | |
| Fév. | -0,35 | -0,37 | -0,33 | -0,24 | -0,11 | 1,04 | -0,01 |
| Mars | -0,35 | -0,37 | -0,33 | -0,24 | -0,11 | 1,13 | 0,00 |
| Avril | -0,36 | -0,37 | -0,33 | -0,25 | -0,12 | 1,16 | 0,02 |
| Mai | -0,36 | -0,37 | -0,33 | -0,25 | -0,13 | 1,19 | -0,01 |
| Juin | -0,36 | -0,37 | -0,33 | -0,27 | -0,15 | 1,26 | -0,01 |
| Juil. | -0,36 | -0,37 | -0,33 | -0,27 | -0,15 | 1,31 | -0,01 |
| Août | -0,36 | -0,37 | -0,33 | -0,27 | -0,16 | 1,31 | -0,03 |

Source : BCE.

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

2.2 Courbes des rendements

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

| | Taux au comptant | | | | | Écarts de taux | | | Taux à terme instantanés | | | |
|---------|-----------------------------|-------|-------|-------|--------|-----------------------------|-------------|-------------|-----------------------------|-------|-------|--------|
| | Zone euro ^{1), 2)} | | | | | Zone euro ^{1), 2)} | États-Unis | Royaume-Uni | Zone euro ^{1), 2)} | | | |
| | 3 mois | 1 an | 2 ans | 5 ans | 10 ans | 10 ans-1 an | 10 ans-1 an | 10 ans-1 an | 1 an | 2 ans | 5 ans | 10 ans |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 2014 | -0,02 | -0,09 | -0,12 | 0,07 | 0,65 | 0,74 | 1,95 | 1,45 | -0,15 | -0,11 | 0,58 | 1,77 |
| 2015 | -0,45 | -0,40 | -0,35 | 0,02 | 0,77 | 1,17 | 1,66 | 1,68 | -0,35 | -0,22 | 0,82 | 1,98 |
| 2016 | -0,93 | -0,82 | -0,80 | -0,47 | 0,26 | 1,08 | 1,63 | 1,17 | -0,78 | -0,75 | 0,35 | 1,35 |
| 2017 | | | | | | | | | | | | |
| Février | -0,87 | -0,88 | -0,90 | -0,54 | 0,25 | 1,13 | 1,56 | 1,05 | -0,92 | -0,86 | 0,34 | 1,46 |
| Mars | -0,75 | -0,74 | -0,73 | -0,36 | 0,38 | 1,12 | 1,36 | 1,01 | -0,75 | -0,64 | 0,47 | 1,52 |
| Avril | -0,78 | -0,77 | -0,73 | -0,35 | 0,38 | 1,15 | 1,21 | 1,03 | -0,75 | -0,61 | 0,48 | 1,50 |
| Mai | -0,73 | -0,74 | -0,74 | -0,39 | 0,36 | 1,10 | 1,05 | 0,88 | -0,76 | -0,67 | 0,43 | 1,54 |
| Juin | -0,69 | -0,65 | -0,59 | -0,17 | 0,54 | 1,19 | 1,07 | 0,93 | -0,60 | -0,41 | 0,65 | 1,63 |
| Juil. | -0,71 | -0,71 | -0,67 | -0,21 | 0,58 | 1,29 | 1,07 | 0,93 | -0,70 | -0,51 | 0,72 | 1,75 |
| Août | -0,78 | -0,77 | -0,73 | -0,35 | 0,38 | 1,15 | 0,89 | 0,92 | -0,75 | -0,62 | 0,48 | 1,52 |

Source : BCE.

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

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

2.3 Indices boursiers

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

| | Indices Dow Jones EuroStoxx | | | | | | | | | | | | États-Unis | Japon |
|---------|-----------------------------|---------|---------------------|----------------------------|-----------------------|----------------|---------|-----------|-------------|---------------------|--------------------|-------|-----------------------|------------|
| | Référence | | Principaux secteurs | | | | | | | | | | Standard & Poor's 500 | Nikkei 225 |
| | Indice large | 50 | Produits de base | Services aux consommateurs | Biens de consommation | Pétrole et gaz | Finance | Industrie | Technologie | Services collectifs | Télécommunications | Santé | 13 | 14 |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | | |
| 2014 | 318,7 | 3 145,3 | 644,3 | 216,6 | 510,6 | 335,5 | 180,0 | 452,9 | 310,8 | 279,2 | 306,7 | 668,1 | 1 931,4 | 15 460,4 |
| 2015 | 356,2 | 3 444,1 | 717,4 | 261,9 | 628,2 | 299,9 | 189,8 | 500,6 | 373,2 | 278,0 | 377,7 | 821,3 | 2 061,1 | 19 203,8 |
| 2016 | 321,6 | 3 003,7 | 620,7 | 250,9 | 600,1 | 278,9 | 148,7 | 496,0 | 375,8 | 248,6 | 326,9 | 770,9 | 2 094,7 | 16 920,5 |
| 2017 | | | | | | | | | | | | | | |
| Février | 353,2 | 3 293,1 | 728,9 | 257,0 | 644,9 | 312,5 | 166,6 | 563,0 | 431,7 | 239,1 | 334,6 | 839,5 | 2 329,9 | 19 188,7 |
| Mars | 365,7 | 3 427,1 | 740,4 | 261,7 | 671,6 | 314,2 | 174,7 | 578,4 | 450,3 | 252,1 | 349,6 | 870,0 | 2 366,8 | 19 340,2 |
| Avril | 373,9 | 3 491,8 | 753,7 | 271,1 | 683,6 | 319,4 | 178,0 | 598,4 | 459,3 | 260,7 | 349,8 | 893,3 | 2 359,3 | 18 736,4 |
| Mai | 387,1 | 3 601,9 | 765,9 | 281,9 | 707,5 | 318,8 | 186,4 | 616,2 | 477,1 | 272,5 | 363,8 | 935,1 | 2 395,3 | 19 726,8 |
| Juin | 383,6 | 3 547,8 | 767,8 | 283,0 | 698,8 | 299,9 | 182,4 | 617,2 | 475,2 | 283,6 | 355,4 | 927,3 | 2 434,0 | 20 045,6 |
| Juil. | 377,8 | 3 483,9 | 745,3 | 270,9 | 685,3 | 289,5 | 187,7 | 606,5 | 465,2 | 273,5 | 339,7 | 891,3 | 2 454,1 | 20 044,9 |
| Août | 375,1 | 3 451,3 | 727,5 | 266,5 | 681,4 | 288,8 | 187,3 | 596,2 | 467,4 | 284,4 | 340,3 | 861,1 | 2 456,2 | 19 670,2 |

Source : BCE.

2 Évolutions financières

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

| | | Dépôts | | | | Crédits renouvelables et découverts | Prorogations de crédit sur carte | Prêts à la consommation | | | Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes | Prêts au logement | | | | Indicateur composite du coût d'emprunt | |
|------|----------------------|--------|-------------------------------------|---------------|---------|-------------------------------------|----------------------------------|--|-------------------|--|--|-------------------|-------------------|--|---------------------------------|--|-------------------|
| | | À vue | Remboursables avec préavis ≤ 3 mois | D'une durée : | | | | Par période de fixation initiale du taux | TAE ³⁾ | Par période de fixation initiale du taux | | | TAE ³⁾ | Indicateur composite du coût d'emprunt | | | |
| | | | | ≤ 2 ans | > 2 ans | | | | | Taux variable et période ≤ 1 an | | > 1 an | | | Taux variable et période ≤ 1 an | | > 1 an et ≤ 5 ans |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | | |
| 2016 | Août | 0,08 | 0,51 | 0,52 | 0,83 | 6,48 | 16,78 | 5,43 | 6,01 | 6,37 | 2,40 | 1,86 | 1,95 | 1,86 | 1,88 | 2,31 | 1,90 |
| | Septembre | 0,08 | 0,50 | 0,50 | 0,79 | 6,50 | 16,78 | 5,16 | 5,75 | 6,14 | 2,35 | 1,80 | 1,98 | 1,85 | 1,85 | 2,28 | 1,86 |
| | Octobre | 0,08 | 0,49 | 0,44 | 0,75 | 6,42 | 16,78 | 5,16 | 5,69 | 6,11 | 2,43 | 1,78 | 1,90 | 1,80 | 1,81 | 2,25 | 1,81 |
| | Novembre | 0,08 | 0,49 | 0,43 | 0,78 | 6,39 | 16,71 | 4,91 | 5,74 | 6,12 | 2,43 | 1,76 | 1,91 | 1,76 | 1,79 | 2,24 | 1,79 |
| | Décembre | 0,08 | 0,49 | 0,43 | 0,76 | 6,33 | 16,68 | 4,78 | 5,48 | 5,87 | 2,31 | 1,77 | 1,90 | 1,80 | 1,75 | 2,24 | 1,78 |
| 2017 | Janvier | 0,07 | 0,48 | 0,42 | 0,75 | 6,34 | 16,62 | 5,05 | 5,87 | 6,24 | 2,27 | 1,76 | 1,88 | 1,80 | 1,76 | 2,28 | 1,81 |
| | Février | 0,07 | 0,48 | 0,40 | 0,76 | 6,38 | 16,68 | 5,09 | 5,72 | 6,17 | 2,39 | 1,77 | 1,89 | 1,85 | 1,81 | 2,29 | 1,85 |
| | Mars | 0,06 | 0,48 | 0,40 | 0,74 | 6,39 | 16,69 | 4,99 | 5,62 | 6,08 | 2,39 | 1,74 | 1,88 | 1,85 | 1,82 | 2,25 | 1,85 |
| | Avril | 0,06 | 0,47 | 0,40 | 0,74 | 6,34 | 16,70 | 4,83 | 5,58 | 5,96 | 2,36 | 1,73 | 1,89 | 1,91 | 1,85 | 2,26 | 1,87 |
| | Mai | 0,06 | 0,47 | 0,39 | 0,83 | 6,33 | 16,70 | 5,08 | 5,78 | 6,22 | 2,44 | 1,73 | 1,90 | 1,90 | 1,87 | 2,23 | 1,87 |
| | Juin | 0,06 | 0,47 | 0,38 | 0,79 | 6,31 | 16,83 | 4,68 | 5,74 | 6,20 | 2,41 | 1,69 | 1,89 | 1,91 | 1,89 | 2,21 | 1,87 |
| | Juil. ^(p) | 0,05 | 0,46 | 0,38 | 0,76 | 6,28 | 16,81 | 4,95 | 5,84 | 6,28 | 2,36 | 1,75 | 1,91 | 1,90 | 1,90 | 2,21 | 1,88 |

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 (TAE³⁾).

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

| | | Dépôts | | | Crédits renouvelables et découverts | Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux | | | | | | | | | Indicateur composite du coût d'emprunt |
|------|----------------------|--------|---------------|---------|-------------------------------------|--|--------------------|--------|-----------------------------------|--------------------|--------|-----------------------------------|--------------------|--------|--|
| | | À vue | D'une durée : | | | ≤ 250 000 euros | | | > 250 000 euros et ≤ 1 million | | | > 1 million d'euros | | | |
| | | | ≤ 2 ans | > 2 ans | | Taux variable et période ≤ 3 mois | > 3 mois et ≤ 1 an | > 1 an | Taux variable et période ≤ 3 mois | > 3 mois et ≤ 1 an | > 1 an | Taux variable et période ≤ 3 mois | > 3 mois et ≤ 1 an | > 1 an | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | | |
| 2016 | Août | 0,09 | 0,16 | 0,47 | 2,74 | 2,69 | 3,02 | 2,46 | 1,87 | 1,95 | 1,80 | 1,22 | 1,48 | 1,54 | 1,83 |
| | Septembre | 0,09 | 0,12 | 0,47 | 2,73 | 2,65 | 2,96 | 2,42 | 1,83 | 1,86 | 1,73 | 1,28 | 1,61 | 1,63 | 1,86 |
| | Octobre | 0,08 | 0,15 | 0,49 | 2,68 | 2,63 | 3,04 | 2,37 | 1,81 | 1,84 | 1,72 | 1,28 | 1,40 | 1,63 | 1,83 |
| | Novembre | 0,07 | 0,12 | 0,42 | 2,65 | 2,60 | 2,91 | 2,38 | 1,82 | 1,82 | 1,68 | 1,29 | 1,43 | 1,52 | 1,82 |
| | Décembre | 0,07 | 0,12 | 0,59 | 2,64 | 2,58 | 2,84 | 2,30 | 1,83 | 1,84 | 1,68 | 1,33 | 1,46 | 1,62 | 1,81 |
| 2017 | Janvier | 0,06 | 0,12 | 0,51 | 2,64 | 2,68 | 2,80 | 2,30 | 1,81 | 1,86 | 1,73 | 1,22 | 1,37 | 1,62 | 1,79 |
| | Février | 0,06 | 0,10 | 0,53 | 2,64 | 2,58 | 2,78 | 2,35 | 1,77 | 1,76 | 1,71 | 1,18 | 1,31 | 1,53 | 1,76 |
| | Mars | 0,06 | 0,08 | 0,58 | 2,58 | 2,52 | 2,79 | 2,35 | 1,76 | 1,79 | 1,72 | 1,31 | 1,63 | 1,58 | 1,82 |
| | Avril | 0,06 | 0,10 | 0,40 | 2,56 | 2,55 | 2,69 | 2,35 | 1,79 | 1,78 | 1,70 | 1,34 | 1,50 | 1,64 | 1,81 |
| | Mai | 0,05 | 0,10 | 0,43 | 2,52 | 2,49 | 2,77 | 2,37 | 1,76 | 1,73 | 1,71 | 1,20 | 1,47 | 1,63 | 1,76 |
| | Juin | 0,05 | 0,06 | 0,43 | 2,51 | 2,46 | 2,68 | 2,34 | 1,74 | 1,71 | 1,67 | 1,26 | 1,43 | 1,55 | 1,76 |
| | Juil. ^(p) | 0,05 | 0,11 | 0,35 | 2,45 | 2,45 | 2,76 | 2,36 | 1,75 | 1,74 | 1,71 | 1,23 | 1,33 | 1,65 | 1,74 |

Source : BCE.

