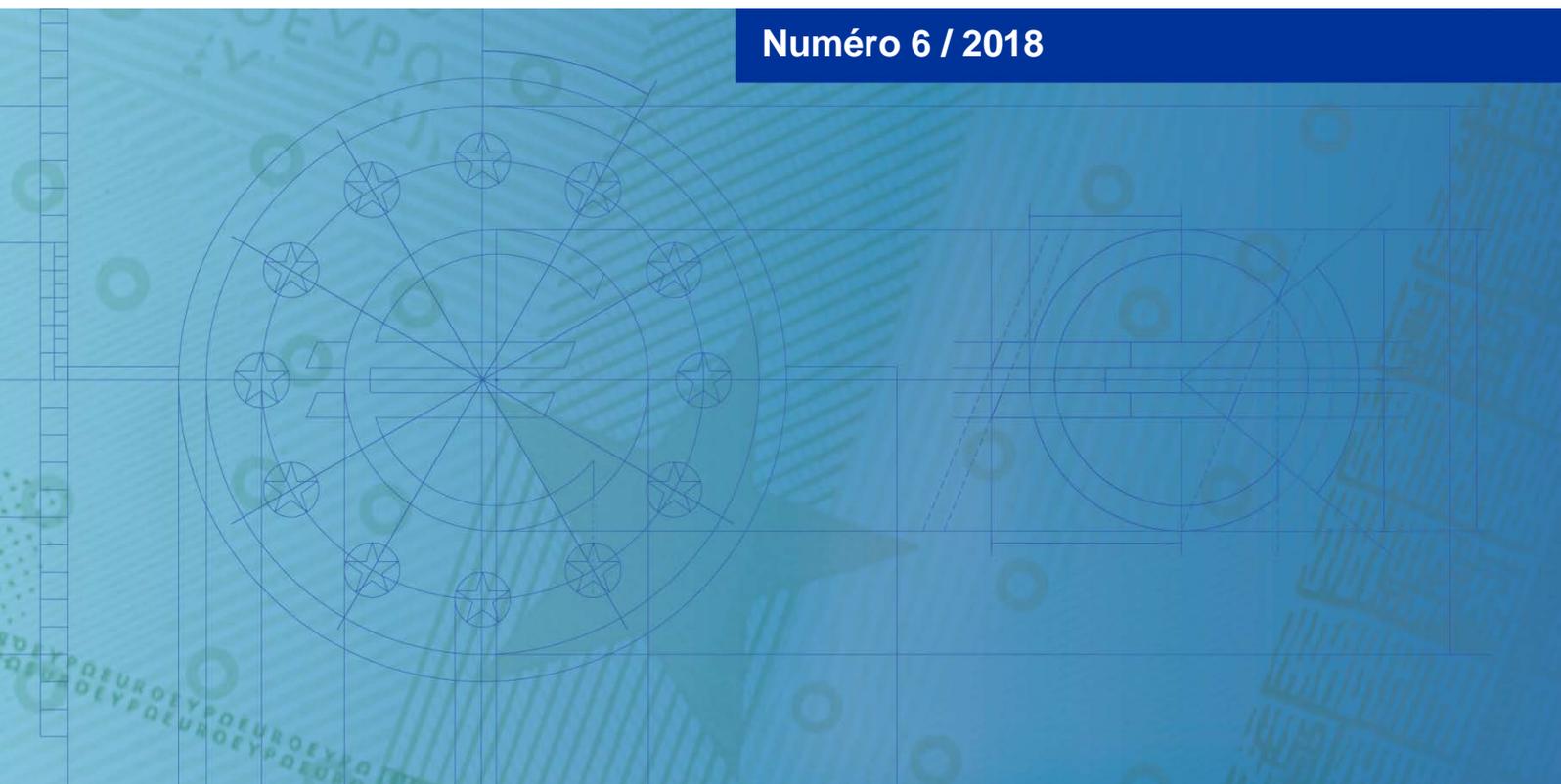




BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 6 / 2018



Sommaire

Évolutions économiques et monétaires	2
Vue d'ensemble	2
1 Environnement extérieur	6
2 Évolutions financières	13
3 Activité économique	18
4 Prix et coûts	23
5 Monnaie et crédit	28
6 Évolutions budgétaires	36
Encadrés	39
1 Implications macroéconomiques d'une montée du protectionnisme	39
2 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 3 mai au 31 juillet 2018	44
3 Prix du pétrole, termes de l'échange et consommation du secteur privé	50
4 L'incidence budgétaire des mesures de soutien au secteur financier : état des lieux dix ans après la crise financière	53
Articles	58
1 Le cycle financier mondial : implications pour l'économie mondiale et pour la zone euro	58
2 Interpréter les évolutions récentes des indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation à long terme tirés des marchés financiers	83
3 Tendances et évolutions de l'utilisation des espèces en euros au cours des dix dernières années	99
Statistiques	S1

Évolutions économiques et monétaires

Vue d'ensemble

Lors de sa réunion de politique monétaire du 13 septembre, le Conseil des gouverneurs a conclu que les informations disponibles, provenant notamment des projections macroéconomiques de septembre 2018 établies par les services de la BCE, confirment globalement l'évaluation faite précédemment par le Conseil des gouverneurs d'une poursuite de la croissance généralisée de l'économie de la zone euro et d'une accélération graduelle de l'inflation. La vigueur sous-jacente de l'économie continue d'étayer la confiance du Conseil des gouverneurs dans la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers son objectif au cours de la période à venir, au-delà même de la réduction progressive des achats nets d'actifs. Cela étant, les incertitudes concernant la montée du protectionnisme, les vulnérabilités sur les marchés émergents et la volatilité des marchés financiers se sont accrues récemment. Par conséquent, un niveau significatif de stimulus monétaire reste nécessaire pour soutenir la poursuite du renforcement des tensions domestiques sur les prix et de l'inflation totale à moyen terme. Ce soutien continuera d'être apporté par les achats nets d'actifs jusqu'à la fin de l'année, par le volume considérable de titres acquis et les réinvestissements associés ainsi que par les indications approfondies du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs de la BCE (*enhanced forward guidance*). En tout état de cause, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments de façon appropriée pour assurer le rapprochement durable de l'inflation de son objectif.

Évaluation économique et monétaire au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs du 13 septembre 2018

L'économie mondiale a maintenu un rythme régulier au premier semestre 2018, mais cette dynamique devrait se ralentir. Les économies avancées bénéficient toujours de politiques monétaires accommodantes et de la relance budgétaire aux États-Unis, tandis que l'activité des exportateurs de matières premières a également été soutenue par le redressement des prix des matières premières au cours de l'année passée. Toutefois, les conditions financières se sont durcies, notamment pour certains marchés émergents. En outre, la croissance du commerce mondial s'est ralentie et les incertitudes entourant les futures relations commerciales se sont accrues. À moyen terme, l'activité économique mondiale devrait progresser à un rythme proche de la croissance potentielle, les écarts de production étant déjà comblés ou sur le point de l'être dans la plupart des économies avancées. Les tensions inflationnistes mondiales devraient lentement se renforcer parallèlement à la diminution des capacités inutilisées.

Sur les marchés financiers, les taux sans risque à long terme dans la zone euro sont restés globalement inchangés depuis la réunion du Conseil des

gouverneurs de juin 2018. Les écarts de rendement des obligations souveraines ont été volatils dans un contexte de persistance de l'incertitude politique en Italie. Même si les bénéfices des entreprises restent solides, les prix des actions et des obligations des sociétés financières de la zone euro ont diminué sur fond d'incertitude géopolitique et de hausse de la volatilité sur certains marchés émergents. Sur les marchés des changes, l'euro s'est globalement renforcé en termes pondérés des échanges commerciaux.

Les derniers indicateurs économiques et résultats d'enquêtes confirment une poursuite de la croissance généralisée de l'économie de la zone euro, en dépit d'un certain ralentissement par rapport à la forte croissance observée en 2017.