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

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

2 Évolutions financières

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

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

| | Encours | | | | | | | Émissions brutes ¹⁾ | | | | | | |
|--------------------|---------|------------------------------|---|----------------------|--------------------------|---------------------------|----------------------------------|--------------------------------|------------------------------|---|----------------------|--------------------------|---------------------------|----------------------------------|
| | Total | IFM (y compris Euro-système) | Sociétés autres que les IFM | | | Administrations publiques | | Total | IFM (y compris Euro-système) | Sociétés autres que les IFM | | | Administrations publiques | |
| | | | Sociétés financières autres que les IFM | Véhicules financiers | Sociétés non financières | Administration centrale | Autres administrations publiques | | | Sociétés financières autres que les IFM | Véhicules financiers | Sociétés non financières | Administration centrale | Autres administrations publiques |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| Court terme | | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 1 322 | 544 | 132 | . | 59 | 538 | 50 | 410 | 219 | 34 | . | 38 | 93 | 25 |
| 2015 | 1 269 | 517 | 147 | . | 62 | 478 | 65 | 347 | 161 | 37 | . | 33 | 82 | 34 |
| 2016 | 1 242 | 520 | 135 | . | 59 | 466 | 62 | 351 | 161 | 46 | . | 32 | 79 | 33 |
| 2017 | | | | | | | | | | | | | | |
| Janvier | 1 276 | 536 | 135 | . | 73 | 469 | 63 | 420 | 203 | 49 | . | 39 | 88 | 41 |
| Février | 1 303 | 550 | 141 | . | 79 | 466 | 66 | 348 | 168 | 49 | . | 31 | 72 | 29 |
| Mars | 1 315 | 547 | 131 | . | 82 | 480 | 74 | 389 | 171 | 52 | . | 43 | 90 | 33 |
| Avril | 1 302 | 525 | 136 | . | 91 | 479 | 72 | 357 | 155 | 47 | . | 43 | 75 | 36 |
| Mai | 1 301 | 522 | 138 | . | 93 | 481 | 68 | 358 | 173 | 43 | . | 37 | 84 | 21 |
| Juin | 1 284 | 508 | 140 | . | 80 | 484 | 72 | 341 | 145 | 50 | . | 33 | 81 | 33 |
| Long terme | | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 15 143 | 4 055 | 3 165 | . | 995 | 6 285 | 643 | 220 | 65 | 43 | . | 16 | 85 | 10 |
| 2015 | 15 250 | 3 784 | 3 288 | . | 1 059 | 6 482 | 637 | 215 | 68 | 45 | . | 13 | 81 | 9 |
| 2016 | 15 281 | 3 641 | 3 217 | . | 1 140 | 6 643 | 641 | 210 | 59 | 48 | . | 17 | 78 | 8 |
| 2017 | | | | | | | | | | | | | | |
| Janvier | 15 340 | 3 645 | 3 227 | . | 1 142 | 6 688 | 638 | 317 | 103 | 82 | . | 15 | 108 | 9 |
| Février | 15 370 | 3 667 | 3 232 | . | 1 145 | 6 686 | 641 | 246 | 80 | 54 | . | 12 | 89 | 12 |
| Mars | 15 404 | 3 648 | 3 221 | . | 1 155 | 6 735 | 644 | 298 | 65 | 103 | . | 24 | 97 | 9 |
| Avril | 15 378 | 3 633 | 3 240 | . | 1 155 | 6 717 | 632 | 252 | 54 | 94 | . | 13 | 87 | 5 |
| Mai | 15 449 | 3 635 | 3 242 | . | 1 158 | 6 780 | 634 | 259 | 63 | 73 | . | 18 | 101 | 4 |
| Juin | 15 442 | 3 627 | 3 229 | . | 1 158 | 6 791 | 637 | 213 | 60 | 36 | . | 23 | 84 | 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 | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| Encours | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 16 464,5 | 4 598,5 | 3 296,2 | . | 1 053,6 | 6 823,2 | 693,0 | 5 958,1 | 591,3 | 782,2 | 4 584,6 |
| 2015 | 16 518,9 | 4 301,6 | 3 434,4 | . | 1 120,3 | 6 960,1 | 702,4 | 6 745,0 | 586,4 | 907,6 | 5 251,0 |
| 2016 | 16 523,6 | 4 160,2 | 3 352,2 | . | 1 199,2 | 7 108,5 | 703,4 | 7 029,3 | 538,8 | 1 020,0 | 5 470,5 |
| 2017 | | | | | | | | | | | |
| Janvier | 16 616,6 | 4 181,7 | 3 362,4 | . | 1 214,7 | 7 156,9 | 700,9 | 7 015,4 | 542,5 | 1 018,4 | 5 454,5 |
| Février | 16 672,8 | 4 217,3 | 3 373,1 | . | 1 223,9 | 7 151,8 | 706,8 | 7 201,4 | 539,1 | 1 028,8 | 5 633,4 |
| Mars | 16 718,9 | 4 195,5 | 3 352,3 | . | 1 237,6 | 7 216,0 | 717,4 | 7 509,3 | 610,0 | 1 058,8 | 5 840,5 |
| Avril | 16 680,0 | 4 158,0 | 3 376,5 | . | 1 245,7 | 7 195,8 | 704,0 | 7 689,7 | 636,9 | 1 077,2 | 5 975,6 |
| Mai | 16 749,9 | 4 156,2 | 3 379,9 | . | 1 250,7 | 7 261,0 | 702,1 | 7 781,6 | 631,3 | 1 070,8 | 6 079,5 |
| Juin | 16 725,9 | 4 134,5 | 3 369,4 | . | 1 237,5 | 7 275,3 | 709,2 | 7 630,9 | 640,5 | 1 067,8 | 5 922,7 |
| Taux de croissance | | | | | | | | | | | |
| 2014 | -0,8 | -8,1 | 0,1 | . | 5,0 | 3,1 | 1,1 | 1,6 | 7,2 | 2,0 | 0,7 |
| 2015 | 0,2 | -7,0 | 5,5 | . | 4,5 | 1,8 | 0,6 | 1,1 | 4,5 | 1,5 | 0,6 |
| 2016 | 0,2 | -3,1 | -1,8 | . | 7,2 | 2,1 | -0,1 | 0,5 | 1,2 | 1,0 | 0,4 |
| 2017 | | | | | | | | | | | |
| Janvier | 0,8 | -2,1 | -0,6 | . | 9,1 | 2,2 | -0,2 | 0,6 | 1,5 | 1,1 | 0,4 |
| Février | 1,3 | -1,7 | 1,6 | . | 10,0 | 1,6 | 0,8 | 0,7 | 4,1 | 1,3 | 0,3 |
| Mars | 1,6 | -1,4 | 2,6 | . | 9,7 | 1,7 | 0,8 | 0,8 | 5,8 | 0,9 | 0,3 |
| Avril | 1,8 | -2,0 | 3,8 | . | 8,7 | 2,2 | 0,2 | 0,8 | 5,8 | 1,1 | 0,3 |
| Mai | 1,9 | -1,9 | 4,1 | . | 8,6 | 2,2 | 0,1 | 0,8 | 5,8 | 1,2 | 0,3 |
| Juin | 1,9 | -2,1 | 5,6 | . | 8,5 | 1,7 | 0,4 | 0,7 | 4,8 | 1,2 | 0,3 |

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs ¹⁾

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

| | TCE-19 | | | | | | TCE-38 | | |
|-----------|--------------|----------------------------------|--|---|--|----------------------------------|--------------|----------------------------------|--|
| | Taux nominal | Taux réel (sur la base de l'IPC) | Taux réel (sur la base de l'IPP) | Taux réel (sur la base du déflateur du PIB) | Taux réel (sur la base des CUMIM ²⁾) | Taux réel (sur la base des CUME) | Taux nominal | Taux réel (sur la base de l'IPC) | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | |
| 2014 | 101,4 | 97,2 | 96,4 | 90,6 | 96,4 | 98,5 | 114,3 | 95,4 | |
| 2015 | 91,7 | 87,6 | 88,6 | 82,3 | 80,9 | 88,0 | 105,7 | 87,0 | |
| 2016 | 94,4 | 89,5 | 90,8 | 84,5 | 79,9 | 89,1 | 109,7 | 89,3 | |
| 2016 T3 | 94,8 | 90,0 | 91,3 | 84,9 | 79,9 | 89,3 | 110,0 | 89,5 | |
| T4 | 94,5 | 89,6 | 90,5 | 84,3 | 79,7 | 88,9 | 109,4 | 88,9 | |
| 2017 T1 | 93,8 | 89,0 | 89,6 | 82,9 | 79,0 | 88,0 | 108,6 | 88,1 | |
| T2 | 95,3 | 90,3 | 91,0 | - | - | - | 110,2 | 89,1 | |
| 2017 Mars | 94,0 | 89,2 | 89,8 | - | - | - | 108,6 | 88,0 | |
| Avril | 93,7 | 89,0 | 89,6 | - | - | - | 108,3 | 87,7 | |
| Mai | 95,6 | 90,5 | 91,4 | - | - | - | 110,5 | 89,3 | |
| Juin | 96,3 | 91,3 | 91,9 | - | - | - | 111,5 | 90,1 | |
| Juil. | 97,6 | 92,4 | 93,0 | - | - | - | 113,4 | 91,6 | |
| Août | 99,0 | 93,8 | 94,2 | - | - | - | 115,1 | 93,0 | |
| | | | <i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i> | | | | | | |
| 2017 Août | 1,5 | 1,5 | 1,3 | - | - | - | 1,5 | 1,5 | |
| | | | <i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i> | | | | | | |
| 2017 Août | 4,4 | 4,2 | 3,1 | - | - | - | 4,6 | 3,8 | |

Source : BCE.

1) Pour une définition des groupes de partenaires commerciaux et d'autres informations, cf. les notes générales annexées au *Bulletin statistique*.

2) Les séries déflatées des CUMIM sont disponibles uniquement pour le groupe TCE-18 de partenaires commerciaux.

2.9 Taux de change bilatéraux

(valeurs moyennes sur la période ; unités de monnaie nationale pour 1 euro)

| | Yuan renminbi chinois | Kuna croate | Couronne tchèque | Couronne danoise | Forint hongrois | Yen japonais | Zloty polonais | Livre sterling | Leu roumain | Couronne suédoise | Franc suisse | Dollar des États-Unis |
|-----------|-----------------------|-------------|--|------------------|-----------------|--------------|----------------|----------------|-------------|-------------------|--------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 2014 | 8,186 | 7,634 | 27,536 | 7,455 | 308,706 | 140,306 | 4,184 | 0,806 | 4,4437 | 9,099 | 1,215 | 1,329 |
| 2015 | 6,973 | 7,614 | 27,279 | 7,459 | 309,996 | 134,314 | 4,184 | 0,726 | 4,4454 | 9,353 | 1,068 | 1,110 |
| 2016 | 7,352 | 7,533 | 27,034 | 7,445 | 311,438 | 120,197 | 4,363 | 0,819 | 4,4904 | 9,469 | 1,090 | 1,107 |
| 2016 T3 | 7,443 | 7,493 | 27,029 | 7,442 | 311,016 | 114,292 | 4,338 | 0,850 | 4,4646 | 9,511 | 1,089 | 1,117 |
| T4 | 7,369 | 7,523 | 27,029 | 7,439 | 309,342 | 117,918 | 4,378 | 0,869 | 4,5069 | 9,757 | 1,080 | 1,079 |
| 2017 T1 | 7,335 | 7,467 | 27,021 | 7,435 | 309,095 | 121,014 | 4,321 | 0,860 | 4,5217 | 9,506 | 1,069 | 1,065 |
| T2 | 7,560 | 7,430 | 26,535 | 7,438 | 309,764 | 122,584 | 4,215 | 0,861 | 4,5532 | 9,692 | 1,084 | 1,102 |
| 2017 Mars | 7,369 | 7,423 | 27,021 | 7,436 | 309,714 | 120,676 | 4,287 | 0,866 | 4,5476 | 9,528 | 1,071 | 1,068 |
| Avril | 7,389 | 7,450 | 26,823 | 7,438 | 311,566 | 118,294 | 4,237 | 0,848 | 4,5291 | 9,594 | 1,073 | 1,072 |
| Mai | 7,613 | 7,432 | 26,572 | 7,440 | 309,768 | 124,093 | 4,200 | 0,856 | 4,5539 | 9,710 | 1,090 | 1,106 |
| Juin | 7,646 | 7,410 | 26,264 | 7,438 | 308,285 | 124,585 | 4,211 | 0,877 | 4,5721 | 9,754 | 1,087 | 1,123 |
| Juil. | 7,796 | 7,412 | 26,079 | 7,437 | 306,715 | 129,482 | 4,236 | 0,886 | 4,5689 | 9,589 | 1,106 | 1,151 |
| Août | 7,876 | 7,405 | 26,101 | 7,438 | 304,366 | 129,703 | 4,267 | 0,911 | 4,5789 | 9,548 | 1,140 | 1,181 |
| | | | <i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i> | | | | | | | | | |
| 2017 Août | 1,0 | -0,1 | 0,1 | 0,0 | -0,8 | 0,2 | 0,7 | 2,8 | 0,2 | -0,4 | 3,1 | 2,6 |
| | | | <i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i> | | | | | | | | | |
| 2017 Août | 5,7 | -1,1 | -3,4 | 0,0 | -1,9 | 14,3 | -0,8 | 6,5 | 2,7 | 0,6 | 4,7 | 5,3 |

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) | | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | T2 | 22 882,6 | 23 691,0 | -808,5 | 9 940,6 | 8 276,0 | 7 430,2 | 9 989,1 | -65,1 | 4 855,0 | 5 425,9 | 721,8 | 13 618,7 |
| | T3 | 23 116,4 | 23 859,3 | -743,0 | 9 911,5 | 8 142,6 | 7 690,0 | 10 166,4 | -62,1 | 4 849,9 | 5 550,4 | 727,0 | 13 617,3 |
| | T4 | 23 598,0 | 24 253,6 | -655,5 | 10 246,5 | 8 382,5 | 7 883,9 | 10 324,0 | -53,8 | 4 813,8 | 5 547,1 | 707,7 | 13 616,0 |
| 2017 | T1 | 24 733,9 | 25 094,7 | -360,8 | 10 613,8 | 8 559,8 | 8 223,2 | 10 601,2 | -51,3 | 5 221,6 | 5 933,7 | 726,6 | 13 959,6 |
| <i>encours en pourcentage du PIB</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | T1 | 228,6 | 231,9 | -3,3 | 98,1 | 79,1 | 76,0 | 98,0 | -0,5 | 48,3 | 54,8 | 6,7 | 129,0 |
| Flux | | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | T3 | 218,8 | 87,7 | 131,0 | 55,8 | -79,4 | 127,5 | 14,8 | 23,9 | 3,8 | 152,4 | 7,7 | - |
| | T4 | 95,4 | 11,7 | 83,7 | 120,1 | 102,9 | 14,6 | -78,2 | 15,2 | -59,1 | -13,0 | 4,6 | - |
| 2017 | T1 | 566,7 | 513,6 | 53,1 | 147,2 | 110,5 | 167,7 | 91,2 | 15,5 | 238,8 | 311,9 | -2,5 | - |
| | T2 | 184,8 | 66,8 | 118,0 | 11,2 | 27,6 | 196,5 | 122,8 | -4,4 | -16,8 | -83,6 | -1,7 | - |
| 2017 | Janvier | 350,2 | 362,6 | -12,5 | 52,5 | 64,8 | 43,0 | 31,4 | 2,2 | 257,6 | 266,4 | -5,1 | - |
| | Février | 219,7 | 197,7 | 22,0 | 85,4 | 53,0 | 82,5 | 26,9 | 8,1 | 41,7 | 117,8 | 2,0 | - |
| | Mars | -3,2 | -46,7 | 43,5 | 9,3 | -7,3 | 42,2 | 32,9 | 5,2 | -60,5 | -72,3 | 0,6 | - |
| | Avril | 150,2 | 135,3 | 14,9 | 28,0 | 7,7 | 44,0 | -5,8 | 1,0 | 81,7 | 133,3 | -4,5 | - |
| | Mai | 97,8 | 89,3 | 8,5 | 22,9 | 15,2 | 79,1 | 94,5 | 3,1 | -8,7 | -20,4 | 1,4 | - |
| | Juin | -63,1 | -157,7 | 94,6 | -39,7 | 4,7 | 73,4 | 34,0 | -8,5 | -89,8 | -196,5 | 1,4 | - |
| <i>flux cumulés sur 12 mois</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | Juin | 1 065,7 | 679,8 | 385,9 | 334,3 | 161,6 | 506,3 | 150,5 | 50,2 | 166,8 | 367,8 | 8,1 | - |
| <i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | Juin | 9,8 | 6,3 | 3,6 | 3,1 | 1,5 | 4,7 | 1,4 | 0,5 | 1,5 | 3,4 | 0,1 | - |

Source: BCE.

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

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

| | PIB | | | | | | | | | | | |
|---|----------|--------------------|-----------------------------|-------------------------------|---------------------------------|-----------------------|---|--|-------|---------------------------------|---------------------------------|---------|
| | Total | Demande intérieure | | | | | | | | Solde extérieur ¹⁾ | | |
| | | Total | Consom- mation privée | Consom- mation publique | Formation brute de capital fixe | | | Variation des stocks ²⁾ | Total | Expor- tations ¹⁾ | Impor- tations ¹⁾ | |
| | | | | | Total des bâtiments | Total des machines | Droits de propriété intellec- tuelle | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | |
| Prix courants (montants en milliards d'euros) | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 10 153,7 | 9 781,8 | 5 633,1 | 2 128,2 | 1 993,7 | 1 003,8 | 600,7 | 384,2 | 26,7 | 371,9 | 4 539,6 | 4 167,8 |
| 2015 | 10 498,2 | 10 009,4 | 5 745,1 | 2 167,6 | 2 070,3 | 1 016,3 | 635,9 | 413,0 | 26,4 | 488,8 | 4 856,5 | 4 367,7 |
| 2016 | 10 772,9 | 10 287,6 | 5 882,4 | 2 217,8 | 2 179,6 | 1 051,3 | 669,1 | 454,2 | 7,7 | 485,4 | 4 944,1 | 4 458,7 |
| 2016 T3 | 2 695,7 | 2 577,0 | 1 471,7 | 555,6 | 546,7 | 262,8 | 167,1 | 115,6 | 2,9 | 118,8 | 1 235,7 | 1 117,0 |
| T4 | 2 722,1 | 2 609,4 | 1 487,3 | 558,8 | 556,1 | 267,1 | 169,8 | 118,0 | 7,2 | 112,6 | 1 266,9 | 1 154,3 |
| 2017 T1 | 2 740,2 | 2 623,9 | 1 501,2 | 561,8 | 556,4 | 271,8 | 170,0 | 113,4 | 4,5 | 116,2 | 1 299,8 | 1 183,6 |
| T2 | 2 768,0 | 2 643,1 | 1 511,6 | 565,2 | 562,8 | 275,5 | 171,1 | 114,9 | 3,5 | 124,9 | 1 309,5 | 1 184,6 |
| <i>en pourcentage du PIB</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 100,0 | 95,5 | 54,6 | 20,6 | 20,2 | 9,8 | 6,2 | 4,2 | 0,1 | 4,5 | - | - |
| Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente) | | | | | | | | | | | | |
| <i>variations trimestrielles en pourcentage</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2016 T3 | 0,5 | 0,5 | 0,3 | 0,2 | 0,1 | 0,5 | -0,3 | -0,2 | - | - | 0,4 | 0,5 |
| T4 | 0,6 | 0,8 | 0,6 | 0,4 | 1,3 | 1,6 | 1,3 | 0,6 | - | - | 1,5 | 2,0 |
| 2017 T1 | 0,5 | 0,1 | 0,4 | 0,2 | -0,3 | 1,6 | 1,0 | -6,2 | - | - | 1,3 | 0,4 |
| T2 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,9 | 0,8 | 0,9 | 1,1 | - | - | 1,1 | 0,9 |
| <i>variations annuelles en pourcentage</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 1,3 | 1,3 | 0,8 | 0,7 | 1,7 | -0,7 | 4,7 | 3,5 | - | - | 4,6 | 4,7 |
| 2015 | 2,0 | 1,9 | 1,7 | 1,3 | 3,1 | 0,7 | 5,1 | 6,4 | - | - | 6,6 | 6,8 |
| 2016 | 1,8 | 2,3 | 2,1 | 1,7 | 4,4 | 2,3 | 5,0 | 8,9 | - | - | 3,2 | 4,6 |
| 2016 T3 | 1,7 | 2,3 | 1,9 | 1,6 | 4,6 | 2,5 | 4,8 | 9,4 | - | - | 3,0 | 4,3 |
| T4 | 1,9 | 2,4 | 2,0 | 1,6 | 4,4 | 2,4 | 2,6 | 12,1 | - | - | 3,6 | 4,7 |
| 2017 T1 | 2,0 | 1,9 | 1,6 | 1,0 | 3,8 | 3,3 | 3,2 | 6,0 | - | - | 4,5 | 4,7 |
| T2 | 2,3 | 2,0 | 1,8 | 1,2 | 2,0 | 4,5 | 2,9 | -4,8 | - | - | 4,4 | 3,9 |
| <i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2016 T3 | 0,5 | 0,5 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 0,0 | - | - |
| T4 | 0,6 | 0,8 | 0,3 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | -0,2 | - | - |
| 2017 T1 | 0,5 | 0,1 | 0,2 | 0,0 | -0,1 | 0,2 | 0,1 | -0,3 | -0,1 | 0,4 | - | - |
| T2 | 0,6 | 0,5 | 0,3 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | -0,1 | 0,1 | - | - |
| <i>contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 1,3 | 1,2 | 0,5 | 0,2 | 0,3 | -0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | - | - |
| 2015 | 2,0 | 1,9 | 1,0 | 0,3 | 0,6 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | - | - |
| 2016 | 1,8 | 2,2 | 1,1 | 0,4 | 0,9 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | -0,1 | -0,4 | - | - |
| 2016 T3 | 1,7 | 2,2 | 1,0 | 0,3 | 0,9 | 0,2 | 0,3 | 0,4 | -0,1 | -0,4 | - | - |
| T4 | 1,9 | 2,3 | 1,1 | 0,3 | 0,9 | 0,2 | 0,2 | 0,5 | 0,0 | -0,3 | - | - |
| 2017 T1 | 2,0 | 1,8 | 0,9 | 0,2 | 0,8 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | - | - |
| T2 | 2,3 | 1,9 | 1,0 | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,2 | -0,2 | 0,2 | 0,4 | - | - |