Le PIB en volume de la zone euro a crû de 0,4 %, en rythme trimestriel, au deuxième trimestre 2018, soit au même rythme qu'au trimestre précédent. Les mesures de politique monétaire de la BCE continuent de soutenir la demande intérieure. La consommation privée est confortée par la poursuite des créations d'emplois, qui reflètent en partie les réformes passées des marchés du travail, ainsi que par l'augmentation des salaires. L'investissement des entreprises est soutenu par les conditions de financement favorables, la hausse de leur rentabilité et une forte demande. L'investissement immobilier résidentiel reste robuste. De plus, la croissance de l'activité mondiale devrait se poursuivre et favoriser les exportations de la zone euro.

Les projections macroéconomiques de septembre 2018 établies par les services de la BCE pour la zone euro tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 2,0 % en 2018, 1,8 % en 2019 et 1,7 % en 2020.

Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2018 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées légèrement à la baisse pour 2018 et 2019, principalement en raison d'une contribution plus faible de la demande extérieure. Bien que les risques liés à la montée du protectionnisme, aux vulnérabilités sur les marchés émergents et à la volatilité des marchés financiers se soient accrus récemment, les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro peuvent encore être considérés comme globalement équilibrés.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 2,0 % en août 2018, contre 2,1 % en juillet.

Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux annuels d'inflation devraient fluctuer autour de leurs niveaux actuels jusqu'à la fin de l'année. Si les mesures de l'inflation sous-jacente restent globalement modérées, elles ont augmenté par rapport aux points bas passés. Les tensions d'origine interne sur les coûts s'accroissent et se généralisent dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et de tensions sur les marchés du travail qui alimentent la hausse des salaires. L'inflation sous-jacente devrait s'accroître vers la fin de l'année et augmenter graduellement à moyen terme, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE, la poursuite de la croissance économique et l'accélération de la hausse des salaires.

Ce scénario ressort également, globalement, des projections macroéconomiques de septembre 2018 établies par les services de la BCE pour

la zone euro, qui tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 1,7 % en 2018, 2019 et 2020. Les perspectives de hausse de l'IPCH sont inchangées par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2018 établies par les services de l'Eurosystème. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'accélérer progressivement pour passer de 1,1 % en 2018 à 1,5 % en 2019 et à 1,8 % en 2020.

L'orientation budgétaire au niveau agrégé pour la zone euro devrait être globalement neutre en 2018, faiblement expansionniste en 2019 et à nouveau globalement neutre en 2020. Globalement, le déficit budgétaire de la zone euro devrait continuer de se réduire sur l'horizon de projection, essentiellement sous l'effet de conditions conjoncturelles propices et d'une diminution des paiements d'intérêts. Le ratio dette publique/PIB de la zone euro va continuer de diminuer, mais demeurera élevé.

La croissance de la monnaie au sens large (M3) s'est ralentie dans le contexte de réduction des achats nets d'actifs mensuels au titre du programme d'achats d'actifs (APP). La croissance de M3 s'est établie à 4,0 % en juillet 2018, après 4,5 % en juin. L'expansion de M3, en dehors d'une certaine volatilité des flux mensuels, est de plus en plus soutenue par la création de crédit par les banques. L'agrégat monétaire étroit M1 a continué d'apporter la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large. La hausse des prêts accordés au secteur privé constatée depuis début 2014 se poursuit. Le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières (SNF) s'est établi à 4,1 % en juillet 2018, et celui des prêts aux ménages à 3,0 %, dans les deux cas sans changement par rapport à juin. Les effets des mesures de politique monétaire en place depuis juin 2014 continuent de soutenir fortement les conditions d'emprunt des entreprises et des ménages, l'accès au financement (en particulier pour les petites et moyennes entreprises) et les flux de crédits dans la zone euro. Le flux du financement externe total à destination des SNF de la zone euro a considérablement augmenté au deuxième trimestre 2018.

Décisions de politique monétaire

Au terme de l'examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a pris les décisions suivantes. Premièrement, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés et continue de prévoir qu'ils resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs continuera de procéder à des achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme* – APP) au rythme mensuel actuel de 30 milliards d'euros jusqu'à fin septembre 2018. Après septembre 2018, le rythme mensuel des achats nets d'actifs sera réduit à 15 milliards d'euros jusqu'à fin décembre 2018. Le Conseil des gouverneurs prévoit que, si les données lui parvenant confirment ses perspectives d'inflation à moyen terme, les achats nets arriveront alors à leur terme. Troisièmement, le Conseil des gouverneurs entend procéder au réinvestissement des

remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la fin des achats nets d'actifs et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

1 Environnement extérieur

L'économie mondiale a conservé un rythme régulier au premier semestre 2018, mais cette dynamique devrait se modérer dans un contexte d'accroissement des risques et des incertitudes liés à un regain du protectionnisme, aux vulnérabilités sur les marchés émergents et à la volatilité des marchés financiers. Les économies avancées bénéficient toujours de politiques monétaires accommodantes et de la relance budgétaire aux États-Unis, et l'activité des exportateurs de matières premières a également été soutenue par le redressement des prix des matières premières au cours de l'année dernière. Toutefois, les conditions financières se sont durcies, notamment pour certains marchés émergents. En outre, la croissance du commerce mondial s'est ralentie et les incertitudes entourant l'avenir des relations commerciales se sont accrues. À moyen terme, l'activité économique mondiale devrait progresser à un rythme proche de la croissance potentielle. Les écarts de production étant déjà comblés ou sur le point de l'être dans la plupart des économies avancées, le soutien des politiques publiques diminuera progressivement tandis que la Chine est engagée dans une transition vers une trajectoire de croissance plus faible. Les tensions inflationnistes mondiales devraient se renforcer lentement, parallèlement à la diminution des capacités inutilisées. Les risques pesant sur l'activité mondiale sont orientés à la baisse.

Activité économique et échanges commerciaux à l'échelle mondiale

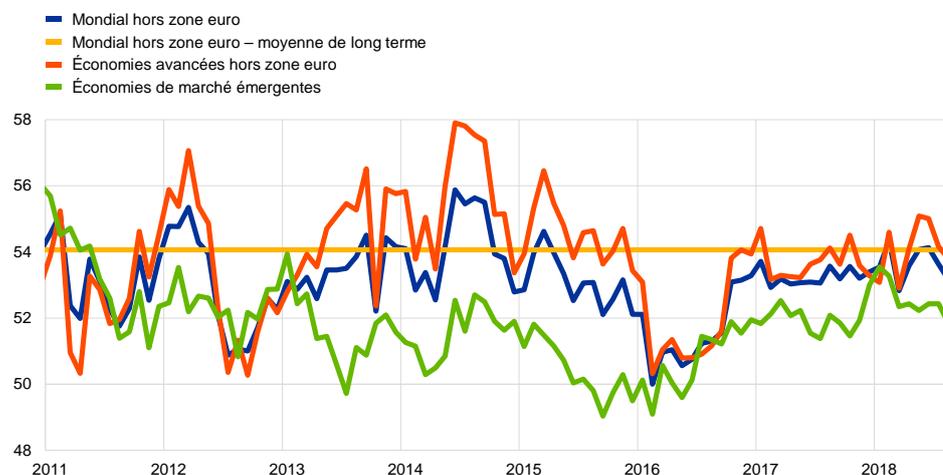
Malgré l'accroissement des risques et des incertitudes, l'expansion de l'économie mondiale s'est poursuivie à un rythme régulier au premier semestre 2018. Après un ralentissement au premier trimestre, la croissance de l'activité a fortement rebondi au deuxième trimestre aux États-Unis et au Japon. La croissance du PIB s'est aussi légèrement redressée au Royaume-Uni. Dans les économies de marché émergentes (EME), l'activité a été soutenue par la poursuite d'une croissance rapide en Inde et en Chine. La dynamique s'est renforcée en Russie au premier semestre, soutenue par la hausse des prix du pétrole, mais elle s'est modérée au Brésil, où les perturbations liées aux grèves et à l'incertitude politique ont affecté la confiance.

Selon les enquêtes, la dynamique de l'activité mondiale pourrait faiblir légèrement. La production manufacturière mondiale s'est modérée ces derniers mois et l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale hors zone euro est revenu légèrement au-dessous de sa moyenne de long terme en août (cf. graphique 1). Toutefois, les indicateurs relatifs à la confiance des consommateurs restent particulièrement optimistes, malgré les baisses récentes.