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

3 Activité économique

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

| | Valeur ajoutée brute (aux prix de base) | | | | | | | | | | | Taxes moins subventions sur les produits |
|---|---|------------------------------------|---|--------------|--|------------------------------|--------------------------------------|------------------------|---|--|--|--|
| | Total | Agriculture, sylviculture et pêche | Industrie manufacturière, énergie et services publics | Construction | Commerce, transport, hébergement et restauration | Information et communication | Activités financières et d'assurance | Activités immobilières | Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien | Administration publique, enseignement, santé et action sociale | Arts, spectacles et autres activités de services | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| Prix courants (montants en milliards d'euros) | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 9 119,2 | 150,0 | 1 781,2 | 462,2 | 1 718,4 | 417,5 | 459,4 | 1 049,8 | 981,1 | 1 777,5 | 322,1 | 1 034,5 |
| 2015 | 9 426,7 | 151,1 | 1 899,9 | 468,6 | 1 777,2 | 430,6 | 464,6 | 1 068,4 | 1 026,3 | 1 811,3 | 328,8 | 1 071,5 |
| 2016 | 9 665,1 | 149,7 | 1 935,5 | 488,3 | 1 829,4 | 448,1 | 453,1 | 1 095,3 | 1 070,5 | 1 858,2 | 337,0 | 1 107,9 |
| 2016 T3 | 2 417,9 | 37,4 | 482,3 | 122,4 | 457,4 | 112,8 | 112,8 | 274,4 | 268,3 | 465,8 | 84,3 | 277,9 |
| T4 | 2 440,7 | 38,6 | 489,8 | 123,6 | 462,8 | 113,8 | 111,8 | 276,5 | 270,5 | 468,6 | 84,8 | 281,3 |
| 2017 T1 | 2 457,6 | 39,1 | 489,8 | 125,7 | 467,7 | 114,1 | 112,1 | 278,6 | 274,9 | 470,6 | 85,1 | 282,6 |
| T2 | 2 482,7 | 39,4 | 496,9 | 127,6 | 473,7 | 115,1 | 112,1 | 280,8 | 278,3 | 473,0 | 85,7 | 285,3 |
| <i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 100,0 | 1,5 | 20,0 | 5,1 | 18,9 | 4,6 | 4,7 | 11,3 | 11,1 | 19,2 | 3,5 | - |
| Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente) | | | | | | | | | | | | |
| <i>variations trimestrielles en pourcentage</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2016 T3 | 0,5 | -0,3 | 0,8 | 0,5 | 0,5 | 2,0 | -0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,7 |
| T4 | 0,6 | -0,4 | 1,2 | 0,4 | 0,8 | 0,8 | -0,4 | 0,3 | 0,7 | 0,4 | 0,2 | 0,9 |
| 2017 T1 | 0,6 | 1,6 | -0,1 | 1,5 | 0,9 | 1,1 | 0,0 | 0,5 | 1,3 | 0,2 | 0,3 | 0,5 |
| T2 | 0,6 | -0,9 | 1,1 | 1,0 | 0,7 | 1,0 | 0,1 | 0,3 | 0,8 | 0,2 | 0,3 | 0,8 |
| <i>variations annuelles en pourcentage</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 1,4 | 1,4 | 2,7 | -0,9 | 1,6 | 3,9 | -1,4 | 0,4 | 2,7 | 0,5 | 0,1 | 1,2 |
| 2015 | 1,9 | 3,0 | 4,2 | 0,2 | 1,6 | 3,0 | 0,1 | 0,5 | 3,0 | 0,9 | 0,3 | 3,2 |
| 2016 | 1,7 | -1,3 | 1,8 | 1,7 | 2,3 | 3,0 | -0,1 | 0,9 | 2,9 | 1,2 | 1,0 | 2,8 |
| 2016 T3 | 1,6 | -1,5 | 1,4 | 2,2 | 2,2 | 3,5 | 0,1 | 0,9 | 2,7 | 1,3 | 1,0 | 2,8 |
| T4 | 1,9 | -2,7 | 2,5 | 1,8 | 2,6 | 3,8 | -0,8 | 1,1 | 2,8 | 1,5 | 1,1 | 2,2 |
| 2017 T1 | 1,9 | 0,3 | 1,6 | 2,6 | 2,6 | 4,5 | -1,0 | 1,3 | 3,4 | 1,2 | 1,0 | 2,5 |
| T2 | 2,2 | -0,1 | 3,0 | 3,5 | 2,9 | 5,0 | -0,6 | 1,2 | 2,9 | 1,1 | 1,0 | 2,9 |
| <i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2016 T3 | 0,5 | 0,0 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | - |
| T4 | 0,6 | 0,0 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | - |
| 2017 T1 | 0,6 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | - |
| T2 | 0,6 | 0,0 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | - |
| <i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 1,4 | 0,0 | 0,5 | 0,0 | 0,3 | 0,2 | -0,1 | 0,0 | 0,3 | 0,1 | 0,0 | - |
| 2015 | 1,9 | 0,0 | 0,8 | 0,0 | 0,3 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,0 | - |
| 2016 | 1,7 | 0,0 | 0,4 | 0,1 | 0,4 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,0 | - |
| 2016 T3 | 1,6 | 0,0 | 0,3 | 0,1 | 0,4 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,0 | - |
| T4 | 1,9 | 0,0 | 0,5 | 0,1 | 0,5 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,3 | 0,3 | 0,0 | - |
| 2017 T1 | 1,9 | 0,0 | 0,3 | 0,1 | 0,5 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,4 | 0,2 | 0,0 | - |
| T2 | 2,2 | 0,0 | 0,6 | 0,2 | 0,6 | 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 | | | | | | | | | |
|--|-------|------------|---------------------------|------------------------------------|---|--------------|--|------------------------------|--------------------------------------|------------------------|--|--|--|
| | | Salariés | Travailleurs indépendants | Agriculture, sylviculture et pêche | Industrie manufacturière, énergie et services publics | Construction | Commerce, transport, hébergement et restauration | Information et communication | Activités financières et d'assurance | Activités immobilières | Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien | Administration publique, enseignement, santé et action sociale | Arts, spectacles et autres activités de services |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| Personnes employées | | | | | | | | | | | | | |
| <i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 100,0 | 85,1 | 14,9 | 3,4 | 15,1 | 6,1 | 24,7 | 2,7 | 2,7 | 1,0 | 13,0 | 24,3 | 7,1 |
| 2015 | 100,0 | 85,3 | 14,7 | 3,3 | 14,9 | 6,0 | 24,8 | 2,7 | 2,6 | 1,0 | 13,3 | 24,2 | 7,1 |
| 2016 | 100,0 | 85,5 | 14,5 | 3,2 | 14,8 | 5,9 | 24,9 | 2,7 | 2,6 | 1,0 | 13,5 | 24,2 | 7,1 |
| <i>variations annuelles en pourcentage</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 0,5 | 0,6 | 0,0 | 0,0 | -0,4 | -1,6 | 0,7 | 0,5 | -0,9 | 0,2 | 2,2 | 1,0 | 0,5 |
| 2015 | 1,0 | 1,2 | -0,4 | -1,2 | 0,2 | 0,0 | 1,1 | 1,3 | -0,2 | 1,8 | 3,0 | 0,9 | 0,8 |
| 2016 | 1,4 | 1,6 | -0,2 | -0,6 | 0,6 | 0,1 | 1,9 | 2,3 | 0,1 | 1,6 | 2,9 | 1,2 | 0,9 |
| 2016 T2 | 1,4 | 1,6 | -0,2 | -0,8 | 0,6 | -0,2 | 2,0 | 2,0 | 0,1 | 1,0 | 2,8 | 1,3 | 1,0 |
| T3 | 1,3 | 1,6 | 0,0 | -0,3 | 0,6 | 0,0 | 1,9 | 2,2 | 0,2 | 1,9 | 2,7 | 1,3 | 0,6 |
| T4 | 1,4 | 1,6 | 0,2 | 0,2 | 0,7 | 0,5 | 1,8 | 2,7 | 0,3 | 1,9 | 2,6 | 1,2 | 0,5 |
| 2017 T1 | 1,5 | 1,7 | 0,2 | 0,9 | 0,7 | 1,3 | 1,7 | 2,6 | -0,2 | 1,7 | 3,0 | 1,2 | 0,9 |
| Heures travaillées | | | | | | | | | | | | | |
| <i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 100,0 | 80,3 | 19,7 | 4,4 | 15,6 | 6,8 | 25,6 | 2,9 | 2,7 | 1,0 | 12,7 | 22,0 | 6,3 |
| 2015 | 100,0 | 80,6 | 19,4 | 4,3 | 15,5 | 6,8 | 25,6 | 2,9 | 2,7 | 1,0 | 13,0 | 22,0 | 6,3 |
| 2016 | 100,0 | 80,7 | 19,3 | 4,2 | 15,4 | 6,7 | 25,8 | 2,9 | 2,6 | 1,0 | 13,2 | 21,9 | 6,3 |
| <i>variations annuelles en pourcentage</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 0,6 | 0,8 | -0,5 | -0,4 | 0,0 | -1,3 | 0,3 | 0,5 | -1,0 | 0,0 | 2,3 | 1,3 | 0,2 |
| 2015 | 1,1 | 1,4 | -0,3 | -0,3 | 0,6 | 0,7 | 0,8 | 2,4 | 0,0 | 2,3 | 3,1 | 0,9 | 0,8 |
| 2016 | 0,8 | 1,0 | -0,1 | -0,4 | 0,3 | -0,5 | 1,5 | 1,1 | -1,3 | 1,4 | 2,5 | 0,2 | 0,6 |
| 2016 T2 | 1,0 | 1,1 | 0,7 | -0,1 | 0,4 | -0,5 | 1,9 | 1,1 | -0,9 | 1,6 | 2,9 | 0,2 | 0,7 |
| T3 | 0,6 | 0,8 | -0,3 | -0,6 | 0,0 | -0,7 | 1,6 | 0,6 | -1,6 | 1,2 | 1,8 | 0,1 | 0,0 |
| T4 | 0,7 | 0,9 | -0,2 | -0,7 | 0,5 | -0,7 | 1,5 | 1,4 | -1,4 | 1,6 | 2,2 | 0,1 | 0,2 |
| 2017 T1 | 1,0 | 1,2 | 0,1 | -0,4 | 0,6 | 0,5 | 1,2 | 2,1 | -0,9 | 1,7 | 2,6 | 0,4 | 0,9 |
| Heures travaillées par personne employée | | | | | | | | | | | | | |
| <i>variations annuelles en pourcentage</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 0,0 | 0,2 | -0,5 | -0,4 | 0,4 | 0,3 | -0,3 | 0,0 | -0,1 | -0,2 | 0,1 | 0,3 | -0,3 |
| 2015 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,9 | 0,4 | 0,7 | -0,3 | 1,1 | 0,2 | 0,5 | 0,1 | 0,0 | 0,0 |
| 2016 | -0,6 | -0,6 | 0,1 | 0,2 | -0,4 | -0,6 | -0,3 | -1,1 | -1,4 | -0,2 | -0,3 | -1,0 | -0,2 |
| 2016 T2 | -0,4 | -0,6 | 0,9 | 0,7 | -0,1 | -0,3 | -0,2 | -0,8 | -1,0 | 0,6 | 0,1 | -1,1 | -0,3 |
| T3 | -0,7 | -0,8 | -0,3 | -0,3 | -0,6 | -0,7 | -0,3 | -1,5 | -1,8 | -0,7 | -0,8 | -1,2 | -0,6 |
| T4 | -0,7 | -0,6 | -0,4 | -0,9 | -0,2 | -1,3 | -0,4 | -1,3 | -1,6 | -0,4 | -0,5 | -1,1 | -0,3 |
| 2017 T1 | -0,5 | -0,5 | -0,1 | -1,3 | -0,1 | -0,7 | -0,4 | -0,5 | -0,7 | 0,1 | -0,3 | -0,8 | 0,0 |

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 | | | | % du total des postes |
| | | | Millions | % de la popu- lation active | | Adultes | | Jeunes | | Hommes | | Femmes | | |
| | | | | | | Millions | % de la popu- lation active | Millions | % de la popu- lation active | Millions | % de la popu- lation active | Millions | % de la popu- lation active | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | |
| % du total en 2016 | | | 100,0 | | 81,8 | | 18,2 | | 52,2 | | 47,8 | | | |
| 2014 | 160,334 | 4,6 | 18,637 | 11,6 | 6,1 | 15,216 | 10,4 | 3,421 | 23,7 | 9,933 | 11,5 | 8,704 | 11,8 | 1,4 |
| 2015 | 160,600 | 4,6 | 17,446 | 10,9 | 5,6 | 14,295 | 9,8 | 3,151 | 22,3 | 9,254 | 10,7 | 8,192 | 11,0 | 1,5 |
| 2016 | 161,882 | 4,3 | 16,228 | 10,0 | 5,0 | 13,279 | 9,0 | 2,950 | 20,9 | 8,474 | 9,7 | 7,755 | 10,4 | 1,7 |
| 2016 T3 | 162,280 | 4,1 | 16,072 | 9,9 | 4,8 | 13,162 | 8,9 | 2,910 | 20,6 | 8,376 | 9,6 | 7,696 | 10,3 | 1,6 |
| T4 | 162,306 | 4,2 | 15,755 | 9,7 | 4,9 | 12,873 | 8,7 | 2,882 | 20,4 | 8,243 | 9,4 | 7,512 | 10,0 | 1,7 |
| 2017 T1 | 161,634 | 4,3 | 15,380 | 9,5 | 4,8 | 12,632 | 8,5 | 2,748 | 19,6 | 7,970 | 9,1 | 7,410 | 9,9 | 1,9 |
| T2 | . | . | 14,896 | 9,2 | . | 12,213 | 8,2 | 2,682 | 19,2 | 7,705 | 8,8 | 7,190 | 9,6 | 1,9 |
| 2017 Février | - | - | 15,350 | 9,5 | - | 12,620 | 8,5 | 2,729 | 19,5 | 7,944 | 9,1 | 7,406 | 9,9 | - |
| Mars | - | - | 15,249 | 9,4 | - | 12,537 | 8,5 | 2,713 | 19,3 | 7,902 | 9,1 | 7,348 | 9,8 | - |
| Avril | - | - | 14,985 | 9,2 | - | 12,293 | 8,3 | 2,692 | 19,2 | 7,741 | 8,9 | 7,244 | 9,7 | - |
| Mai | - | - | 14,915 | 9,2 | - | 12,221 | 8,2 | 2,694 | 19,3 | 7,714 | 8,8 | 7,201 | 9,6 | - |
| Juin | - | - | 14,787 | 9,1 | - | 12,126 | 8,2 | 2,661 | 19,0 | 7,661 | 8,8 | 7,126 | 9,5 | - |
| Juillet | - | - | 14,860 | 9,1 | - | 12,190 | 8,2 | 2,670 | 19,1 | 7,681 | 8,8 | 7,179 | 9,6 | - |

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données brutes.