Graphique 1

Indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale

(indice de diffusion)



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

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

De nouveaux relèvements des droits de douane et les incertitudes relatives aux relations commerciales futures sont susceptibles de peser sur le rythme de la croissance économique mondiale pour la période à venir.

Ces trois derniers mois, les États-Unis ont décrété de nouvelles hausses des droits de douane. Les exemptions qui avaient protégé dans un premier temps l'UE, le Canada et le Mexique contre les hausses des droits de douane appliqués aux importations d'acier et d'aluminium sont arrivées à terme en juin. Les pays concernés ont annoncé des mesures de rétorsion. En outre, les droits de douane dans le cadre de la section 301 de la loi américaine sur les échanges commerciaux (*US Trade Act*) de 1974 – motivés par des préoccupations relatives aux transferts de technologie vers la Chine – sont entrés en vigueur en juillet et en août, affectant les exportations chinoises vers les États-Unis pour un montant total de 50 milliards de dollars, et la Chine a riposté par des relèvements des droits de douane pour un montant similaire d'exportations américaines. Bien que les droits de douane appliqués n'aient affecté jusqu'ici qu'une part relativement faible des échanges internationaux, les tensions commerciales sont fortes, ce qui a accru l'incertitude quant aux perspectives futures. Les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine persistent, l'Administration américaine préparant une liste correspondant à 200 milliards de dollars supplémentaires d'importations en provenance de Chine qui doivent faire l'objet d'une deuxième vague de relèvement des droits de douane, dont l'annonce était imminente au moment de la réunion de septembre du Conseil des gouverneurs¹. Les États-Unis ont également ouvert une enquête sur les échanges dans le secteur automobile pour en déterminer les implications en termes de sécurité nationale.

¹ Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs le 13 septembre, l'Administration américaine a annoncé des droits de douane portant sur 200 milliards de dollars supplémentaires d'exportations chinoises vers les États-Unis, et la Chine a riposté en annonçant des droits de douane portant sur 60 milliards de dollars supplémentaires d'exportations en provenance des États-Unis, ces deux mesures prenant effet le 24 septembre 2018.

Diverses préoccupations relatives aux échanges commerciaux, la normalisation graduelle de la politique monétaire dans les économies avancées, et des incertitudes dans certaines EME ont entraîné des tensions accrues sur les marchés financiers ces derniers mois. La normalisation graduelle de la politique monétaire aux États-Unis s'est poursuivie : après le relèvement du taux d'intérêt en juin 2018, la courbe des contrats à terme sur les fonds fédéraux laisse penser que les marchés anticipent de nouvelles hausses au cours des prochains mois. La hausse des taux d'intérêt conjuguée au rebond du dollar a contribué à un certain durcissement des conditions financières dans les EME durant les premiers mois de l'été. De graves tensions ont été observées dans certaines EME, notamment l'Argentine et la Turquie, reflétant des doutes à propos de la crédibilité de la politique des autorités ainsi que des besoins de financement externes importants. La forte volatilité s'est limitée à ces pays, mais certains effets de contagion à d'autres EME vulnérables ont été observés, les écarts de rendements souverains se sont creusés et les devises ont été soumises à des pressions.

À court terme, le rythme de la croissance économique mondiale devrait se modérer. Les économies avancées continuent de bénéficier des politiques monétaires accommodantes. L'important programme de relance budgétaire aux États-Unis devrait également donner une impulsion à la croissance mondiale. De plus, la hausse des prix du pétrole a contribué à stabiliser l'investissement dans de nombreuses économies exportatrices de pétrole. Cependant, le ralentissement des échanges internationaux et l'incertitude accrue quant à l'avenir des relations commerciales devraient affecter la confiance et l'investissement. Le durcissement des conditions financières dans certaines EME ces derniers mois devrait également peser sur la dynamique mondiale.

À moyen terme, l'activité économique mondiale devrait progresser à un rythme proche de la croissance potentielle. Les écarts de production sont déjà comblés dans de nombreuses économies avancées. De plus, le soutien des politiques publiques diminuera progressivement. La transition de la Chine vers une trajectoire de croissance plus faible, moins tributaire du crédit et des mesures de relance budgétaire, pèsera également sur la demande mondiale. D'un autre côté, la stabilisation des perspectives des EME apportera un certain soutien à l'activité mondiale à plus long terme. À moyen terme, le rythme de l'expansion mondiale devrait s'établir au-dessous des niveaux d'avant la crise.

S'agissant des évolutions dans les différents pays, l'activité devrait rester robuste aux États-Unis cette année. Les tensions observées sur le marché du travail, avec des taux de chômage historiquement bas, une participation stable et une tendance haussière de la croissance des salaires, devraient soutenir les revenus et les dépenses des ménages, tandis que les robustes bénéfices des entreprises et des conditions financières toujours favorables devraient renforcer l'investissement. La relance budgétaire résultant des réformes fiscales et la hausse des dépenses devraient soutenir les perspectives de croissance cette année et la suivante, avant de s'estomper en 2020.

Au Japon, l'expansion économique devrait connaître un ralentissement progressif. L'activité devrait bénéficier de la politique monétaire accommodante,

mais l'affaiblissement du soutien budgétaire et des contraintes de capacité de plus en plus fortes devraient peser sur la croissance. Les salaires augmentent modérément dans un contexte d'accroissement des tensions sur le marché du travail, ce qui devrait soutenir les dépenses des ménages. Cependant, la hausse des prix devrait rester inférieure à la cible d'inflation de 2 % de la Banque du Japon.

Au Royaume-Uni, on prévoit une croissance modérée en raison de l'atonie persistante de la demande intérieure. La consommation privée devrait être soutenue par la modération de l'inflation, malgré des perspectives économiques incertaines. Toutefois, l'incertitude associée aux négociations relatives au Brexit devrait affecter transitoirement l'investissement.

Dans les pays d'Europe centrale et orientale, la croissance du PIB devrait rester robuste à court terme. L'activité est soutenue par la vigueur de l'investissement, en lien avec les fonds de l'UE, le dynamisme des dépenses de consommation et les améliorations sur les marchés du travail. À moyen terme, l'activité devrait se ralentir pour se rapprocher de son potentiel.

En Chine, selon les données récentes, l'activité devrait se ralentir à court terme. Un ralentissement du marché de l'immobilier résidentiel et les effets décalés du durcissement financier antérieur pourraient peser sur la croissance, tandis que les relèvements des droits de douanes appliqués par les États-Unis devraient affecter les échanges commerciaux. Toutefois, la politique monétaire accommodante et certaines mesures de relance budgétaire devraient contribuer à soutenir la croissance de l'activité à court terme. À moyen terme, on suppose que les progrès continus des réformes structurelles aboutiront à un ralentissement ordonné et à un certain rééquilibrage de l'économie chinoise.

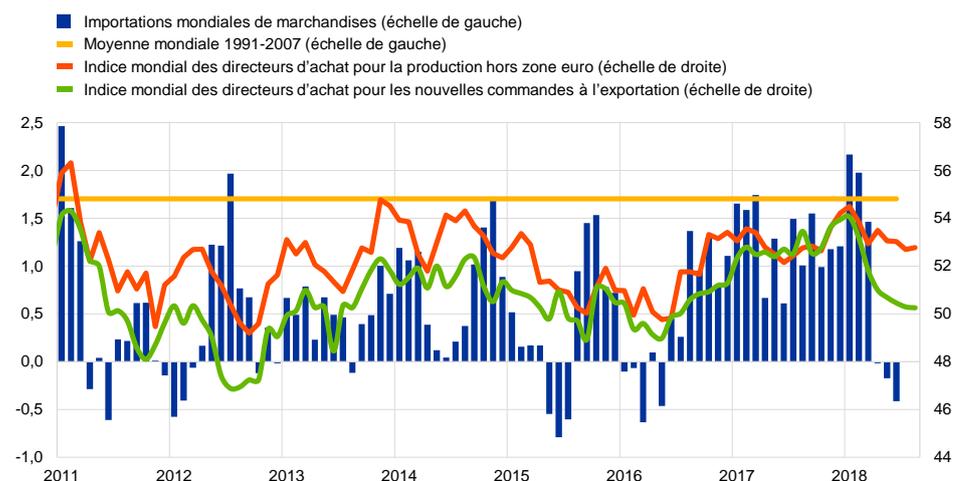
Selon les projections, l'activité économique se renforcera légèrement dans les grands pays exportateurs de matières premières. En Russie, les perspectives sont soutenues par la hausse des prix du pétrole intervenue cette année, l'inflation relativement modérée et l'amélioration de la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs. D'un autre côté, les sanctions imposées récemment par les États-Unis sont susceptibles de peser sur la croissance à court terme en raison des incertitudes politiques accrues. À moyen terme, l'activité économique devrait connaître une expansion modérée dans un contexte d'environnement des affaires toujours difficile, de faiblesse de la FBCF et d'absence de réformes structurelles, qui affaiblit le potentiel de croissance de la Russie. Au Brésil, les perspectives à court terme sont affectées par les incertitudes politiques et les perturbations imputables aux grèves. Toutefois, à plus long terme, l'amélioration du marché du travail et la poursuite de l'orientation accommodante de la politique monétaire devraient soutenir la consommation, les tensions inflationnistes demeurant contenues.

La Turquie devrait connaître un ajustement difficile au cours des prochains mois. La croissance économique rapide de l'année dernière a entraîné une surchauffe importante. La récente dépréciation de la monnaie, sur fond de sorties de capitaux et de fortes pressions inflationnistes, indique une détérioration rapide de l'environnement économique. Les indicateurs font déjà état d'un ralentissement de l'activité, qui devrait s'accroître à court terme.

Après une forte croissance en 2017, les indicateurs relatifs au commerce mondial signalent un ralentissement au premier semestre de cette année. Selon les données du CPB, le volume des importations de marchandises a diminué de 0,4 % en juin (en glissement trimestriel). Le scénario d'un ralentissement des échanges internationaux est confirmé par d'autres indicateurs (cf. graphique 2).

Graphique 2 Échanges internationaux de biens

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



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

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

À court terme, les échanges internationaux devraient demeurer atones.

Le protectionnisme commercial accru devrait peser sur les perspectives des échanges commerciaux. Les droits de douane appliqués à ce jour concernent une proportion relativement faible des échanges mondiaux. Toutefois, si les effets directs des relèvements des droits de douane sur les échanges commerciaux sont faibles pour la majorité des pays, ils ont néanmoins accru les préoccupations concernant les perspectives plus générales en termes de politiques commerciales et d'activité économique mondiale. Cette incertitude relative à l'avenir des relations commerciales devrait affecter la confiance et l'investissement, ce qui pèsera également sur les perspectives des échanges internationaux. À moyen terme, les échanges mondiaux devraient croître globalement en phase avec l'activité.

Globalement, la croissance mondiale devrait se ralentir sur l'horizon de projection. Selon les projections macroéconomiques de septembre 2018 établies par les services de la BCE, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait s'inscrire en hausse, à 3,9 %, en 2018, avant de revenir à 3,7 % en 2019 et 2020. Cette trajectoire reflète le ralentissement attendu à court terme dans certaines économies émergentes en raison du durcissement des conditions financières. À plus long terme, l'expansion dans les économies avancées devrait se ralentir pour se rapprocher de la croissance potentielle. Dans le même temps, le rythme d'expansion en Chine devrait se modérer progressivement. La croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro devrait s'établir à 4,1 % en 2018, puis revenir à 3,6 % en 2019 et en 2020. Par rapport aux projections de juin 2018, la

croissance du PIB mondial a été révisée à la baisse pour 2018 et 2019, reflétant une détérioration des perspectives dans certaines EME. La croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro a également été révisée à la baisse, reflétant le moindre dynamisme des données relatives aux échanges commerciaux ainsi que les effets du ralentissement prévu de l'activité.

La balance des risques pesant sur l'activité mondiale est orientée à la baisse.

Du côté des risques à la hausse, les mesures budgétaires américaines pourraient avoir une incidence plus forte qu'attendu sur l'activité. Cependant, les perspectives de renforcement à court terme du protectionnisme commercial restent élevées, ce qui pourrait avoir une incidence significative sur l'activité et les échanges commerciaux à l'échelle mondiale. Les autres risques à la baisse ont trait à la possibilité d'un nouveau durcissement des conditions financières mondiales, notamment pour les EME, aux perturbations liées au processus de réforme en Chine et aux incertitudes géopolitiques associées, en particulier, aux risques liés au Brexit.

Évolutions des prix au niveau mondial

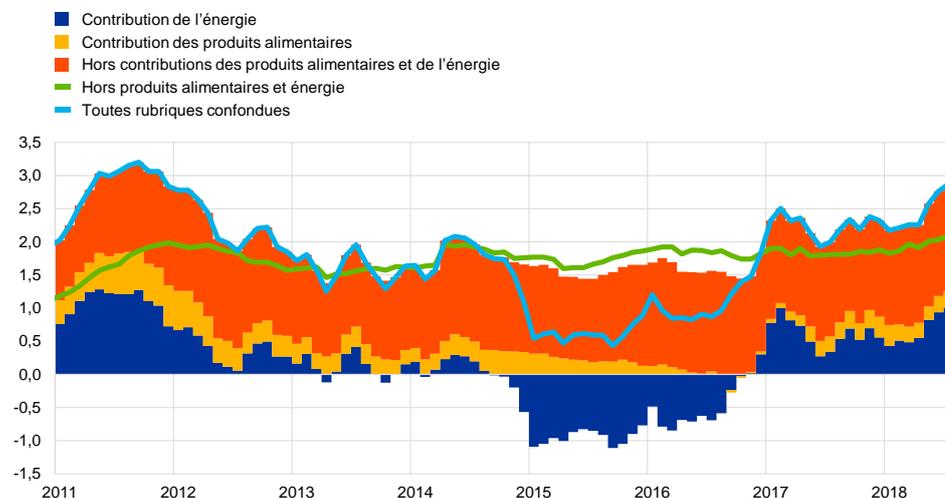
Les prix du pétrole ont été volatils ces dernières semaines. Durant les premiers mois de l'été, les prix du pétrole ont diminué en raison de l'amélioration des perspectives de l'offre associée à la fin des perturbations en Libye et aux perspectives d'un accroissement de l'offre de l'OPEP et de la Russie. Cela signifie que l'hypothèse relative aux prix du pétrole qui sous-tend les projections macroéconomiques de septembre des services de la BCE était inférieure de quelque 7,5 % à court terme à son niveau de la projection précédente. Cependant, depuis la date d'arrêt des projections, le prix du pétrole a augmenté de nouveau pour atteindre 80 dollars le baril le 12 septembre. La dernière hausse reflète la réaction du marché à des stocks de brut plus faibles qu'attendu aux États-Unis, ce qui indiquerait un resserrement du marché plus rapide qu'anticipé.

L'augmentation passée des prix du pétrole a exercé une pression à la hausse sur l'évolution des prix à la consommation au niveau mondial. Dans les pays de l'OCDE, la hausse des prix à la consommation (IPC) est ressortie à 2,9 % en juillet. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation a légèrement augmenté, ressortant à 2,1 %, prolongeant une légère tendance à la hausse observée au cours de l'année dernière (cf. graphique 3). Dans le même temps, malgré le resserrement des marchés du travail dans les économies avancées, les tensions sur les salaires sont restées relativement modérées.

Graphique 3

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

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



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.
Note : La dernière observation se rapporte à juillet 2018.

À plus long terme, les tensions inflationnistes mondiales devraient demeurer contenues. À court terme, les prix à l'exportation des concurrents de la zone euro devraient augmenter à la suite du redressement récent des prix du pétrole. Toutefois, à plus long terme, la courbe actuelle des contrats à terme sur le pétrole anticipe une légère baisse des prix du pétrole, ce qui implique une réduction de la contribution des prix de l'énergie à l'inflation mondiale. D'un autre côté, la diminution des capacités de production inutilisées à l'échelle mondiale devrait apporter un certain soutien à la hausse de l'inflation.