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

3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

| | Production industrielle | | | | | | Con- struction | Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie | Ventes au détail | | | | Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières |
|--|---------------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|-------------------------------|---------|------|-------------------|--|------------------|---|--------------------------------------|------------|--|
| | Total (hors construction) | | Principaux secteurs industriels | | | | | | Total | Produits alimen- taires, bois- sons, tabac | Produits non alimen- taires | Carburants | |
| | Industrie manu- factu- rière | Biens inter- mé- diaires | Biens d'équi- pement | Biens de consom- mation | Énergie | | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| % du total en 2010 | 100,0 | 86,0 | 33,6 | 29,2 | 22,5 | 14,7 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 39,3 | 51,5 | 9,1 | 100,0 |
| variations annuelles en pourcentage | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 0,8 | 1,7 | 1,1 | 1,8 | 2,6 | -5,3 | 2,0 | 3,1 | 1,5 | 0,7 | 2,4 | 0,0 | 3,8 |
| 2015 | 2,1 | 2,3 | 1,0 | 3,6 | 2,5 | 0,8 | -0,9 | 3,6 | 2,6 | 1,7 | 3,2 | 2,3 | 8,8 |
| 2016 | 1,4 | 1,5 | 1,8 | 1,7 | 1,1 | 0,1 | 2,2 | 0,2 | 1,4 | 1,3 | 1,5 | 1,8 | 7,2 |
| 2016 T3 | 1,0 | 1,3 | 1,7 | 0,8 | 1,3 | -0,5 | 3,6 | -0,2 | 0,9 | 1,3 | 0,5 | 2,5 | 6,4 |
| T4 | 2,3 | 1,8 | 2,4 | 1,7 | 1,2 | 5,4 | 2,3 | 3,3 | 2,3 | 1,7 | 3,0 | 1,4 | 4,1 |
| 2017 T1 | 1,4 | 1,3 | 2,2 | 1,4 | -0,6 | 2,0 | 1,8 | 5,7 | 2,1 | 1,4 | 2,9 | 1,4 | 4,8 |
| T2 | 2,5 | 2,7 | 3,6 | 2,4 | 1,7 | 1,6 | 3,3 | 6,7 | 2,8 | 2,7 | 3,2 | 1,3 | 6,0 |
| 2017 Février | 1,4 | 1,2 | 2,1 | 1,6 | -1,6 | 2,4 | 5,4 | 6,6 | 2,1 | 1,1 | 3,1 | 1,3 | 4,8 |
| Mars | 2,2 | 3,2 | 3,8 | 3,6 | 2,1 | -4,9 | 4,1 | 7,5 | 2,9 | 1,6 | 4,3 | 1,2 | 5,5 |
| Avril | 1,2 | 1,5 | 3,1 | 0,3 | 0,8 | -0,9 | 3,3 | 6,6 | 2,7 | 3,4 | 2,6 | -0,1 | 4,3 |
| Mai | 3,9 | 4,3 | 3,9 | 5,4 | 3,1 | 1,0 | 2,7 | 7,3 | 2,6 | 2,1 | 3,5 | -0,1 | 7,1 |
| Juin | 2,6 | 2,4 | 3,8 | 1,6 | 1,1 | 5,1 | 3,4 | 6,1 | 3,3 | 2,7 | 3,6 | 4,2 | 6,5 |
| Juillet | . | . | . | . | . | . | . | . | 2,6 | 1,5 | 3,9 | 0,8 | . |
| variations mensuelles en pourcentage (données cvs) | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 Février | -0,2 | 0,5 | 1,2 | 1,1 | -1,2 | -5,7 | 5,5 | 2,2 | 0,6 | 0,2 | 0,9 | -0,3 | 0,8 |
| Mars | 0,4 | 0,8 | 0,7 | 0,9 | 1,9 | -2,9 | -0,9 | 1,0 | 0,3 | 0,2 | 0,6 | 0,6 | -0,6 |
| Avril | 0,4 | 0,0 | 0,2 | -1,1 | 0,2 | 3,8 | 0,3 | -1,2 | 0,0 | 1,2 | -0,8 | -0,6 | 0,2 |
| Mai | 1,2 | 1,3 | 0,5 | 2,2 | 1,2 | 0,2 | -0,2 | 1,1 | 0,3 | -0,6 | 0,8 | 1,2 | 3,0 |
| Juin | -0,6 | -0,9 | -0,3 | -1,9 | -0,5 | 1,8 | -0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,6 | 0,5 | 0,9 | -1,9 |
| Juillet | . | . | . | . | . | . | . | . | -0,3 | -0,5 | 0,1 | -0,9 | . |

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

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

| | Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire) | | | | | | | Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion) | | | | |
|-----------|---|--|---|--|--|--|--|---|---|--|--|--|
| | Indicateur économique (moyenne à long terme = 100) | Secteur manufacturier | | Indicateur de confiance des consomma- teurs | Indicateur de confiance dans le secteur de la construction | Indicateur de confiance du com- merce de détail | Secteur des services | | Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufac- turière | Production dans le secteur manufac- turier | Activité dans le secteur des services | Indice composite pour la production |
| | | Indicateur de confiance dans l'industrie | Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %) | | | | Indicateur de confiance dans le secteur des services | Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %) | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | |
| 1999-2013 | 100,0 | -6,1 | 80,7 | -12,8 | -13,6 | -8,7 | 7,0 | - | 51,0 | 52,4 | 52,9 | 52,7 |
| 2014 | 101,4 | -3,8 | 80,5 | -10,1 | -26,6 | -3,1 | 4,7 | 87,7 | 51,8 | 53,3 | 52,5 | 52,7 |
| 2015 | 104,2 | -3,1 | 81,4 | -6,2 | -22,4 | 1,6 | 9,2 | 88,4 | 52,2 | 53,4 | 54,0 | 53,8 |
| 2016 | 104,8 | -2,6 | 81,9 | -7,7 | -16,6 | 1,5 | 11,2 | 89,1 | 52,5 | 53,6 | 53,1 | 53,3 |
| 2016 T3 | 104,2 | -2,9 | 82,0 | -8,3 | -16,0 | 0,3 | 10,3 | 89,3 | 52,1 | 53,7 | 52,6 | 52,9 |
| T4 | 106,9 | -0,6 | 82,4 | -6,5 | -13,1 | 1,8 | 12,4 | 89,4 | 54,0 | 54,9 | 53,5 | 53,8 |
| 2017 T1 | 108,0 | 1,1 | 82,6 | -5,5 | -11,0 | 2,0 | 13,2 | 89,4 | 55,6 | 56,9 | 55,1 | 55,6 |
| T2 | 110,0 | 3,3 | 82,9 | -2,7 | -5,0 | 3,2 | 13,4 | 89,8 | 57,0 | 58,3 | 56,0 | 56,6 |
| 2017 Mars | 108,0 | 1,3 | - | -5,1 | -9,9 | 1,8 | 12,8 | - | 56,2 | 57,5 | 56,0 | 56,4 |
| Avril | 109,7 | 2,6 | 82,6 | -3,6 | -6,0 | 3,1 | 14,2 | 89,4 | 56,7 | 57,9 | 56,4 | 56,8 |
| Mai | 109,3 | 2,8 | - | -3,3 | -5,6 | 2,0 | 12,8 | - | 57,0 | 58,3 | 56,3 | 56,8 |
| Juin | 111,1 | 4,5 | - | -1,3 | -3,5 | 4,4 | 13,3 | - | 57,4 | 58,7 | 55,4 | 56,3 |
| Juillet | 111,3 | 4,5 | 83,2 | -1,7 | -1,8 | 3,9 | 14,2 | 90,2 | 56,6 | 56,5 | 55,4 | 55,7 |
| Août | 111,9 | 5,1 | - | -1,5 | -3,3 | 1,6 | 14,9 | - | 57,4 | 58,3 | 54,7 | 55,7 |

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 | Investis- sement financier | Investis- sement non financier (brut) | Valeur nette ²⁾ | Patrimoine immobilier | Partici- pation aux bénéfices ³⁾ | Taux d'épargne (net) | Ratio de dette ⁴⁾ | Investis- sement financier | Investis- sement non financier (brut) | Finan- cement |
| | En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté) | | Variations annuelles en pourcentage | | | | | En pourcentage de la valeur ajoutée nette | En pourcentage du PIB | Variations annuelles en pourcentage | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| 2013 | 12,7 | 94,6 | 0,9 | 1,8 | 1,4 | 2,7 | 1,0 | 32,8 | 4,9 | 131,1 | 2,7 | 7,3 | 1,5 |
| 2014 | 12,4 | 93,9 | 1,6 | 2,1 | 2,8 | 3,4 | 2,5 | 34,0 | 6,3 | 133,3 | 3,9 | 3,5 | 2,2 |
| 2015 | 12,2 | 93,5 | 1,9 | 1,9 | 4,7 | 4,4 | 4,5 | 33,5 | 7,7 | 132,9 | 3,2 | 4,7 | 1,5 |
| 2016 T2 | 12,4 | 93,5 | 2,4 | 2,3 | 5,9 | 3,2 | 3,7 | 33,6 | 7,2 | 133,4 | 3,6 | 3,3 | 2,0 |
| T3 | 12,4 | 93,5 | 1,6 | 2,3 | 4,9 | 4,4 | 4,1 | 33,6 | 7,6 | 132,0 | 3,4 | 2,9 | 1,7 |
| T4 | 12,2 | 93,5 | 1,3 | 1,9 | 4,3 | 4,4 | 4,5 | 33,5 | 7,7 | 132,9 | 3,2 | 9,1 | 1,5 |
| 2017 T1 | 12,2 | 93,1 | 1,7 | 2,0 | 9,4 | 4,8 | 4,8 | 33,5 | 7,2 | 132,7 | 3,7 | 12,0 | 2,0 |

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 | Crédit | Débit |
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| 2016 | T3 | 907,1 | 812,1 | 95,0 | 526,6 | 433,6 | 197,6 | 177,9 | 155,8 | 133,3 | 27,2 | 67,5 | 6,6 | 5,5 |
| | T4 | 940,1 | 864,1 | 76,0 | 545,1 | 456,5 | 199,6 | 205,0 | 167,2 | 138,5 | 28,2 | 64,0 | 9,6 | 10,0 |
| 2017 | T1 | 958,3 | 867,5 | 90,8 | 559,0 | 478,2 | 208,0 | 187,8 | 163,4 | 146,8 | 27,8 | 54,7 | 6,7 | 22,3 |
| | T2 | 945,5 | 870,8 | 74,6 | 555,9 | 477,3 | 203,5 | 191,5 | 160,9 | 135,0 | 25,2 | 67,0 | 5,6 | 4,6 |
| 2017 | Janvier | 317,9 | 295,1 | 22,8 | 183,2 | 159,4 | 68,7 | 66,2 | 57,4 | 48,2 | 8,6 | 21,3 | 2,3 | 10,9 |
| | Février | 319,2 | 284,9 | 34,3 | 187,2 | 159,1 | 69,9 | 61,7 | 53,2 | 50,4 | 8,9 | 13,7 | 2,4 | 5,3 |
| | Mars | 321,2 | 287,4 | 33,8 | 188,6 | 159,6 | 69,4 | 59,8 | 52,9 | 48,3 | 10,3 | 19,7 | 2,0 | 6,1 |
| | Avril | 312,4 | 289,4 | 23,0 | 182,0 | 157,5 | 68,1 | 61,0 | 54,0 | 44,0 | 8,2 | 26,9 | 1,6 | 2,0 |
| | Mai | 321,2 | 290,7 | 30,5 | 188,8 | 162,2 | 67,3 | 64,6 | 56,0 | 44,7 | 9,1 | 19,2 | 1,6 | 1,3 |
| | Juin | 311,9 | 290,7 | 21,2 | 185,0 | 157,6 | 68,0 | 65,9 | 50,9 | 46,3 | 7,9 | 20,9 | 2,4 | 1,3 |
| <i>flux cumulés sur 12 mois</i> | | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | Juin | 3 751,0 | 3 414,6 | 336,5 | 2 186,6 | 1 845,6 | 808,6 | 762,2 | 647,4 | 553,6 | 108,4 | 253,2 | 28,5 | 42,4 |
| <i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i> | | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | Juin | 34,7 | 31,6 | 3,1 | 20,2 | 17,1 | 7,5 | 7,1 | 6,0 | 5,1 | 1,0 | 2,3 | 0,3 | 0,4 |

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

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

(données cvs, sauf indication contraire)

| | | Total (données brutes) | | Exportations (FAB) | | | | | Importations (CAF) | | | | | |
|--|----------|------------------------|--------------|----------------------|--------------------|-----------------------|-----------------------|-------|--------------------|-------|----------------|-----------------------|---------|-------|
| | | Exportations | Importations | Total | | | Pour mémoire : | Total | | | Pour mémoire : | | | |
| | | 1 | 2 | Biens intermédiaires | Biens d'équipement | Biens de consommation | produits manufacturés | 8 | 9 | 10 | 11 | Produits manufacturés | Pétrole | |
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2) | | | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | T3 | -0,2 | -1,7 | 508,9 | 237,4 | 103,4 | 154,3 | 426,3 | 443,7 | 244,8 | 72,8 | 117,6 | 328,1 | 43,9 |
| | T4 | 2,3 | 2,4 | 525,8 | 244,9 | 108,8 | 157,5 | 439,9 | 461,2 | 256,9 | 74,9 | 119,5 | 335,3 | 50,1 |
| 2017 | T1 | 10,9 | 13,8 | 539,7 | 256,9 | 108,9 | 160,8 | 449,4 | 485,0 | 279,1 | 77,3 | 119,8 | 343,6 | 59,9 |
| | T2 | 5,2 | 9,4 | 544,6 | . | . | . | 454,1 | 484,5 | . | . | . | 349,4 | . |
| 2017 | Janvier | 12,8 | 17,7 | 177,6 | 84,9 | 35,1 | 53,3 | 146,3 | 162,5 | 93,2 | 26,4 | 39,9 | 114,7 | 20,7 |
| | Février | 5,1 | 7,0 | 179,0 | 85,6 | 36,4 | 52,7 | 149,9 | 160,8 | 92,8 | 25,7 | 39,3 | 113,9 | 20,7 |
| | Mars | 14,6 | 16,8 | 183,1 | 86,5 | 37,5 | 54,8 | 153,2 | 161,6 | 93,1 | 25,3 | 40,7 | 115,0 | 18,5 |
| | Avril | -1,6 | 4,2 | 179,9 | 85,4 | 36,2 | 53,6 | 149,6 | 161,1 | 91,5 | 25,6 | 40,0 | 116,0 | 17,7 |
| | Mai | 13,6 | 17,9 | 184,1 | 86,6 | 38,0 | 55,1 | 154,5 | 165,1 | 93,5 | 26,1 | 42,0 | 119,3 | 17,5 |
| | Juin | 3,9 | 6,2 | 180,6 | . | . | . | 150,0 | 158,3 | . | . | . | 114,1 | . |
| Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2) | | | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | T3 | 0,6 | 1,8 | 118,2 | 116,2 | 113,5 | 124,1 | 117,3 | 109,3 | 108,4 | 107,0 | 112,1 | 112,3 | 101,0 |
| | T4 | 1,5 | 0,8 | 120,5 | 118,2 | 118,6 | 124,9 | 120,0 | 109,8 | 108,9 | 107,0 | 111,9 | 112,4 | 104,6 |
| 2017 | T1 | 6,4 | 3,3 | 121,1 | 121,0 | 117,8 | 124,2 | 120,4 | 110,3 | 111,4 | 107,2 | 109,8 | 112,3 | 110,0 |
| | T2 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |
| 2016 | Décembre | 4,8 | -0,1 | 122,3 | 119,2 | 125,7 | 124,2 | 122,6 | 108,8 | 107,5 | 105,3 | 111,4 | 111,0 | 102,9 |
| 2017 | Janvier | 9,0 | 6,9 | 119,9 | 119,9 | 114,2 | 124,4 | 118,1 | 110,5 | 111,4 | 109,9 | 108,2 | 112,2 | 112,4 |
| | Février | 1,0 | -3,3 | 120,6 | 121,1 | 117,8 | 122,5 | 120,8 | 109,8 | 111,0 | 106,6 | 108,5 | 111,9 | 113,3 |
| | Mars | 9,2 | 6,2 | 122,7 | 121,9 | 121,2 | 125,7 | 122,5 | 110,7 | 111,7 | 105,1 | 112,8 | 112,7 | 104,2 |
| | Avril | -6,2 | -4,8 | 120,9 | 120,8 | 117,1 | 123,6 | 119,9 | 110,9 | 110,7 | 106,3 | 111,0 | 113,9 | 101,3 |
| | Mai | 8,7 | 9,6 | 123,5 | 122,5 | 122,8 | 126,6 | 123,5 | 114,7 | 114,6 | 110,5 | 116,3 | 117,6 | 104,5 |

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

4 Prix et coûts

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

| | Total | | | | | Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) ²⁾ | | | | | | Pour mémoire : prix administrés | |
|--------------------|---------------------|-------|------|-------|----------|--|-----------------------------------|---------------------------------------|------------------------------------|--------------------------|----------|-----------------------------------|------------------|
| | Indice : 2015 = 100 | Total | | Biens | Services | Total | Produits alimentaires transformés | Produits alimentaires non transformés | Produits manufacturés hors énergie | Énergie (données brutes) | Services | IPCH global hors prix administrés | Prix administrés |
| | | 1 | 2 | | | | | | | | | | |
| % du total en 2017 | 100,0 | 100,0 | 70,9 | 55,4 | 44,6 | 100,0 | 12,1 | 7,5 | 26,3 | 9,5 | 44,6 | 86,8 | 13,2 |
| 2014 | 100,0 | 0,4 | 0,8 | -0,2 | 1,2 | - | - | - | - | - | - | 0,2 | 1,9 |
| 2015 | 100,0 | 0,0 | 0,8 | -0,8 | 1,2 | - | - | - | - | - | - | -0,1 | 0,9 |
| 2016 | 100,2 | 0,2 | 0,9 | -0,4 | 1,1 | - | - | - | - | - | - | 0,2 | 0,2 |
| 2016 T3 | 100,3 | 0,3 | 0,8 | -0,4 | 1,1 | 0,3 | 0,1 | 1,1 | 0,0 | 0,3 | 0,4 | 0,3 | 0,3 |
| T4 | 101,0 | 0,7 | 0,8 | 0,4 | 1,1 | 0,4 | 0,3 | -0,1 | 0,1 | 2,4 | 0,3 | 0,8 | 0,3 |
| 2017 T1 | 101,0 | 1,8 | 0,8 | 2,3 | 1,1 | 0,6 | 0,3 | 1,9 | 0,1 | 3,3 | 0,3 | 2,0 | 0,5 |
| T2 | 102,0 | 1,5 | 1,1 | 1,5 | 1,6 | 0,1 | 0,7 | -1,2 | 0,1 | -1,4 | 0,6 | 1,6 | 1,3 |
| 2017 Mars | 101,7 | 1,5 | 0,7 | 2,0 | 1,0 | -0,1 | 0,1 | -1,6 | 0,1 | -0,8 | 0,0 | 1,7 | 0,7 |
| Avril | 102,0 | 1,9 | 1,2 | 1,9 | 1,8 | 0,2 | 0,2 | -0,5 | 0,0 | 0,3 | 0,5 | 2,0 | 1,3 |
| Mai | 101,9 | 1,4 | 0,9 | 1,5 | 1,3 | -0,1 | 0,4 | -0,1 | 0,0 | -1,2 | -0,1 | 1,4 | 1,2 |
| Juin | 102,0 | 1,3 | 1,1 | 1,0 | 1,6 | 0,0 | 0,2 | -0,5 | 0,1 | -0,9 | 0,3 | 1,3 | 1,3 |
| Juil. | 101,4 | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 1,6 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | -0,7 | 0,2 | 1,3 | 1,1 |
| Août ³⁾ | 101,7 | 1,5 | 1,2 | . | 1,6 | 0,2 | 0,2 | 0,6 | 0,0 | 0,7 | 0,1 | . | . |

| | Biens | | | | | | Services | | | | | |
|--------------------|--|-----------------------------------|---------------------------------------|-----------------------|-------------------------------------|---------|----------|-----|------------|-----------------|------------------------------------|--------|
| | Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac) | | | Produits manufacturés | | | Logement | | Transports | Communica-tions | Services de loisirs et per-sonnels | Divers |
| | Total | Produits alimentaires transformés | Produits alimentaires non transformés | Total | Produits manu-facturés hors énergie | Énergie | Loyers | | | | | |
| 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | 21 | 22 | 23 | 24 | 25 | |
| % du total en 2017 | 19,6 | 12,1 | 7,5 | 35,8 | 26,3 | 9,5 | 10,7 | 6,5 | 7,3 | 3,2 | 15,1 | 8,2 |
| 2014 | 0,5 | 1,2 | -0,8 | -0,5 | 0,1 | -1,9 | 1,7 | 1,4 | 1,7 | -2,8 | 1,5 | 1,3 |
| 2015 | 1,0 | 0,6 | 1,6 | -1,8 | 0,3 | -6,8 | 1,2 | 1,1 | 1,3 | -0,8 | 1,5 | 1,2 |
| 2016 | 0,9 | 0,6 | 1,4 | -1,1 | 0,4 | -5,1 | 1,1 | 1,1 | 0,8 | 0,0 | 1,4 | 1,2 |
| 2016 T3 | 1,1 | 0,5 | 2,1 | -1,3 | 0,3 | -5,1 | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 0,0 | 1,5 | 1,3 |
| T4 | 0,8 | 0,6 | 1,0 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | -0,1 | 1,3 | 1,2 |
| 2017 T1 | 2,0 | 0,9 | 4,0 | 2,4 | 0,3 | 8,2 | 1,3 | 1,2 | 1,7 | -1,1 | 1,4 | 0,7 |
| T2 | 1,5 | 1,4 | 1,6 | 1,5 | 0,3 | 4,6 | 1,3 | 1,3 | 2,6 | -1,4 | 2,3 | 0,8 |
| 2017 Mars | 1,8 | 1,0 | 3,1 | 2,1 | 0,3 | 7,4 | 1,3 | 1,2 | 1,9 | -1,2 | 0,9 | 0,8 |
| Avril | 1,5 | 1,1 | 2,2 | 2,2 | 0,3 | 7,6 | 1,3 | 1,3 | 3,3 | -1,2 | 2,8 | 0,8 |
| Mai | 1,5 | 1,5 | 1,6 | 1,4 | 0,3 | 4,5 | 1,3 | 1,3 | 2,1 | -1,4 | 1,8 | 0,8 |
| Juin | 1,4 | 1,6 | 1,0 | 0,8 | 0,4 | 1,9 | 1,3 | 1,3 | 2,4 | -1,6 | 2,4 | 0,9 |
| Juil. | 1,4 | 1,9 | 0,6 | 0,9 | 0,5 | 2,2 | 1,3 | 1,2 | 2,2 | -1,8 | 2,5 | 0,8 |
| Août ³⁾ | 1,4 | 2,0 | 0,6 | . | 0,5 | 4,0 | . | . | . | . | . | . |

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⁾ | | | | | | | | | | Construc- tion | Prix de l'immo- bilier résiden- ciel ²⁾ | Indicateur expérimen- tal relatif aux prix de l'immobilier commer- cial ²⁾ |
|--------------------|---|-------------------------------|-------|--|----------------------------|-----------------------|--|--------------------------------------|-----|---------|-------------------|--|--|
| | Total (indice : 2010 = 100) | Total | | Industrie hors construction et énergie | | | | | | Énergie | | | |
| | | Secteur manu- facturier | Total | Biens intermé- diaires | Biens d'équi- pement | Biens de consommation | | | | | | | |
| | | | | | | Total | Produits alimen- taires, boissons et tabac | Produits non alimen- taires | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| % du total en 2010 | 100,0 | 100,0 | 78,1 | 72,1 | 29,4 | 20,1 | 22,6 | 13,8 | 8,9 | 27,9 | | | |
| 2014 | 106,9 | -1,5 | -0,9 | -0,3 | -1,1 | 0,4 | 0,1 | -0,1 | 0,3 | -4,3 | 0,3 | 0,3 | 1,0 |
| 2015 | 104,0 | -2,7 | -2,4 | -0,5 | -1,3 | 0,7 | -0,6 | -0,9 | 0,2 | -8,2 | 0,2 | 1,6 | 2,9 |
| 2016 | 101,6 | -2,3 | -1,5 | -0,5 | -1,7 | 0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | -6,9 | 0,4 | 3,2 | 5,2 |
| 2016 T3 | 101,9 | -2,0 | -1,3 | -0,6 | -1,8 | 0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | -5,9 | 0,4 | 3,3 | 7,1 |
| T4 | 103,1 | 0,4 | 1,0 | 0,4 | 0,0 | 0,5 | 0,8 | 1,3 | 0,1 | 0,4 | 1,1 | 3,7 | 5,1 |
| 2017 T1 | 104,7 | 4,1 | 4,0 | 2,1 | 3,1 | 0,8 | 1,7 | 2,6 | 0,2 | 9,9 | 1,9 | 3,9 | . |
| T2 | 104,2 | 3,3 | 3,1 | 2,4 | 3,5 | 0,9 | 2,4 | 3,5 | 0,2 | 5,7 | . | . | . |
| 2017 Février | 104,8 | 4,5 | 4,4 | 2,1 | 3,4 | 0,8 | 1,7 | 2,6 | 0,1 | 11,4 | - | - | - |
| Mars | 104,5 | 3,9 | 4,0 | 2,5 | 3,9 | 0,9 | 2,0 | 3,0 | 0,2 | 8,1 | - | - | - |
| Avril | 104,5 | 4,3 | 3,9 | 2,6 | 4,0 | 0,9 | 2,3 | 3,5 | 0,2 | 9,0 | - | - | - |
| Mai | 104,2 | 3,4 | 3,1 | 2,4 | 3,6 | 0,9 | 2,3 | 3,5 | 0,2 | 5,8 | - | - | - |
| Juin | 104,0 | 2,4 | 2,1 | 2,2 | 3,0 | 0,9 | 2,4 | 3,4 | 0,3 | 2,5 | - | - | - |
| Juillet | 104,0 | 2,0 | 2,3 | 2,1 | 2,7 | 0,9 | 2,1 | 3,2 | 0,3 | 2,0 | - | - | - |

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) 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 | | | | Expor- tations ¹⁾ | Impor- tations ¹⁾ | | Pondération fondée sur les importations ²⁾ | | | Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾ | | |
| | | | Total | Consom- mation privée | Consom- mation publique | Formation brute de capital fixe | | | | Total | Alimen- taires | Non alimen- taires | Total | Alimen- taires | Non alimen- taires |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | |
| % du total | | | | | | | | | 100,0 | 45,4 | 54,6 | 100,0 | 50,4 | 49,6 | |
| 2014 | 104,5 | 0,9 | 0,6 | 0,5 | 0,8 | 0,7 | -0,7 | -1,5 | 74,1 | -3,4 | 2,0 | -8,5 | -0,4 | 4,6 | -6,4 |
| 2015 | 105,9 | 1,3 | 0,4 | 0,2 | 0,6 | 0,7 | 0,4 | -1,9 | 47,1 | 0,0 | 4,2 | -4,5 | 2,9 | 7,0 | -2,7 |
| 2016 | 106,8 | 0,8 | 0,4 | 0,3 | 0,6 | 0,8 | -1,4 | -2,4 | 39,9 | -3,5 | -3,9 | -3,2 | -7,3 | -10,3 | -2,9 |
| 2016 T3 | 106,8 | 0,6 | 0,4 | 0,3 | 0,6 | 0,8 | -1,5 | -2,2 | 41,0 | -0,5 | -2,1 | 1,4 | -5,8 | -10,6 | 1,3 |
| T4 | 107,1 | 0,7 | 0,8 | 0,7 | 0,6 | 1,0 | 0,0 | 0,1 | 46,5 | 9,1 | 1,1 | 18,6 | 3,3 | -6,7 | 18,5 |
| 2017 T1 | 107,3 | 0,7 | 1,4 | 1,5 | 1,0 | 1,3 | 2,7 | 4,6 | 50,8 | 18,3 | 5,9 | 33,2 | 13,0 | 0,1 | 32,4 |
| T2 | 107,7 | 1,0 | 1,3 | 1,4 | 1,0 | 1,4 | 2,5 | 3,3 | 45,6 | 6,8 | -2,7 | 18,2 | 6,7 | -2,4 | 19,9 |
| 2017 Mars | - | - | - | - | - | - | - | - | 48,7 | 14,6 | 2,7 | 28,5 | 10,5 | -2,2 | 29,3 |
| Avril | - | - | - | - | - | - | - | - | 49,6 | 11,4 | 1,2 | 23,2 | 9,9 | -0,5 | 24,8 |
| Mai | - | - | - | - | - | - | - | - | 46,0 | 7,0 | -2,1 | 17,7 | 6,9 | -1,8 | 19,7 |
| Juin | - | - | - | - | - | - | - | - | 41,7 | 2,3 | -7,1 | 13,7 | 3,2 | -4,8 | 15,1 |
| Juillet | - | - | - | - | - | - | - | - | 42,2 | 1,0 | -6,0 | 8,9 | 2,0 | -3,9 | 10,1 |
| Août | - | - | - | - | - | - | - | - | 43,5 | 1,1 | -8,7 | 12,1 | 1,2 | -7,6 | 13,0 |

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

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

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

4 Prix et coûts

4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

| | Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage) | | | | | Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion) | | | |
|-----------|---|-----------------------|----------|--------------|--|--|----------|-----------------------------|----------|
| | Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois) | | | | Évolution des prix à la consomma- tion sur les 12 derniers mois | Prix des consommations intermédiaires | | Prix facturés | |
| | Industrie manufacturière | Commerce de détail | Services | Construction | | Industrie manufacturière | Services | Industrie manufacturière | Services |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 |
| 1999-2013 | 4,7 | - | - | -2,0 | 34,7 | 57,7 | 56,7 | - | 49,9 |
| 2014 | -0,9 | -1,5 | 0,9 | -17,4 | 15,1 | 49,6 | 53,5 | 49,7 | 48,2 |
| 2015 | -2,8 | 1,3 | 2,7 | -13,2 | -0,2 | 48,9 | 53,5 | 49,6 | 49,0 |
| 2016 | -0,4 | 1,7 | 4,4 | -7,3 | 0,2 | 49,8 | 53,9 | 49,3 | 49,6 |
| 2016 T3 | -0,2 | 1,0 | 4,5 | -6,6 | 0,6 | 51,4 | 54,0 | 49,6 | 49,8 |
| T4 | 4,6 | 3,1 | 4,9 | -5,4 | 2,4 | 58,6 | 54,9 | 51,6 | 50,5 |
| 2017 T1 | 9,0 | 5,5 | 6,4 | -3,7 | 12,9 | 67,8 | 56,7 | 55,0 | 51,4 |
| T2 | 7,8 | 4,2 | 5,9 | 1,8 | 12,3 | 62,5 | 55,9 | 54,6 | 51,5 |
| 2017 Mars | 9,6 | 5,1 | 6,1 | -2,9 | 15,6 | 68,1 | 56,8 | 55,6 | 52,2 |
| Avril | 8,2 | 5,5 | 6,7 | 2,3 | 13,5 | 67,1 | 56,5 | 55,4 | 51,7 |
| Mai | 8,2 | 3,6 | 5,1 | -0,5 | 11,8 | 62,0 | 55,9 | 54,1 | 51,7 |
| Juin | 7,1 | 3,4 | 5,8 | 3,6 | 11,7 | 58,4 | 55,3 | 54,3 | 50,9 |
| Juillet | 7,5 | 4,4 | 6,2 | 5,3 | 10,1 | 57,8 | 55,2 | 53,7 | 51,0 |
| Août | 8,3 | 4,0 | 6,3 | 0,0 | 9,9 | 59,4 | 55,6 | 54,3 | 51,3 |

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) | Total | Par composante | | Pour une sélection d'activités | | Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾ |
|--------------------|-----------------------------------|-------|----------------------------|---|--------------------------------|---|--|
| | | | Salaires et traitements | Cotisations sociales des employeurs | Économie marchande | Principalement économie non marchande | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| % du total en 2012 | 100,0 | 100,0 | 74,6 | 25,4 | 69,3 | 30,7 | |
| 2014 | 102,6 | 1,2 | 1,3 | 1,2 | 1,3 | 1,2 | 1,7 |
| 2015 | 104,2 | 1,6 | 1,9 | 0,4 | 1,6 | 1,6 | 1,5 |
| 2016 | 105,7 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,3 | 1,6 | 1,4 |
| 2016 T3 | 102,5 | 1,4 | 1,5 | 1,1 | 1,2 | 1,8 | 1,5 |
| T4 | 112,1 | 1,4 | 1,6 | 1,4 | 1,5 | 1,4 | 1,4 |
| 2017 T1 | 100,4 | 1,5 | 1,4 | 1,5 | 1,3 | 1,7 | 1,6 |
| T2 | . | . | . | . | . | . | 1,4 |