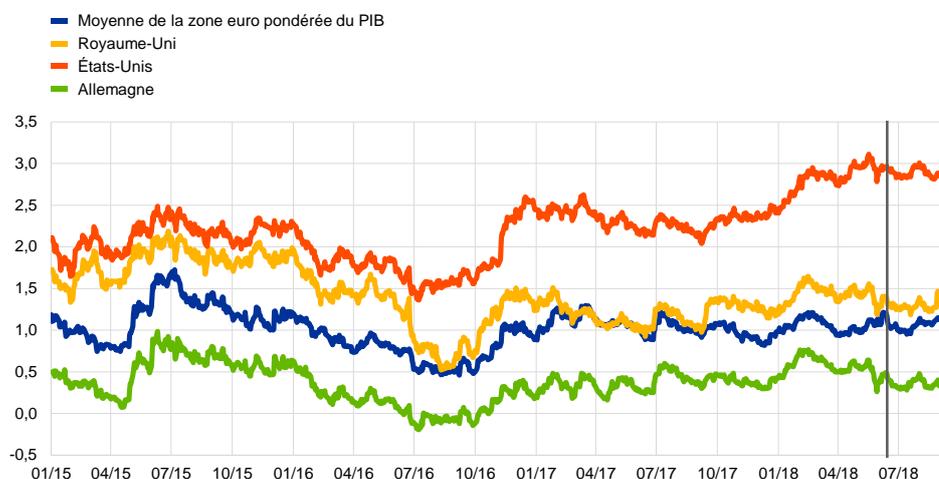
2 Évolutions financières

Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin 2018, les taux sans risque à long terme de la zone euro sont demeurés globalement inchangés. Les écarts de rendement des obligations souveraines ont été volatils dans un contexte de persistance de l'incertitude politique en Italie. Même si les bénéfices des entreprises restent solides, les prix des actions et des obligations des sociétés financières de la zone euro ont diminué, sur fond d'incertitude géopolitique et de hausse de la volatilité des marchés émergents. Sur les marchés des changes, l'euro s'est globalement renforcé en termes pondérés des échanges commerciaux.

Les rendements à long terme restent globalement inchangés dans la zone euro et aux États-Unis. Au cours de la période sous revue (du 14 juin au 12 septembre), le taux des swaps au jour le jour (OIS) sans risque à dix ans de la zone euro, et le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro sont restés inchangés, à 0,75 % et 1,10 %, respectivement. Aux États-Unis, le rendement de l'emprunt public à dix ans s'est accru de 3 points de base, à 2,96 %, l'écart avec le taux correspondant dans la zone euro se creusant encore pour s'établir à des niveaux historiquement élevés.

Graphique 4
Rendements des obligations souveraines à dix ans

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : Données quotidiennes. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (le 14 juin 2018). La dernière observation se rapporte au 12 septembre 2018.

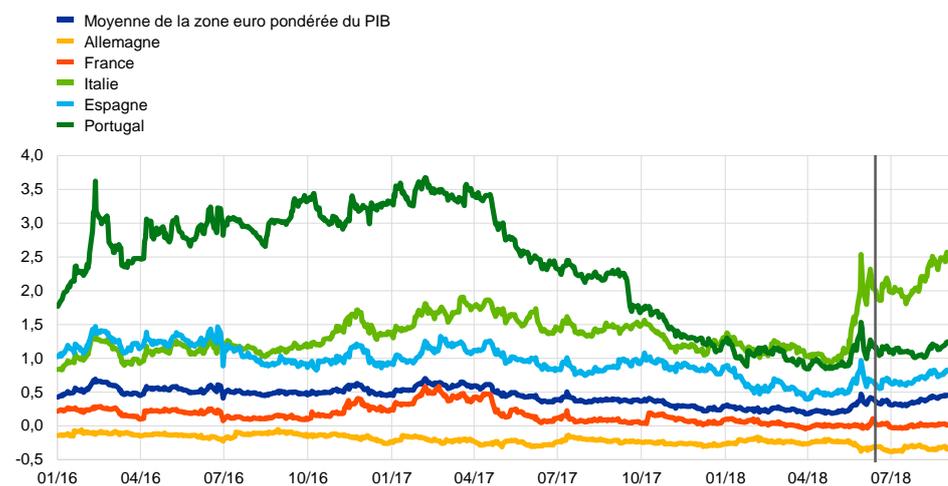
Les écarts entre les rendements des obligations souveraines de la zone euro et le taux OIS sans risque ont été volatils, tout en restant globalement inchangés par rapport à juin. La situation sur le marché des obligations souveraines est restée volatile au cours de la période sous revue, les écarts de rendement des obligations souveraines italiennes s'inscrivant en hausse dans un contexte de regain de tensions sur le marché (cf. graphique 5). Les marchés d'emprunts publics d'autres pays de la zone euro ont également été affectés, à des degrés divers. Dans l'ensemble, depuis le 14 juin, la moyenne pondérée du PIB des rendements des obligations souveraines

à dix ans est restée globalement inchangée, s'établissant à 36 points de base le 12 septembre.

Graphique 5

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

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : L'écart est calculé en soustrayant le taux OIS du rendement souverain à dix ans. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (14 juin 2018). La dernière observation se rapporte au 12 septembre 2018.

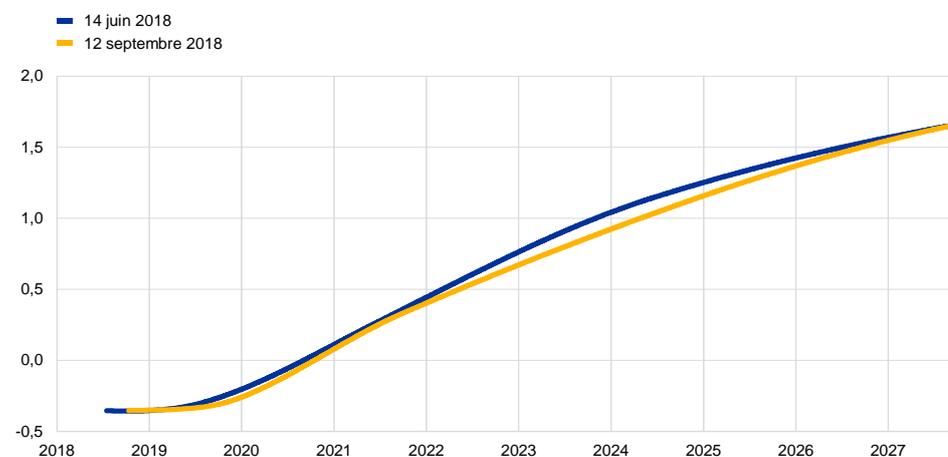
La courbe des taux pondérés au jour le jour de l'euro (Eonia) anticipés est restée globalement inchangée au cours de la période sous revue. Les

intervenants de marché ont révisé leurs anticipations de taux d'intérêt à moyen terme, entraînant un léger aplatissement de la courbe des taux anticipés (cf. graphique 6). La courbe demeure inférieure à zéro pour les horizons antérieurs à 2020, reflétant les anticipations, par les marchés, d'une période prolongée de taux d'intérêt négatifs.

Graphique 6

Taux anticipés de l'Eonia

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Dans la zone euro, les indices boursiers larges ont subi une correction, sur fond d'incertitude géopolitique croissante. Sur la période sous revue, les prix des actions des sociétés financières et non financières (SNF) de la zone euro ont baissé d'environ 4 % et 5 %, respectivement (cf. graphique 7). La volatilité s'est accentuée sur les marchés boursiers de la zone euro au cours de la période sous revue, dans un contexte de fluctuations persistantes des marchés obligataires souverains, d'incertitude géopolitique et de volatilité accrue sur les marchés émergents. Globalement, les perspectives de croissance robuste des bénéfices continuent de soutenir les prix des actions de la zone euro, reflétant un environnement macroéconomique favorable dans la zone.

Graphique 7
Indices boursiers de la zone euro et des États-Unis



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (14 juin 2018). La dernière observation se rapporte au 12 septembre 2018.