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

4 Prix et coûts

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

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

| | Total (indice ; 2010 = 100) | Total | Par activité économique | | | | | | | | | |
|---|-----------------------------------|-------|--|---|--------------|---|--------------------------------------|--|---------------------------|---|---|--|
| | | | Agriculture, sylviculture et pêche | Industrie manufacturière, énergie et services publics | Construction | Commerce, transport, hébergement et restauration | Information et communi- cation | Activités financières et d'assurance | Activités immobilières | Activités spécialisées de services aux entre- prises et de soutien | Adminis- tration publique, enseigne- ment, santé et action sociale | Arts, spectacles et autres activités de services |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| Coûts unitaires de main-d'œuvre | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 104,4 | 0,6 | -1,2 | -0,9 | 1,1 | 0,3 | -1,1 | 2,4 | 1,7 | 1,1 | 1,6 | 1,5 |
| 2015 | 104,6 | 0,2 | -3,3 | -2,3 | 0,5 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 2,5 | 1,6 | 1,2 | 1,4 |
| 2016 | 105,5 | 0,8 | 1,6 | 0,0 | -0,4 | 0,7 | 0,3 | 1,3 | 4,0 | 1,2 | 1,4 | 2,0 |
| 2016 T2 | 105,3 | 0,7 | 1,0 | -0,1 | -0,8 | 1,4 | 0,8 | 1,2 | 3,6 | 0,2 | 1,2 | 1,4 |
| T3 | 105,6 | 0,8 | 1,9 | 0,4 | -0,6 | 1,0 | -0,6 | 1,5 | 4,2 | 0,4 | 1,4 | 1,8 |
| T4 | 105,9 | 0,9 | 3,7 | -0,3 | 0,1 | 0,9 | -0,2 | 2,3 | 4,7 | 0,6 | 1,3 | 1,7 |
| 2017 T1 | 106,2 | 1,0 | 0,9 | 0,7 | 0,3 | 0,6 | -0,6 | 2,1 | 3,7 | 1,5 | 1,5 | 1,8 |
| Rémunération par tête | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 106,6 | 1,4 | 0,2 | 2,1 | 1,9 | 1,2 | 2,3 | 1,8 | 1,9 | 1,7 | 1,1 | 1,2 |
| 2015 | 107,9 | 1,2 | 0,8 | 1,6 | 0,7 | 1,3 | 2,4 | 1,0 | 1,2 | 1,5 | 1,2 | 0,9 |
| 2016 | 109,3 | 1,2 | 0,8 | 1,1 | 1,2 | 1,2 | 1,1 | 1,1 | 3,3 | 1,3 | 1,4 | 2,1 |
| 2016 T2 | 109,0 | 1,0 | 1,1 | 0,9 | 0,9 | 1,5 | 1,0 | 1,0 | 3,5 | 0,7 | 1,1 | 1,5 |
| T3 | 109,5 | 1,2 | 0,6 | 1,2 | 1,6 | 1,3 | 0,7 | 1,4 | 3,1 | 0,4 | 1,4 | 2,2 |
| T4 | 110,0 | 1,4 | 0,7 | 1,5 | 1,4 | 1,7 | 0,9 | 1,2 | 3,8 | 0,7 | 1,6 | 2,3 |
| 2017 T1 | 110,5 | 1,5 | 0,3 | 1,7 | 1,7 | 1,5 | 1,2 | 1,2 | 3,3 | 2,0 | 1,5 | 1,8 |
| Productivité par personne employée | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 102,1 | 0,8 | 1,4 | 3,0 | 0,8 | 1,0 | 3,4 | -0,6 | 0,1 | 0,5 | -0,4 | -0,4 |
| 2015 | 103,2 | 1,0 | 4,3 | 4,0 | 0,2 | 0,5 | 1,7 | 0,3 | -1,3 | -0,1 | 0,0 | -0,4 |
| 2016 | 103,6 | 0,4 | -0,8 | 1,1 | 1,6 | 0,5 | 0,7 | -0,2 | -0,7 | 0,0 | 0,0 | 0,1 |
| 2016 T2 | 103,5 | 0,3 | 0,1 | 1,0 | 1,8 | 0,1 | 0,3 | -0,2 | -0,1 | 0,5 | -0,1 | 0,1 |
| T3 | 103,7 | 0,4 | -1,3 | 0,8 | 2,2 | 0,3 | 1,3 | -0,1 | -1,0 | 0,0 | 0,1 | 0,4 |
| T4 | 103,9 | 0,6 | -2,9 | 1,8 | 1,2 | 0,7 | 1,1 | -1,1 | -0,8 | 0,1 | 0,3 | 0,6 |
| 2017 T1 | 104,1 | 0,5 | -0,6 | 0,9 | 1,3 | 0,9 | 1,9 | -0,9 | -0,4 | 0,4 | 0,0 | 0,1 |
| Rémunération par heure travaillée | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 108,5 | 1,3 | 1,1 | 1,6 | 1,4 | 1,4 | 2,2 | 1,8 | 1,7 | 1,2 | 0,8 | 1,2 |
| 2015 | 109,7 | 1,1 | 0,9 | 1,1 | 0,1 | 1,3 | 1,2 | 0,9 | 0,8 | 1,2 | 1,2 | 0,9 |
| 2016 | 111,7 | 1,9 | 0,0 | 1,4 | 2,1 | 1,6 | 2,3 | 2,9 | 3,7 | 1,7 | 2,4 | 3,0 |
| 2016 T2 | 111,1 | 1,6 | -0,1 | 1,0 | 1,7 | 1,8 | 2,1 | 2,6 | 3,5 | 1,1 | 2,2 | 2,7 |
| T3 | 111,8 | 2,0 | 0,4 | 1,8 | 2,7 | 1,6 | 2,3 | 3,5 | 4,4 | 1,3 | 2,4 | 3,5 |
| T4 | 112,6 | 2,1 | 1,0 | 1,7 | 2,5 | 2,1 | 2,4 | 3,1 | 4,3 | 1,1 | 2,5 | 3,3 |
| 2017 T1 | 113,0 | 2,0 | 0,7 | 1,8 | 2,9 | 1,9 | 1,7 | 2,0 | 3,9 | 2,1 | 2,4 | 2,4 |
| Productivité horaire du travail | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 104,2 | 0,8 | 1,9 | 2,6 | 0,4 | 1,3 | 3,4 | -0,5 | 0,4 | 0,4 | -0,7 | -0,1 |
| 2015 | 105,2 | 0,9 | 3,4 | 3,5 | -0,6 | 0,8 | 0,7 | 0,0 | -1,7 | -0,1 | 0,0 | -0,5 |
| 2016 | 106,2 | 1,0 | -0,9 | 1,5 | 2,2 | 0,8 | 1,9 | 1,2 | -0,5 | 0,3 | 1,1 | 0,4 |
| 2016 T2 | 105,6 | 0,7 | -0,6 | 1,1 | 2,1 | 0,3 | 1,1 | 0,8 | -0,6 | 0,4 | 1,0 | 0,4 |
| T3 | 106,2 | 1,2 | -1,0 | 1,4 | 2,9 | 0,6 | 2,9 | 1,7 | -0,3 | 0,8 | 1,2 | 1,0 |
| T4 | 106,6 | 1,2 | -2,0 | 2,0 | 2,5 | 1,1 | 2,4 | 0,6 | -0,5 | 0,6 | 1,4 | 0,9 |
| 2017 T1 | 106,8 | 1,0 | 0,7 | 1,0 | 2,1 | 1,3 | 2,4 | -0,2 | -0,5 | 0,8 | 0,8 | 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 | | | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| | Monnaie fiduciaire | Dépôts à vue | Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans | Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois | Pensions | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | | | | | | | | |
| Encours | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 969,5 | 4 970,5 | 5 939,9 | 1 581,7 | 2 147,6 | 3 729,4 | 9 669,3 | 121,5 | 430,3 | 109,2 | 661,0 | 10 330,3 |
| 2015 | 1 036,5 | 5 566,3 | 6 602,8 | 1 439,2 | 2 159,8 | 3 599,1 | 10 201,8 | 74,6 | 485,5 | 75,4 | 635,5 | 10 837,3 |
| 2016 | 1 073,1 | 6 117,1 | 7 190,2 | 1 320,3 | 2 175,8 | 3 496,1 | 10 686,3 | 70,4 | 523,7 | 95,8 | 689,9 | 11 376,2 |
| 2016 T3 | 1 066,6 | 5 946,7 | 7 013,3 | 1 393,3 | 2 172,6 | 3 565,8 | 10 579,2 | 80,5 | 504,0 | 92,3 | 676,8 | 11 255,9 |
| 2016 T4 | 1 073,1 | 6 117,1 | 7 190,2 | 1 320,3 | 2 175,8 | 3 496,1 | 10 686,3 | 70,4 | 523,7 | 95,8 | 689,9 | 11 376,2 |
| 2017 T1 | 1 088,6 | 6 303,7 | 7 392,2 | 1 306,0 | 2 180,0 | 3 486,0 | 10 878,2 | 73,5 | 533,5 | 102,4 | 709,5 | 11 587,7 |
| 2017 T2 | 1 095,0 | 6 435,6 | 7 530,5 | 1 259,1 | 2 195,1 | 3 454,2 | 10 984,8 | 68,3 | 515,1 | 80,5 | 663,9 | 11 648,7 |
| 2017 Février | 1 086,1 | 6 208,5 | 7 294,6 | 1 325,0 | 2 178,0 | 3 503,0 | 10 797,6 | 66,7 | 514,0 | 96,6 | 677,4 | 11 475,0 |
| 2017 Mars | 1 088,6 | 6 303,7 | 7 392,2 | 1 306,0 | 2 180,0 | 3 486,0 | 10 878,2 | 73,5 | 533,5 | 102,4 | 709,5 | 11 587,7 |
| 2017 Avril | 1 092,3 | 6 345,9 | 7 438,2 | 1 279,4 | 2 183,0 | 3 462,4 | 10 900,6 | 72,3 | 518,6 | 81,0 | 671,9 | 11 572,5 |
| 2017 Mai | 1 092,4 | 6 379,6 | 7 472,0 | 1 263,9 | 2 190,4 | 3 454,4 | 10 926,4 | 72,5 | 518,4 | 81,8 | 672,8 | 11 599,2 |
| 2017 Juin | 1 095,0 | 6 435,6 | 7 530,5 | 1 259,1 | 2 195,1 | 3 454,2 | 10 984,8 | 68,3 | 515,1 | 80,5 | 663,9 | 11 648,7 |
| 2017 Juillet ^(p) | 1 093,9 | 6 459,6 | 7 553,5 | 1 244,7 | 2 200,8 | 3 445,6 | 10 999,1 | 66,7 | 512,7 | 75,7 | 655,1 | 11 654,1 |
| Flux | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 59,0 | 374,9 | 433,9 | -91,8 | 3,7 | -88,1 | 345,8 | 3,6 | 11,9 | 13,0 | 28,5 | 374,3 |
| 2015 | 65,9 | 562,6 | 628,5 | -135,4 | 12,3 | -123,0 | 505,5 | -48,0 | 49,8 | -26,6 | -24,8 | 480,7 |
| 2016 | 36,7 | 544,5 | 581,3 | -109,2 | 15,9 | -93,3 | 488,0 | -4,3 | 38,1 | 16,4 | 50,2 | 538,2 |
| 2016 T3 | 12,0 | 127,9 | 139,9 | -15,7 | 2,3 | -13,5 | 126,5 | -3,7 | 13,1 | -3,2 | 6,3 | 132,7 |
| 2016 T4 | 6,5 | 156,1 | 162,6 | -66,7 | 3,2 | -63,5 | 99,1 | -10,4 | 19,7 | 4,2 | 13,5 | 112,6 |
| 2017 T1 | 15,5 | 189,1 | 204,5 | -11,7 | 4,1 | -7,6 | 197,0 | 3,1 | 9,9 | 6,0 | 19,1 | 216,0 |
| 2017 T2 | 6,4 | 151,4 | 157,9 | -37,2 | 14,7 | -22,5 | 135,4 | -4,7 | -18,1 | -20,1 | -43,0 | 92,4 |
| 2017 Février | 4,3 | 50,0 | 54,3 | -5,3 | -0,2 | -5,4 | 48,9 | -8,5 | -5,4 | 2,0 | -11,9 | 37,0 |
| 2017 Mars | 2,4 | 97,4 | 99,8 | -18,2 | 2,0 | -16,2 | 83,6 | 6,9 | 19,5 | 6,1 | 32,4 | 116,1 |
| 2017 Avril | 3,7 | 46,8 | 50,5 | -25,1 | 3,1 | -22,0 | 28,5 | -1,1 | -14,9 | -21,5 | -37,5 | -9,0 |
| 2017 Mai | 0,1 | 44,9 | 45,0 | -8,5 | 6,9 | -1,5 | 43,5 | 0,5 | -0,1 | 0,0 | 0,4 | 43,9 |
| 2017 Juin | 2,6 | 59,8 | 62,4 | -3,7 | 4,7 | 1,1 | 63,4 | -4,1 | -3,2 | 1,3 | -5,9 | 57,5 |
| 2017 Juillet ^(p) | -1,1 | 30,2 | 29,1 | -12,3 | 2,5 | -9,8 | 19,3 | -1,4 | -2,4 | -3,0 | -6,8 | 12,5 |
| Taux de croissance | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 6,5 | 8,4 | 8,0 | -5,4 | 0,2 | -2,3 | 3,7 | 2,9 | 2,9 | 19,2 | 4,6 | 3,8 |
| 2015 | 6,8 | 11,3 | 10,5 | -8,6 | 0,6 | -3,3 | 5,2 | -39,1 | 11,4 | -25,0 | -3,7 | 4,6 |
| 2016 | 3,5 | 9,8 | 8,8 | -7,6 | 0,7 | -2,6 | 4,8 | -5,8 | 7,8 | 21,6 | 7,9 | 5,0 |
| 2016 T3 | 3,7 | 9,3 | 8,4 | -3,3 | 0,5 | -1,0 | 5,0 | -12,8 | 7,7 | 13,7 | 5,4 | 5,1 |
| 2016 T4 | 3,5 | 9,8 | 8,8 | -7,6 | 0,7 | -2,6 | 4,8 | -5,8 | 7,8 | 21,6 | 7,9 | 5,0 |
| 2017 T1 | 3,7 | 10,1 | 9,1 | -7,5 | 0,8 | -2,5 | 5,1 | -14,4 | 12,9 | 4,2 | 8,0 | 5,3 |
| 2017 T2 | 3,8 | 10,7 | 9,7 | -9,4 | 1,1 | -3,0 | 5,3 | -18,6 | 5,0 | -13,9 | -0,6 | 5,0 |
| 2017 Février | 3,9 | 9,2 | 8,4 | -6,3 | 0,7 | -2,1 | 4,7 | -24,4 | 7,2 | 7,0 | 2,9 | 4,6 |
| 2017 Mars | 3,7 | 10,1 | 9,1 | -7,5 | 0,8 | -2,5 | 5,1 | -14,4 | 12,9 | 4,2 | 8,0 | 5,3 |
| 2017 Avril | 4,2 | 10,2 | 9,3 | -8,7 | 0,9 | -2,9 | 5,1 | -17,8 | 7,9 | -16,0 | 1,1 | 4,8 |
| 2017 Mai | 3,9 | 10,3 | 9,3 | -8,7 | 1,0 | -2,8 | 5,1 | -17,0 | 7,1 | -9,4 | 1,6 | 4,9 |
| 2017 Juin | 3,8 | 10,7 | 9,7 | -9,4 | 1,1 | -3,0 | 5,3 | -18,6 | 5,0 | -13,9 | -0,6 | 5,0 |
| 2017 Juillet ^(p) | 3,4 | 10,1 | 9,1 | -10,0 | 1,2 | -3,2 | 4,9 | -18,5 | 3,6 | -21,5 | -2,8 | 4,5 |

Source : BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3 ¹⁾

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

| | Sociétés non financières ²⁾ | | | | | Ménages ³⁾ | | | | | Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ²⁾ | Sociétés d'assurance et fonds de pension | Autres administrations publiques ⁴⁾ |
|---------------------------|--|--------------|------------------------------------|---|----------|-----------------------|--------------|------------------------------------|---|----------|---|--|--|
| | Total | Dépôts à vue | Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans | Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois | Pensions | Total | Dépôts à vue | Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans | Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois | Pensions | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| Encours | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 1 863,4 | 1 366,3 | 365,1 | 112,6 | 19,4 | 5 555,6 | 2 749,5 | 812,1 | 1 991,1 | 2,8 | 847,2 | 222,2 | 332,9 |
| 2015 | 1 950,8 | 1 503,1 | 321,8 | 117,5 | 8,4 | 5 748,9 | 3 059,7 | 695,1 | 1 991,7 | 2,4 | 949,7 | 225,8 | 364,7 |
| 2016 | 2 077,2 | 1 656,4 | 293,9 | 118,3 | 8,6 | 6 049,8 | 3 399,6 | 643,6 | 2 004,8 | 1,7 | 979,5 | 196,6 | 380,6 |
| 2016 T3 | 2 069,0 | 1 622,9 | 317,7 | 119,3 | 9,1 | 5 977,7 | 3 301,8 | 672,0 | 2 001,3 | 2,6 | 953,9 | 206,2 | 386,3 |
| T4 | 2 077,2 | 1 656,4 | 293,9 | 118,3 | 8,6 | 6 049,8 | 3 399,6 | 643,6 | 2 004,8 | 1,7 | 979,5 | 196,6 | 380,6 |
| 2017 T1 | 2 170,9 | 1 743,5 | 303,6 | 117,4 | 6,4 | 6 139,8 | 3 503,3 | 620,0 | 2 013,7 | 2,7 | 972,5 | 190,9 | 389,1 |
| T2 | 2 196,1 | 1 775,3 | 295,4 | 118,9 | 6,5 | 6 188,7 | 3 560,9 | 599,1 | 2 026,4 | 2,3 | 975,1 | 198,0 | 400,2 |
| 2017 Février | 2 142,7 | 1 717,1 | 301,5 | 117,3 | 6,8 | 6 111,5 | 3 469,4 | 627,2 | 2 012,0 | 2,8 | 937,2 | 195,5 | 391,2 |
| Mars | 2 170,9 | 1 743,5 | 303,6 | 117,4 | 6,4 | 6 139,8 | 3 503,3 | 620,0 | 2 013,7 | 2,7 | 972,5 | 190,9 | 389,1 |
| Avril | 2 164,8 | 1 746,1 | 294,8 | 117,1 | 6,8 | 6 156,5 | 3 524,2 | 611,5 | 2 017,6 | 3,2 | 962,0 | 199,7 | 397,6 |
| Mai | 2 172,7 | 1 753,3 | 294,5 | 118,8 | 6,2 | 6 173,6 | 3 542,3 | 605,5 | 2 023,2 | 2,7 | 966,6 | 195,8 | 397,7 |
| Juin | 2 196,1 | 1 775,3 | 295,4 | 118,9 | 6,5 | 6 188,7 | 3 560,9 | 599,1 | 2 026,4 | 2,3 | 975,1 | 198,0 | 400,2 |
| Juillet ^(a) | 2 177,8 | 1 761,9 | 290,6 | 119,1 | 6,2 | 6 200,4 | 3 573,4 | 593,1 | 2 031,8 | 2,0 | 992,3 | 193,7 | 407,6 |
| Flux | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 68,7 | 91,1 | -26,7 | 1,5 | 2,8 | 140,7 | 208,8 | -65,0 | -1,4 | -1,7 | 52,7 | 7,3 | 21,0 |
| 2015 | 83,9 | 123,7 | -33,5 | 4,9 | -11,2 | 193,6 | 303,0 | -109,9 | 0,9 | -0,4 | 84,0 | -0,1 | 30,3 |
| 2016 | 128,7 | 152,9 | -24,7 | 0,2 | 0,2 | 300,8 | 334,9 | -46,8 | 13,4 | -0,8 | 28,6 | -28,2 | 17,1 |
| 2016 T3 | 35,2 | 29,9 | 3,9 | 0,7 | 0,7 | 73,8 | 87,7 | -16,6 | 3,2 | -0,5 | -0,2 | -4,2 | 6,2 |
| T4 | 4,2 | 28,2 | -22,3 | -1,2 | -0,5 | 70,6 | 92,6 | -24,5 | 3,4 | -0,9 | 21,2 | -8,9 | -4,9 |
| 2017 T1 | 96,5 | 88,5 | 11,1 | -1,0 | -2,2 | 90,1 | 104,1 | -23,9 | 8,8 | 1,1 | -5,4 | -5,2 | 8,6 |
| T2 | 34,9 | 37,8 | -5,1 | 1,9 | 0,2 | 52,1 | 60,8 | -20,0 | 11,8 | -0,5 | 19,1 | 7,5 | 10,8 |
| 2017 Février | 19,9 | 17,8 | 2,3 | 0,0 | -0,2 | 22,7 | 30,3 | -9,3 | 1,5 | 0,1 | -6,2 | 0,9 | -1,2 |
| Mars | 30,0 | 27,6 | 2,7 | 0,0 | -0,4 | 28,8 | 34,2 | -7,1 | 1,7 | -0,1 | 36,3 | -4,4 | -2,5 |
| Avril | -2,6 | 4,4 | -7,2 | -0,3 | 0,5 | 17,9 | 21,8 | -8,3 | 4,0 | 0,5 | -8,8 | 9,0 | 8,2 |
| Mai | 11,9 | 10,2 | 0,6 | 1,7 | -0,6 | 18,4 | 19,6 | -5,6 | 5,0 | -0,6 | 17,1 | -3,7 | 0,1 |
| Juin | 25,5 | 23,2 | 1,5 | 0,5 | 0,4 | 15,7 | 19,5 | -6,2 | 2,8 | -0,4 | 10,8 | 2,2 | 2,5 |
| Juillet ^(a) | -14,7 | -10,7 | -4,0 | 0,2 | -0,3 | 9,5 | 13,1 | -5,7 | 2,4 | -0,2 | 20,7 | -4,0 | 7,5 |
| Taux de croissance | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 4,0 | 7,6 | -6,6 | 1,3 | 15,9 | 2,6 | 8,2 | -7,4 | -0,1 | -37,8 | 6,6 | 3,9 | 7,0 |
| 2015 | 4,5 | 9,0 | -9,4 | 4,4 | -57,4 | 3,5 | 11,0 | -13,6 | 0,0 | -15,1 | 9,7 | 0,0 | 9,1 |
| 2016 | 6,6 | 10,2 | -7,7 | 0,2 | 2,2 | 5,2 | 10,9 | -6,8 | 0,7 | -31,2 | 3,0 | -12,5 | 4,7 |
| 2016 T3 | 7,5 | 9,9 | -1,3 | 1,8 | -8,5 | 5,1 | 10,6 | -4,9 | 0,4 | -18,2 | 0,9 | -5,7 | 7,7 |
| T4 | 6,6 | 10,2 | -7,7 | 0,2 | 2,2 | 5,2 | 10,9 | -6,8 | 0,7 | -31,2 | 3,0 | -12,5 | 4,7 |
| 2017 T1 | 8,1 | 11,8 | -5,0 | -0,3 | -32,6 | 5,3 | 11,5 | -10,1 | 1,0 | 2,1 | 1,6 | -12,3 | 3,6 |
| T2 | 8,4 | 11,6 | -3,9 | 0,3 | -21,3 | 4,9 | 10,7 | -12,4 | 1,4 | -25,5 | 3,6 | -5,1 | 5,4 |
| 2017 Février | 7,5 | 10,9 | -4,8 | -0,4 | -26,7 | 5,4 | 11,5 | -9,0 | 0,9 | -4,8 | -2,2 | -14,8 | 5,1 |
| Mars | 8,1 | 11,8 | -5,0 | -0,3 | -32,6 | 5,3 | 11,5 | -10,1 | 1,0 | 2,1 | 1,6 | -12,3 | 3,6 |
| Avril | 7,0 | 10,6 | -6,9 | -0,5 | -20,0 | 5,2 | 11,4 | -11,1 | 1,2 | -9,9 | 1,3 | -6,6 | 5,4 |
| Mai | 7,5 | 10,8 | -5,7 | 0,5 | -22,4 | 5,1 | 11,2 | -11,7 | 1,3 | -24,0 | 2,8 | -8,0 | 4,9 |
| Juin | 8,4 | 11,6 | -3,9 | 0,3 | -21,3 | 4,9 | 10,7 | -12,4 | 1,4 | -25,5 | 3,6 | -5,1 | 5,4 |
| Juillet ^(a) | 6,8 | 9,7 | -5,2 | 1,0 | -25,1 | 4,5 | 10,1 | -12,6 | 1,4 | -30,3 | 5,9 | -8,8 | 5,8 |

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 | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 3 615,6 | 1 135,0 | 2 478,5 | 12 506,8 | 10 454,5 | 10 725,2 | 4 317,2 | 5 200,2 | 808,1 | 129,0 | 1 280,0 | 772,4 |
| 2015 | 3 904,2 | 1 112,3 | 2 789,5 | 12 599,4 | 10 512,0 | 10 805,8 | 4 291,4 | 5 306,9 | 790,1 | 123,5 | 1 305,1 | 782,3 |
| 2016 | 4 397,8 | 1 081,9 | 3 302,7 | 12 838,1 | 10 671,8 | 10 978,5 | 4 313,5 | 5 407,7 | 838,2 | 112,5 | 1 382,1 | 784,2 |
| 2016 T3 | 4 272,2 | 1 105,2 | 3 153,7 | 12 768,5 | 10 623,5 | 10 926,2 | 4 303,6 | 5 378,2 | 832,6 | 109,1 | 1 364,5 | 780,5 |
| 2016 T4 | 4 397,8 | 1 081,9 | 3 302,7 | 12 838,1 | 10 671,8 | 10 978,5 | 4 313,5 | 5 407,7 | 838,2 | 112,5 | 1 382,1 | 784,2 |
| 2017 T1 | 4 439,1 | 1 070,3 | 3 354,7 | 12 971,0 | 10 755,0 | 11 046,5 | 4 334,2 | 5 456,5 | 851,5 | 112,9 | 1 423,8 | 792,2 |
| 2017 T2 | 4 457,9 | 1 065,2 | 3 378,5 | 12 967,2 | 10 725,8 | 11 041,7 | 4 300,9 | 5 486,2 | 826,2 | 112,5 | 1 439,9 | 801,6 |
| 2017 Février | 4 400,1 | 1 073,1 | 3 313,2 | 12 908,2 | 10 717,7 | 11 013,6 | 4 334,6 | 5 441,6 | 830,0 | 111,6 | 1 397,5 | 793,0 |
| 2017 Mars | 4 439,1 | 1 070,3 | 3 354,7 | 12 971,0 | 10 755,0 | 11 046,5 | 4 334,2 | 5 456,5 | 851,5 | 112,9 | 1 423,8 | 792,2 |
| 2017 Avril | 4 465,9 | 1 072,2 | 3 379,5 | 12 953,3 | 10 741,3 | 11 044,1 | 4 337,2 | 5 465,7 | 823,9 | 114,4 | 1 423,4 | 788,7 |
| 2017 Mai | 4 477,8 | 1 066,3 | 3 397,1 | 12 975,4 | 10 746,2 | 11 058,1 | 4 341,5 | 5 473,0 | 820,6 | 111,0 | 1 439,9 | 789,4 |
| 2017 Juin | 4 457,9 | 1 065,2 | 3 378,5 | 12 967,2 | 10 725,8 | 11 041,7 | 4 300,9 | 5 486,2 | 826,2 | 112,5 | 1 439,9 | 801,6 |
| 2017 Juillet ^(p) | 4 492,3 | 1 058,3 | 3 419,6 | 12 988,5 | 10 735,2 | 11 070,9 | 4 304,7 | 5 484,6 | 831,6 | 114,4 | 1 456,7 | 796,6 |
| Flux | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 73,8 | 16,4 | 57,4 | -99,9 | -47,1 | -32,6 | -60,6 | -14,9 | 16,7 | 11,7 | -89,8 | 37,0 |
| 2015 | 296,1 | -21,1 | 316,9 | 84,9 | 58,2 | 76,2 | -13,7 | 98,1 | -20,5 | -5,7 | 25,1 | 1,5 |
| 2016 | 489,5 | -34,8 | 524,2 | 316,8 | 234,4 | 258,3 | 81,2 | 120,2 | 44,1 | -11,1 | 78,1 | 4,3 |
| 2016 T3 | 78,1 | -7,3 | 85,2 | 113,1 | 70,3 | 72,5 | 4,0 | 33,7 | 27,5 | 5,2 | 20,7 | 22,1 |
| 2016 T4 | 161,4 | -20,2 | 181,7 | 79,6 | 62,6 | 69,2 | 22,1 | 36,1 | 1,1 | 3,3 | 15,3 | 1,6 |
| 2017 T1 | 77,9 | -10,9 | 88,3 | 149,0 | 98,9 | 87,5 | 29,6 | 51,2 | 17,6 | 0,5 | 40,6 | 9,5 |
| 2017 T2 | 21,6 | -3,2 | 24,7 | 55,5 | 18,8 | 42,0 | -2,3 | 39,0 | -17,6 | -0,3 | 20,8 | 16,0 |
| 2017 Février | 8,0 | -13,0 | 20,9 | 24,5 | 20,0 | 15,3 | 3,8 | 20,1 | -0,9 | -3,0 | 0,2 | 4,4 |
| 2017 Mars | 47,6 | -3,2 | 50,8 | 73,1 | 48,4 | 45,8 | 7,1 | 17,1 | 22,8 | 1,3 | 25,3 | -0,6 |
| 2017 Avril | 24,2 | 1,8 | 22,3 | -7,9 | -4,7 | 6,6 | 7,1 | 12,0 | -25,4 | 1,6 | -0,4 | -2,7 |
| 2017 Mai | 13,7 | -3,4 | 17,0 | 31,1 | 14,3 | 22,9 | 9,0 | 9,1 | -0,5 | -3,3 | 16,9 | 0,0 |
| 2017 Juin | -16,3 | -1,6 | -14,5 | 32,3 | 9,2 | 12,5 | -18,3 | 17,9 | 8,2 | 1,5 | 4,3 | 18,7 |
| 2017 Juillet ^(p) | 34,5 | -6,4 | 40,8 | 34,6 | 22,6 | 44,7 | 11,8 | 0,3 | 8,5 | 2,0 | 17,4 | -5,5 |
| Taux de croissance | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 2,1 | 1,5 | 2,4 | -0,8 | -0,4 | -0,3 | -1,4 | -0,3 | 1,8 | 11,9 | -6,6 | 4,6 |
| 2015 | 8,2 | -1,9 | 12,8 | 0,7 | 0,6 | 0,7 | -0,3 | 1,9 | -2,5 | -4,4 | 2,0 | 0,2 |
| 2016 | 12,5 | -3,1 | 18,8 | 2,5 | 2,2 | 2,4 | 1,9 | 2,3 | 5,6 | -9,0 | 6,0 | 0,6 |
| 2016 T3 | 10,8 | -2,5 | 16,3 | 2,0 | 1,9 | 2,1 | 1,4 | 2,1 | 5,4 | -10,7 | 3,5 | 0,8 |
| 2016 T4 | 12,5 | -3,1 | 18,8 | 2,5 | 2,2 | 2,4 | 1,9 | 2,3 | 5,6 | -9,0 | 6,0 | 0,6 |
| 2017 T1 | 10,9 | -4,2 | 16,8 | 3,1 | 2,4 | 2,7 | 1,8 | 2,5 | 4,9 | 3,6 | 8,2 | 4,6 |
| 2017 T2 | 8,1 | -3,7 | 12,5 | 3,1 | 2,4 | 2,5 | 1,2 | 3,0 | 3,6 | 8,3 | 7,2 | 6,5 |
| 2017 Février | 10,7 | -3,9 | 16,3 | 2,6 | 2,0 | 2,3 | 1,5 | 2,4 | 4,2 | -11,5 | 6,3 | 3,7 |
| 2017 Mars | 10,9 | -4,2 | 16,8 | 3,1 | 2,4 | 2,7 | 1,8 | 2,5 | 4,9 | 3,6 | 8,2 | 4,6 |
| 2017 Avril | 10,3 | -4,4 | 15,9 | 2,9 | 2,2 | 2,6 | 1,7 | 2,6 | 2,5 | 1,5 | 7,6 | 4,5 |
| 2017 Mai | 9,5 | -4,8 | 14,9 | 2,9 | 2,2 | 2,7 | 1,6 | 2,8 | 2,1 | 0,2 | 8,1 | 3,9 |
| 2017 Juin | 8,1 | -3,7 | 12,5 | 3,1 | 2,4 | 2,5 | 1,2 | 3,0 | 3,6 | 8,3 | 7,2 | 6,5 |
| 2017 Juillet ^(p) | 7,7 | -4,0 | 11,9 | 3,0 | 2,2 | 2,6 | 1,2 | 2,9 | 3,3 | 3,8 | 7,4 | 5,5 |

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

| | Dépôts de l'administration centrale ²⁾ | Passif des IFM | | | | | Position extérieure nette | Actif des IFM | | |
|---------------------------|---|--|------------------------------------|--|--|---------------------|---------------------------|---------------|--|--|
| | | Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro | | | | | | Autre | Total | |
| | | Total | Dépôts à terme d'une durée > 2 ans | Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois | Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans | Capital et réserves | | | Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾ | Prises en pension de contreparties centrales ³⁾ |
| | | | | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | |
| Encours | | | | | | | | | | |
| 2014 | 269,4 | 7 131,5 | 2 186,6 | 92,2 | 2 391,5 | 2 461,1 | 1 389,0 | 219,7 | 184,5 | 139,7 |
| 2015 | 284,8 | 6 996,9 | 2 119,7 | 79,8 | 2 254,0 | 2 543,5 | 1 353,7 | 261,7 | 205,9 | 135,6 |
| 2016 | 318,8 | 6 921,4 | 2 054,4 | 70,6 | 2 144,3 | 2 652,0 | 1 142,6 | 237,9 | 205,9 | 121,6 |
| 2016 T3 | 310,1 | 6 966,7 | 2 068,5 | 72,4 | 2 130,8 | 2 695,0 | 1 210,7 | 281,3 | 209,2 | 129,1 |
| T4 | 318,8 | 6 921,4 | 2 054,4 | 70,6 | 2 144,3 | 2 652,0 | 1 142,6 | 237,9 | 205,9 | 121,6 |
| 2017 T1 | 304,1 | 6 880,5 | 2 033,2 | 69,2 | 2 100,3 | 2 677,8 | 1 110,1 | 252,1 | 182,2 | 111,8 |
| T2 | 296,6 | 6 772,2 | 2 003,4 | 67,0 | 2 066,1 | 2 635,7 | 1 031,1 | 261,2 | 154,2 | 109,7 |
| 2017 Février | 295,7 | 6 920,3 | 2 028,4 | 69,6 | 2 125,3 | 2 697,0 | 1 126,4 | 256,4 | 171,3 | 104,4 |
| Mars | 304,1 | 6 880,5 | 2 033,2 | 69,2 | 2 100,3 | 2 677,8 | 1 110,1 | 252,1 | 182,2 | 111,8 |
| Avril | 335,9 | 6 848,5 | 2 023,4 | 69,3 | 2 082,5 | 2 673,3 | 1 095,2 | 242,4 | 175,4 | 103,7 |
| Mai | 310,5 | 6 832,0 | 2 015,7 | 67,0 | 2 080,9 | 2 668,4 | 1 044,0 | 244,5 | 162,4 | 104,3 |
| Juin | 296,6 | 6 772,2 | 2 003,4 | 67,0 | 2 066,1 | 2 635,7 | 1 031,1 | 261,2 | 154,2 | 109,7 |
| Juillet ^(p) | 322,4 | 6 724,8 | 1 989,9 | 63,5 | 2 058,1 | 2 613,3 | 1 058,6 | 161,8 | 128,1 | 76,4 |
| Flux | | | | | | | | | | |
| 2014 | -4,0 | -171,0 | -120,8 | 2,0 | -160,1 | 107,9 | 238,7 | -13,2 | 0,7 | 17,8 |
| 2015 | 9,2 | -213,6 | -106,2 | -13,5 | -216,1 | 122,2 | -85,3 | -19,3 | 21,4 | -4,0 |
| 2016 | 31,0 | -107,8 | -73,3 | -9,1 | -111,0 | 85,5 | -273,7 | -71,2 | 12,8 | -12,0 |
| 2016 T3 | -9,2 | -45,0 | -25,8 | -2,0 | -41,7 | 24,6 | -97,7 | -15,0 | -19,2 | -13,7 |
| T4 | 6,6 | -12,5 | -21,6 | -2,6 | -11,9 | 23,6 | -41,9 | -92,4 | -0,2 | -7,5 |
| 2017 T1 | -16,2 | -14,8 | -15,0 | -1,4 | -31,4 | 33,1 | -32,8 | -9,1 | -22,6 | -9,1 |
| T2 | -7,6 | -11,1 | -22,3 | -2,1 | 3,4 | 9,9 | -20,7 | 17,3 | -28,0 | -2,1 |
| 2017 Février | -8,2 | 13,5 | -10,9 | -0,2 | -5,6 | 30,2 | -34,0 | 43,8 | -5,1 | -2,0 |
| Mars | 8,4 | -7,1 | 5,8 | -0,4 | -20,9 | 8,4 | -5,2 | 1,9 | 10,8 | 7,5 |
| Avril | 31,8 | -18,4 | -8,2 | 0,2 | -6,0 | -4,3 | -3,8 | -8,1 | -6,8 | -8,2 |
| Mai | -25,4 | 14,9 | -5,6 | -2,3 | 14,3 | 8,4 | -27,9 | 16,4 | -13,0 | 0,6 |
| Juin | -14,0 | -7,6 | -8,4 | 0,0 | -4,9 | 5,7 | 11,0 | 9,0 | -8,2 | 5,4 |
| Juillet ^(p) | 25,8 | -24,7 | -11,5 | -1,1 | 5,5 | -17,7 | 46,9 | -102,4 | -26,0 | -33,3 |
| Taux de croissance | | | | | | | | | | |
| 2014 | -1,6 | -2,3 | -5,1 | 2,2 | -6,3 | 4,5 | - | - | 0,4 | 14,6 |
| 2015 | 3,6 | -3,0 | -4,8 | -14,5 | -8,8 | 4,9 | - | - | 11,6 | -2,9 |
| 2016 | 10,9 | -1,5 | -3,5 | -11,5 | -5,0 | 3,3 | - | - | 6,3 | -9,0 |
| 2016 T3 | 5,3 | -2,1 | -4,3 | -12,2 | -6,2 | 3,8 | - | - | 1,5 | -8,2 |
| T4 | 10,9 | -1,5 | -3,5 | -11,5 | -5,0 | 3,3 | - | - | 6,3 | -9,0 |
| 2017 T1 | -4,6 | -1,1 | -4,0 | -10,1 | -4,6 | 4,5 | - | - | -21,2 | -25,3 |
| T2 | -8,2 | -1,2 | -4,0 | -10,8 | -3,7 | 3,5 | - | - | -30,7 | -22,6 |
| 2017 Février | -1,7 | -1,0 | -4,4 | -10,5 | -3,4 | 3,9 | - | - | -25,7 | -25,7 |
| Mars | -4,6 | -1,1 | -4,0 | -10,1 | -4,6 | 4,5 | - | - | -21,2 | -25,3 |
| Avril | 5,5 | -1,5 | -4,4 | -9,0 | -4,6 | 3,8 | - | - | -20,9 | -24,8 |
| Mai | 3,2 | -1,3 | -4,4 | -11,6 | -3,9 | 3,8 | - | - | -23,5 | -23,6 |
| Juin | -8,2 | -1,2 | -4,0 | -10,8 | -3,7 | 3,5 | - | - | -30,7 | -22,6 |
| Juillet ^(p) | -2,4 | -1,2 | -4,2 | -11,4 | -2,7 | 2,5 | - | - | -35,6 | -39,5 |