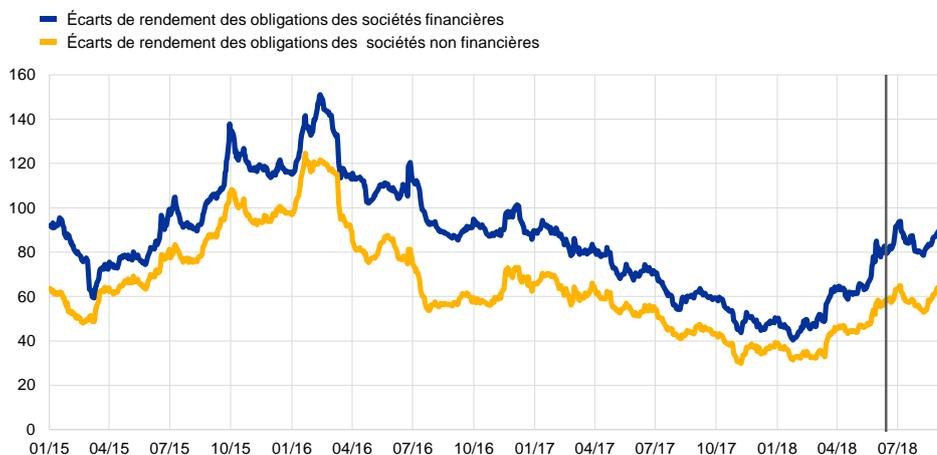
L'Eonia a oscillé autour de – 36 points de base au cours de la période sous revue. L'excédent de liquidité a augmenté de quelque 87 milliards d'euros pour ressortir à 1 909 milliards environ. Cette augmentation est imputable aux achats de titres en cours dans le cadre du programme d'achats d'actifs de l'Eurosystème et à une réduction des facteurs autonomes.

Les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises de la zone euro se sont accrus au cours de la période sous revue. Depuis juin, l'écart de rendement des obligations bien notées émises par les SNF par rapport au taux sans risque a augmenté de 10 points de base pour s'inscrire à 69 points de base (cf. graphique 8). Les rendements des titres de créance du secteur financier ont encore légèrement augmenté, entraînant un creusement de 12 points de base environ de leurs écarts de rendement. Cette augmentation reflète une réévaluation du risque plutôt qu'une hausse des probabilités de défaut. Dans l'ensemble, les écarts de rendement des obligations d'entreprises demeurent très inférieurs aux niveaux observés en mars 2016, avant l'annonce, puis le lancement du programme d'achats de titres du secteur des entreprises.

Graphique 8

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

(en points de base)



Sources : Indices iBoxx et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (14 juin 2018). La dernière observation se rapporte au 12 septembre 2018.

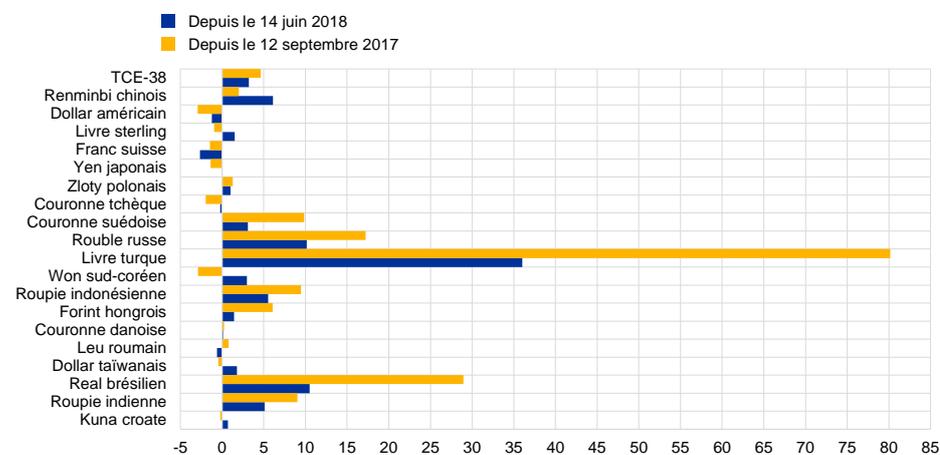
Sur les marchés des changes, l'euro s'est globalement renforcé en termes pondérés des échanges commerciaux (cf. graphique 9).

Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est apprécié de 3,3 %. L'euro s'est renforcé en termes effectifs, malgré une dépréciation vis-à-vis du dollar et du franc suisse, dans un contexte d'appétence accrue des investisseurs pour les monnaies refuges et de forte dépréciation des devises de certaines économies émergentes. En termes bilatéraux, l'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar (de 1,2 %), reflétant en partie les anticipations relatives à l'orientation future de la politique monétaire de la Réserve fédérale et de la BCE, ainsi que vis-à-vis du franc suisse (de 2,7 %), mais est resté stable par rapport au yen japonais. En revanche, l'euro s'est globalement apprécié vis-à-vis des devises de la plupart des économies émergentes, y compris le renminbi chinois (de 5,4 %) et, en particulier, la livre turque, le real brésilien et le rouble russe, qui font partie des devises d'économies émergentes dont les pondérations commerciales pour le calcul du taux de change effectif de l'euro sont les plus importantes. Dans le même temps, l'euro s'est également apprécié vis-à-vis de la livre sterling (de 1,5 %), ainsi que par rapport aux devises de la plupart des autres États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro.

Graphique 9

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le TCE-38 est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Les variations sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 12 septembre 2018.

3 Activité économique

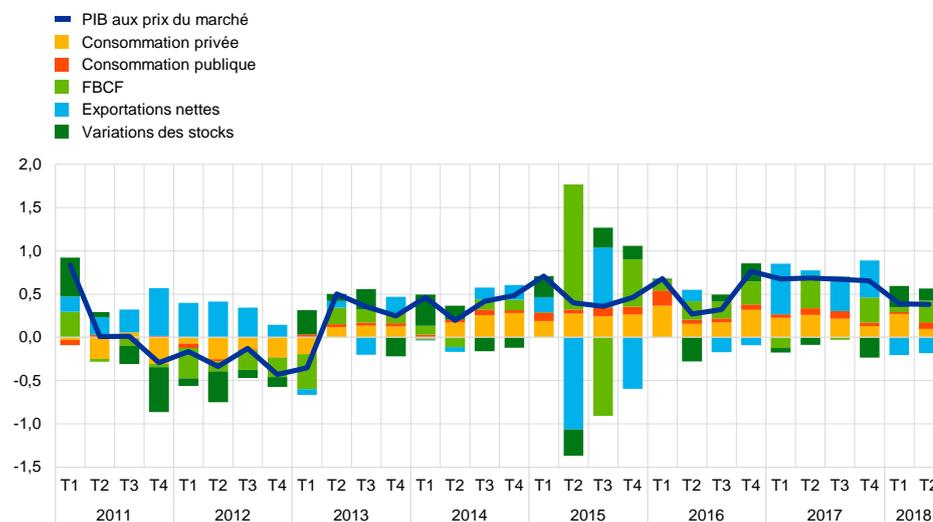
En dépit d'un certain ralentissement par rapport à la forte croissance observée en 2017, les derniers indicateurs économiques et résultats d'enquêtes confirment, globalement, une poursuite de la croissance généralisée de l'économie dans la zone euro. La croissance du PIB en volume de la zone euro est principalement soutenue par la hausse de la consommation et de l'investissement du secteur privé. Les projections macroéconomiques de septembre 2018 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une croissance annuelle du PIB en volume de 2,0 % en 2018, de 1,8 % en 2019 et de 1,7 % en 2020. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2018 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées légèrement à la baisse pour 2018 et 2019, principalement en raison d'une contribution un peu plus faible de la demande extérieure.

La croissance s'est modérée au cours des deux premiers trimestres 2018, mais est demeurée généralisée à l'ensemble des pays de la zone euro. Au cours des deux premiers trimestres de cette année, le PIB en volume a augmenté de 0,4 % en rythme trimestriel, après une croissance moyenne de 0,7 % sur les cinq trimestres précédents (cf. graphique 10). Le ralentissement de la croissance au début de l'année a été essentiellement lié à l'affaiblissement de la demande étrangère, tandis que les contraintes de capacité se sont progressivement durcies. La demande intérieure (notamment la FBCF) a continué d'être le principal moteur de la croissance au deuxième trimestre 2018. Comme au trimestre précédent, la variation des stocks a apporté une contribution positive à la croissance du PIB en volume au deuxième trimestre, alors que les exportations nettes ont apporté une contribution négative. S'agissant de la production, l'activité économique au deuxième trimestre a été principalement soutenue par la croissance robuste dans les secteurs des services et de la construction, tandis que la valeur ajoutée dans l'industrie hors construction s'est légèrement moins accrue.

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 2018.

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

La croissance de l'emploi s'est poursuivie, atteignant 0,4 % en glissement trimestriel au deuxième trimestre 2018 (cf. graphique 11), et s'établit actuellement 2,4 % au-dessus du point haut enregistré avant la crise au premier trimestre 2008. La croissance de l'emploi a concerné l'ensemble des pays et des secteurs. En termes cumulés, le nombre de personnes employées dans la zone euro a augmenté de 9,2 millions depuis le point bas du deuxième trimestre 2013. Le nombre d'heures travaillées par personne employée s'est accru de 0,3 % au deuxième trimestre, après une baisse au premier trimestre. Jusqu'à présent, le nombre moyen d'heures travaillées durant la reprise est demeuré globalement stable, ce qui reflète principalement l'incidence de plusieurs facteurs structurels, comme la part importante de travailleurs à temps partiel dans l'emploi total et d'autres effets de composition.

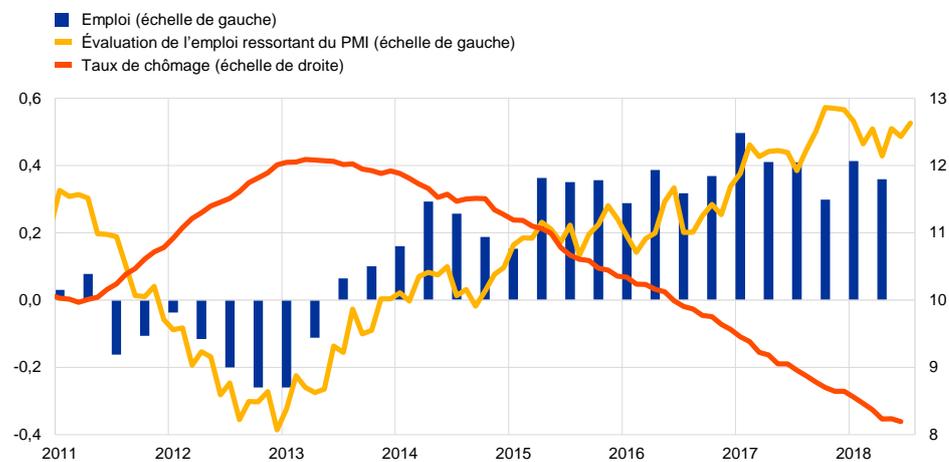
Les indicateurs à court terme vont dans le sens d'un dynamisme persistant du marché du travail au troisième trimestre 2018.

Le taux de chômage de la zone euro s'est établi à 8,2 % en juillet – son niveau le plus bas depuis novembre 2008. Les indicateurs tirés d'enquêtes se sont légèrement modérés après avoir atteint des niveaux très élevés, mais indiquent toujours une croissance continue de l'emploi au troisième trimestre 2018. Si les indicateurs relatifs à la pénurie de main-d'œuvre ont légèrement fléchi dans certains secteurs et pays, ils demeurent toutefois à des niveaux historiquement très élevés.

Graphique 11

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

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



Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.

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

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

La consommation privée a augmenté de 0,2 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2018, après une croissance légèrement plus forte au premier trimestre. Globalement, les dernières évolutions du commerce de détail et des immatriculations de voitures particulières reflètent une croissance régulière de la consommation dans un avenir proche. Dans une perspective de plus long terme, la hausse des revenus du travail soutient la solide dynamique sous-jacente des dépenses de consommation, qui s'est également reflétée dans le niveau élevé de la confiance des consommateurs. En outre, le renforcement des bilans des ménages demeure un facteur important à l'origine de la croissance régulière de la consommation, la solvabilité des ménages constituant un déterminant clé de leur accès au crédit. Les hausses récentes des prix du pétrole ne devraient pas entamer la croissance du revenu disponible réel et de la consommation privée (cf. encadré 3).

Le redressement actuellement constaté sur les marchés de l'immobilier résidentiel devrait continuer de soutenir la croissance, mais à un rythme moins élevé.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a augmenté de 0,8 % au deuxième trimestre 2018, reflétant la poursuite de la reprise dans de nombreux pays de la zone euro et dans la zone euro dans son ensemble. Les indicateurs à court terme et les résultats d'enquêtes récents font état d'une dynamique positive mais en perte de vitesse. La production dans la construction dans le secteur des bâtiments a rebondi, atteignant presque un niveau record depuis sept ans en juin, avec une hausse de 0,1 point de pourcentage par rapport à mai et de 0,3 point de pourcentage en rythme trimestriel. Au cours des derniers mois, les indicateurs de confiance de la Commission européenne pour le secteur de la construction ont fait état d'une dynamique positive, quoique moins soutenue, au troisième trimestre 2018. En revanche, l'indicateur des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur de la construction est revenu à 50,3 en juillet, soit le rythme d'expansion le plus faible

en 21 mois, mais ils se sont redressés à 51,0 en août. La composante logement a reculé à un rythme plus soutenu au cours des deux derniers mois. Toutefois, les indicateurs des directeurs d'achat tout comme les indicateurs de confiance restent nettement supérieurs à leurs moyennes de long terme.

L'investissement des entreprises devrait continuer d'augmenter, soutenu par des anticipations de bénéfices favorables, des conditions de financement accommodantes et le besoin qu'ont les entreprises d'accroître leurs capacités productives.

L'investissement des entreprises devrait afficher une croissance robuste, en phase avec leur valorisation élevée. Les anticipations de bénéfices pour les entreprises cotées de la zone euro continuent de soutenir l'investissement et les conditions de financement favorables se reflètent dans l'expansion des prêts aux sociétés non financières. L'investissement s'inscrit également en hausse dans les secteurs confrontés à des contraintes de capacité. De fait, les producteurs de machines et d'équipements, par exemple dans le secteur des transports, augmentent leurs capacités productives afin de répondre à la demande croissante.

Les exportations de la zone euro se sont légèrement redressées, augmentant de 0,6 % au deuxième trimestre 2018, après avoir baissé au premier trimestre.

Ce redressement s'explique par les exportations de biens et, dans une moindre mesure, de services (0,7 % et 0,3 %, respectivement, en rythme trimestriel) et résulte principalement d'une reprise des exportations intra-zone euro. Les exportations hors zone euro demeurent atones, celles à destination de l'Asie n'affichant qu'un léger rebond, tandis que les exportations vers l'Amérique du Nord se sont inscrites en baisse, contrebalançant les évolutions robustes enregistrées au cours des trimestres précédents. Pour la période à venir, les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux nouvelles commandes adressées au secteur manufacturier, tant au niveau mondial que dans la zone euro, tendent à anticiper une nouvelle modération de la croissance des exportations au troisième trimestre.

Dans l'ensemble, les derniers indicateurs économiques et résultats d'enquêtes confirment une poursuite de la croissance généralisée de l'économie dans la zone euro.

La production industrielle (hors construction) a reculé en juillet, avec des signaux contrastés, toutefois, entre les secteurs et les principaux pays de la zone euro. Concernant les informations tirées d'enquêtes, l'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne a continué de baisser en juillet et en août, mais reste nettement supérieur à sa moyenne de long terme. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production s'est stabilisé au cours du deuxième trimestre et est demeuré globalement stable en juillet et en août, à des niveaux suggérant la poursuite d'une croissance solide.

La croissance économique solide et généralisée actuellement en cours devrait se poursuivre.