Source : BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

6 Évolutions budgétaires

6.1 Déficit/excédent

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

| | Déficit (-)/excédent (+) | | | | | Pour mémoire : Déficit (-)/ excédent (+) primaire |
|---------|--------------------------|---------------------------|---------------------------------|-------------------------|-------------------------------------|---|
| | Total | Administrations centrales | Administrations d'États fédérés | Administrations locales | Administrations de sécurité sociale | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| 2013 | -3,0 | -2,6 | -0,2 | -0,1 | -0,1 | -0,2 |
| 2014 | -2,6 | -2,2 | -0,2 | 0,0 | -0,2 | 0,1 |
| 2015 | -2,1 | -1,9 | -0,2 | 0,1 | -0,1 | 0,3 |
| 2016 | -1,5 | -1,7 | 0,0 | 0,2 | 0,0 | 0,7 |
| 2016 T2 | -1,8 | . | . | . | . | 0,5 |
| T3 | -1,8 | . | . | . | . | 0,5 |
| T4 | -1,5 | . | . | . | . | 0,7 |
| 2017 T1 | -1,3 | . | . | . | . | 0,9 |

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

6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

| | Recettes | | | | | | Dépenses | | | | | | |
|---------|----------|--------------------|------------------|-----------------------------|---------------------------|---------------------|----------|----------------------------|----------|----------------------|-----|---------------------|-----|
| | Total | Recettes courantes | | | | Recettes en capital | Total | Dépenses courantes | | | | Dépenses en capital | |
| | | Impôts directs | Impôts indirects | Cotisations sociales nettes | Rémunération des salariés | | | Consommation intermédiaire | Intérêts | Prestations sociales | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| 2013 | 46,7 | 46,2 | 12,6 | 13,0 | 15,5 | 0,5 | 49,7 | 45,6 | 10,4 | 5,3 | 2,8 | 23,0 | 4,1 |
| 2014 | 46,7 | 46,3 | 12,5 | 13,1 | 15,5 | 0,5 | 49,3 | 45,3 | 10,3 | 5,3 | 2,7 | 23,0 | 4,0 |
| 2015 | 46,4 | 45,9 | 12,6 | 13,1 | 15,3 | 0,5 | 48,5 | 44,6 | 10,1 | 5,2 | 2,4 | 22,8 | 3,9 |
| 2016 | 46,3 | 45,8 | 12,6 | 13,0 | 15,4 | 0,5 | 47,8 | 44,3 | 10,0 | 5,2 | 2,2 | 22,8 | 3,5 |
| 2016 T2 | 46,3 | 45,8 | 12,5 | 13,1 | 15,3 | 0,5 | 48,1 | 44,2 | 10,0 | 5,2 | 2,3 | 22,8 | 3,8 |
| T3 | 46,3 | 45,8 | 12,6 | 13,1 | 15,4 | 0,5 | 48,1 | 44,3 | 10,0 | 5,2 | 2,2 | 22,8 | 3,8 |
| T4 | 46,3 | 45,8 | 12,6 | 13,0 | 15,4 | 0,5 | 47,8 | 44,3 | 10,0 | 5,2 | 2,2 | 22,8 | 3,5 |
| 2017 T1 | 46,3 | 45,8 | 12,7 | 13,0 | 15,3 | 0,4 | 47,6 | 44,1 | 10,0 | 5,1 | 2,2 | 22,8 | 3,5 |

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

6.3 Ratio dette publique/PIB

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

| | Total | Instrument financier | | | Détenteur | | Durée initiale | | Durée résiduelle | | | Devises | | |
|---------|-------|------------------------------|-------|-------------------|----------------------|--------------------------|----------------|--------|------------------|-------------------|---------|--------------------------------|----------------|-----|
| | | Monnaie fiduciaire et dépôts | Prêts | Titres de créance | Créanciers résidents | Créanciers non-résidents | ≤ 1 an | > 1 an | ≤ 1 an | > 1 an et ≤ 5 ans | > 5 ans | Euro ou monnaies participantes | Autres devises | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
| 2013 | 91,4 | 2,6 | 17,5 | 71,2 | 46,4 | 26,3 | 45,0 | 10,4 | 81,0 | 19,4 | 32,1 | 39,9 | 89,3 | 2,1 |
| 2014 | 92,0 | 2,7 | 17,1 | 72,1 | 45,2 | 26,0 | 46,8 | 10,0 | 82,0 | 18,8 | 31,9 | 41,2 | 89,9 | 2,1 |
| 2015 | 90,3 | 2,8 | 16,2 | 71,3 | 45,5 | 27,5 | 44,7 | 9,3 | 81,0 | 17,7 | 31,1 | 41,5 | 88,2 | 2,1 |
| 2016 | 89,2 | 2,7 | 15,5 | 71,0 | 47,8 | 30,3 | 41,5 | 9,0 | 80,3 | 17,3 | 29,5 | 42,5 | 87,2 | 2,1 |
| 2016 T2 | 91,2 | 2,7 | 16,0 | 72,5 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |
| T3 | 90,0 | 2,7 | 15,6 | 71,7 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |
| T4 | 89,2 | 2,7 | 15,4 | 71,1 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |
| 2017 T1 | 89,5 | 2,7 | 15,1 | 71,7 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |

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

6 Évolutions budgétaires

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

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

| | Variation du ratio dette/PIB ²⁾ | Déficit (-) /excédent (+) primaire | Ajustement dette-déficit | | | | | | | | Écart croissance/taux d'intérêt | Pour mémoire : besoin de financement |
|---------|--|------------------------------------|--------------------------|---|------------------------------|-------|-------------------|---|--------|--|---------------------------------|--------------------------------------|
| | | | Total | Opérations sur les principaux actifs financiers | | | | Effets de valorisation et autres variations en volume | Autres | | | |
| | | | | Total | Monnaie fiduciaire et dépôts | Prêts | Titres de créance | | | Actions et parts de fonds d'investissement | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 2013 | 1,9 | 0,2 | -0,2 | -0,8 | -0,5 | -0,4 | -0,2 | 0,4 | 0,2 | 0,4 | 1,9 | 2,6 |
| 2014 | 0,6 | -0,1 | -0,1 | -0,3 | 0,2 | -0,2 | -0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 0,8 | 2,5 |
| 2015 | -1,7 | -0,3 | -0,9 | -0,5 | 0,2 | -0,2 | -0,3 | -0,1 | -0,1 | -0,3 | -0,5 | 1,3 |
| 2016 | -1,0 | -0,7 | -0,3 | 0,2 | 0,2 | -0,1 | 0,0 | 0,1 | -0,3 | -0,2 | -0,1 | 1,5 |
| 2016 T2 | -0,9 | -0,5 | 0,1 | 0,4 | 0,8 | -0,2 | -0,2 | 0,0 | -0,1 | -0,2 | -0,5 | 2,0 |
| T3 | -1,4 | -0,5 | -0,5 | -0,2 | 0,2 | -0,1 | -0,3 | 0,0 | -0,2 | -0,1 | -0,4 | 1,4 |
| T4 | -1,0 | -0,7 | -0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | -0,3 | -0,3 | -0,1 | 1,5 |
| 2017 T1 | -1,6 | -0,9 | -0,5 | -0,1 | -0,1 | -0,2 | 0,0 | 0,1 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | 1,0 |

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

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

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

6.5 Titres de créance des administrations publiques ¹⁾

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

| | Service de la dette dû dans l'année ²⁾ | | | | | Durée résiduelle moyenne en années ³⁾ | Rendements nominaux moyens ⁴⁾ | | | | | | |
|--------------|---|-----------|--------------------|--------------------|---------|--|--|---------------|-------------|------------|---------------|-----------|----------------|
| | Total | Principal | Intérêts | | Encours | | Encours | | | Opérations | | | |
| | | | Échéances ≤ 3 mois | Échéances ≤ 3 mois | | | Total | Taux variable | Coupon zéro | Taux fixe | Durées ≤ 1 an | Émissions | Remboursements |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| 2014 | 15,9 | 13,8 | 5,1 | 2,0 | 0,5 | 6,4 | 3,1 | 1,6 | 0,4 | 3,5 | 2,8 | 0,8 | 1,6 |
| 2015 | 14,7 | 12,8 | 4,3 | 1,9 | 0,5 | 6,6 | 2,9 | 1,4 | 0,1 | 3,3 | 3,0 | 0,4 | 1,2 |
| 2016 | 14,7 | 12,9 | 4,8 | 1,7 | 0,4 | 6,7 | 2,6 | 1,2 | -0,1 | 3,0 | 2,9 | 0,2 | 1,2 |
| 2016 T2 | 15,4 | 13,6 | 4,8 | 1,8 | 0,5 | 6,7 | 2,7 | 1,3 | -0,1 | 3,1 | 2,9 | 0,3 | 1,1 |
| T3 | 15,0 | 13,2 | 4,0 | 1,8 | 0,4 | 6,8 | 2,6 | 1,3 | -0,1 | 3,1 | 2,8 | 0,2 | 1,2 |
| T4 | 14,7 | 12,9 | 4,8 | 1,7 | 0,4 | 6,9 | 2,6 | 1,2 | -0,1 | 3,0 | 2,9 | 0,2 | 1,2 |
| 2017 T1 | 14,6 | 12,8 | 4,6 | 1,7 | 0,4 | 6,9 | 2,6 | 1,2 | -0,2 | 3,0 | 2,9 | 0,2 | 1,1 |
| 2017 Février | 14,4 | 12,7 | 4,3 | 1,7 | 0,4 | 6,9 | 2,6 | 1,2 | -0,2 | 3,0 | 2,9 | 0,2 | 1,3 |
| Mars | 14,6 | 12,8 | 4,6 | 1,7 | 0,4 | 6,9 | 2,6 | 1,2 | -0,2 | 3,0 | 2,9 | 0,2 | 1,1 |
| Avril | 14,2 | 12,5 | 4,6 | 1,7 | 0,4 | 7,0 | 2,6 | 1,2 | -0,2 | 3,0 | 2,7 | 0,2 | 1,2 |
| Mai | 14,3 | 12,6 | 4,6 | 1,7 | 0,4 | 7,0 | 2,5 | 1,2 | -0,2 | 2,9 | 2,6 | 0,1 | 1,2 |
| Juin | 13,8 | 12,1 | 4,3 | 1,7 | 0,4 | 7,1 | 2,5 | 1,2 | -0,2 | 2,9 | 2,6 | 0,2 | 1,2 |
| Juillet | 13,5 | 11,8 | 4,3 | 1,7 | 0,4 | 7,1 | 2,5 | 1,2 | -0,2 | 2,9 | 2,6 | 0,2 | 1,3 |

Source : BCE.

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

6 Évolutions budgétaires

6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

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

| | Belgique | Allemagne | Estonie | Irlande | Grèce | Espagne | France | Italie | Chypre | |
|---|----------|-----------|---------|---------|-------|---------|--------|--------|--------|------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | |
| Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques | | | | | | | | | | |
| 2013 | -3,1 | -0,2 | -0,2 | -5,7 | -13,1 | -7,0 | -4,0 | -2,9 | -5,1 | |
| 2014 | -3,1 | 0,3 | 0,7 | -3,7 | -3,7 | -6,0 | -3,9 | -3,0 | -8,8 | |
| 2015 | -2,5 | 0,7 | 0,1 | -2,0 | -5,9 | -5,1 | -3,6 | -2,7 | -1,2 | |
| 2016 | -2,6 | 0,8 | 0,3 | -0,6 | 0,7 | -4,5 | -3,4 | -2,4 | 0,4 | |
| 2016 T2 | -2,6 | 0,7 | 0,8 | -1,5 | -3,7 | -5,3 | -3,2 | -2,4 | -1,3 | |
| 2016 T3 | -3,0 | 0,5 | 0,5 | -1,6 | -1,8 | -4,8 | -3,3 | -2,4 | -1,0 | |
| 2016 T4 | -2,6 | 0,8 | 0,3 | -0,7 | 0,7 | -4,5 | -3,4 | -2,4 | 0,4 | |
| 2017 T1 | -2,3 | 1,0 | 0,0 | -0,5 | 1,3 | -4,2 | -3,4 | -2,3 | 0,7 | |
| Dette des administrations publiques | | | | | | | | | | |
| 2013 | 105,6 | 77,5 | 10,2 | 119,5 | 177,4 | 95,5 | 92,3 | 129,0 | 102,2 | |
| 2014 | 106,7 | 74,9 | 10,7 | 105,3 | 179,7 | 100,4 | 94,9 | 131,8 | 107,1 | |
| 2015 | 106,0 | 71,2 | 10,1 | 78,7 | 177,4 | 99,8 | 95,6 | 132,1 | 107,5 | |
| 2016 | 105,9 | 68,3 | 9,5 | 75,4 | 179,0 | 99,4 | 96,0 | 132,6 | 107,8 | |
| 2016 T2 | 109,7 | 70,2 | 9,7 | 74,9 | 179,7 | 101,1 | 97,9 | 135,4 | 107,5 | |
| 2016 T3 | 108,7 | 69,4 | 9,6 | 75,1 | 176,3 | 100,4 | 97,2 | 132,7 | 110,6 | |
| 2016 T4 | 106,0 | 68,3 | 9,5 | 72,8 | 179,0 | 99,4 | 96,3 | 132,6 | 107,8 | |
| 2017 T1 | 107,7 | 66,9 | 9,2 | 74,3 | 176,2 | 100,4 | 98,7 | 134,7 | 107,0 | |
| Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques | | | | | | | | | | |
| 2013 | -1,0 | -2,6 | 1,0 | -2,6 | -2,4 | -1,4 | -4,8 | -15,1 | -2,7 | -2,6 |
| 2014 | -1,6 | -0,7 | 1,4 | -2,0 | -2,3 | -2,7 | -7,2 | -5,4 | -2,7 | -3,2 |
| 2015 | -1,3 | -0,2 | 1,4 | -1,3 | -2,1 | -1,1 | -4,4 | -2,9 | -2,7 | -2,7 |
| 2016 | 0,0 | 0,3 | 1,6 | 1,0 | 0,4 | -1,6 | -2,0 | -1,8 | -1,7 | -1,9 |
| 2016 T2 | -0,4 | 0,4 | 1,4 | 0,4 | -1,0 | -0,9 | -3,5 | -1,8 | -2,3 | -2,4 |
| 2016 T3 | 0,2 | 0,2 | 1,5 | 0,8 | -0,4 | -0,6 | -3,7 | -1,7 | -2,0 | -2,2 |
| 2016 T4 | 0,0 | 0,3 | 1,6 | 1,0 | 0,4 | -1,6 | -2,0 | -1,8 | -1,7 | -1,9 |
| 2017 T1 | -0,1 | 0,7 | 1,3 | 2,1 | 1,0 | -1,2 | -1,7 | -1,4 | -1,5 | -1,6 |
| Dette des administrations publiques | | | | | | | | | | |
| 2013 | 39,0 | 38,7 | 23,4 | 68,7 | 67,7 | 81,3 | 129,0 | 71,0 | 54,7 | 56,5 |
| 2014 | 40,9 | 40,5 | 22,4 | 64,3 | 67,9 | 84,4 | 130,6 | 80,9 | 53,6 | 60,2 |
| 2015 | 36,5 | 42,7 | 21,6 | 60,6 | 65,2 | 85,5 | 129,0 | 83,1 | 52,5 | 63,7 |
| 2016 | 40,1 | 40,2 | 20,0 | 58,3 | 62,3 | 84,6 | 130,4 | 79,7 | 51,9 | 63,6 |
| 2016 T2 | 38,9 | 40,1 | 21,4 | 61,0 | 63,2 | 86,2 | 131,6 | 82,5 | 52,9 | 61,7 |
| 2016 T3 | 37,9 | 41,3 | 20,9 | 59,8 | 61,5 | 83,7 | 133,1 | 82,8 | 52,7 | 61,7 |
| 2016 T4 | 40,1 | 40,2 | 20,0 | 58,3 | 61,8 | 84,6 | 130,3 | 79,7 | 51,9 | 63,1 |
| 2017 T1 | 39,0 | 39,3 | 23,0 | 59,0 | 59,6 | 82,6 | 130,5 | 81,4 | 53,5 | 62,6 |

Source: Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2017**

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

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

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

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 6 septembre 2017.

ISSN 2363-3425 (PDF)
Numéro de catalogue UE QB-BP-17-006-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Nathalie Aufauvre

Secrétaire général