Les mesures de politique monétaire de la BCE continuent de soutenir la demande intérieure. La consommation privée est confortée par la poursuite des créations d'emplois, qui reflètent partiellement les réformes passées des marchés du travail, ainsi que par l'augmentation des salaires. L'investissement des entreprises est soutenu par les conditions de financement favorables, la hausse de leur rentabilité et une forte demande. L'investissement immobilier résidentiel reste robuste. De plus, la

croissance de l'activité mondiale devrait se poursuivre et favoriser les exportations de la zone euro.

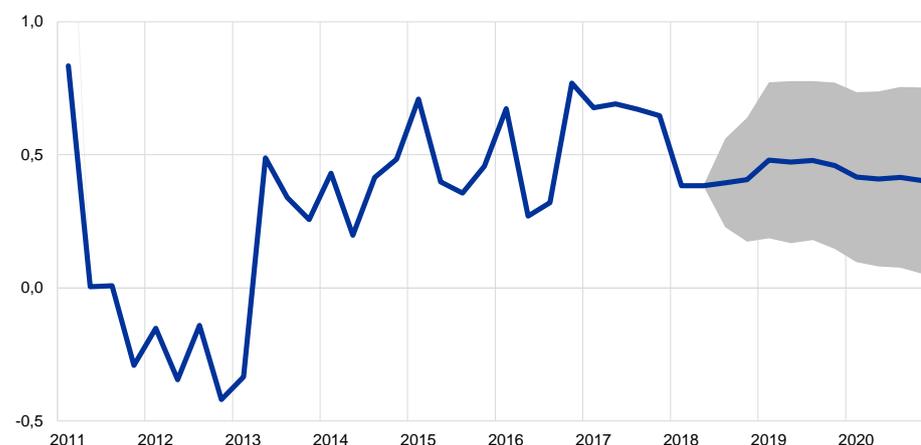
Les projections macroéconomiques de septembre 2018 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une croissance annuelle du PIB en volume de 2,0 % en 2018, de 1,8 % en 2019 et de 1,7 % en 2020

(cf. graphique 12). Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2018 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées légèrement à la baisse pour 2018 et 2019, principalement en raison d'une contribution un peu plus faible de la demande extérieure. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro peuvent encore être considérés comme globalement équilibrés. Les incertitudes concernant la montée du protectionnisme, les vulnérabilités des marchés émergents et la volatilité des marchés financiers se sont cependant accrues récemment.

Graphique 12

PIB en volume de la zone euro (avec projections)

(variations trimestrielles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2018 » publié le 13 septembre 2018 sur le site internet de la BCE.

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

4 Prix et coûts

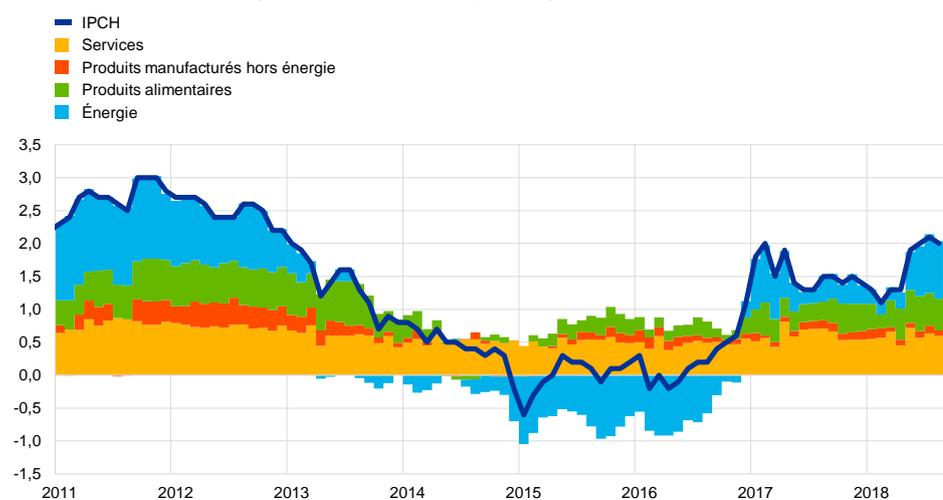
Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est légèrement ralentie, ressortant à 2,0 % en août 2018, après 2,1 % en juillet. Même si les mesures de l'inflation sous-jacente restent globalement modérées, elles ont augmenté par rapport aux points bas antérieurs. Les tensions d'origine interne sur les coûts s'accroissent et se généralisent dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et de tensions sur les marchés du travail alimentant la hausse des salaires. Dans la période à venir, l'inflation sous-jacente devrait s'accroître vers la fin de l'année et progresser graduellement à moyen terme, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE, la poursuite de la croissance économique et l'accélération de la hausse des salaires. Ce scénario ressort aussi, globalement, des projections macroéconomiques de septembre 2018 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 1,7 % en 2018, 2019 et 2020, sans changement par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2018 établies par les services de l'Eurosystème.

L'inflation totale s'est légèrement ralentie en août. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro est revenue à 2,0 % en août 2018, après 2,1 % en juillet (cf. graphique 13). Cette évolution a reflété le ralentissement de la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) mais également une hausse plus modérée des prix de l'énergie. Globalement, toutefois, avec des taux de variation de 9 % environ, la hausse des prix de l'énergie a continué d'apporter une contribution importante à l'inflation totale, en raison du renchérissement du pétrole au cours des derniers mois et d'effets de base.

Graphique 13

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

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



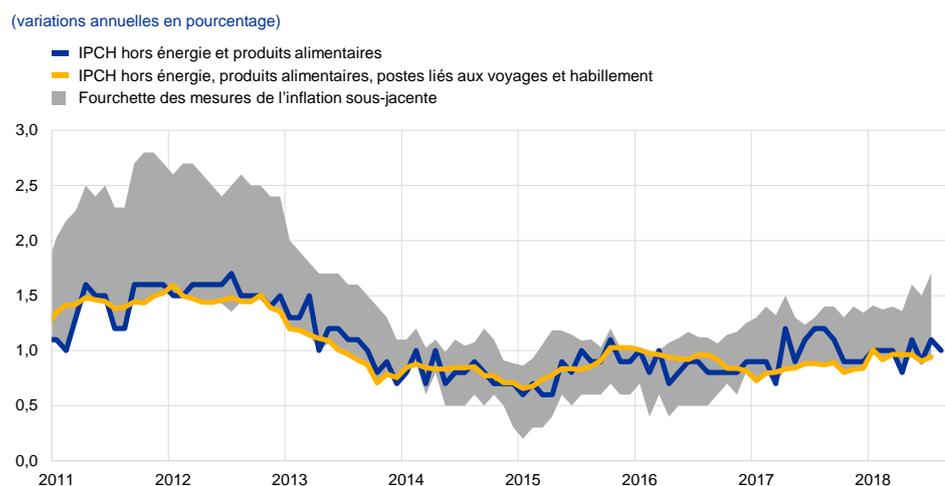
Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à août 2018 (estimations rapides).

Les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées généralement modérées, mais se sont inscrites sur une trajectoire d'amélioration progressive.

Hors produits alimentaires et énergie, l'IPCH est ressorti à 1,0 % en août, après 1,1 % en juillet. Les prix des produits manufacturés hors énergie et des services ont contribué au ralentissement de la hausse de l'IPCHX en août. D'après les informations disponibles, les légères baisses résultent, au moins en partie, de facteurs transitoires tels que la volatilité liée au calendrier affectant les services de voyages ou l'habillement, en raison des modifications des dates des soldes d'été. Au-delà des évolutions à court terme d'un mois sur l'autre, la fourchette des mesures de l'inflation sous-jacente affiche une trajectoire ascendante depuis les points bas de 2016 (cf. graphique 14). À plus long terme, il est probable que les hausses antérieures des prix de l'énergie contribueront également à une augmentation des mesures de l'inflation sous-jacente, compte tenu du rôle omniprésent de l'énergie dans la production d'autres biens et services. Ces effets indirects sur l'inflation prennent plus de temps pour se manifester que l'effet direct exercé sur les postes liés à l'énergie dans l'IPCH tels que les combustibles destinés au transport ou le fioul domestique, dans la mesure où ils doivent se transmettre au travers des chaînes d'approvisionnement ².

Graphique 14
Mesures de l'inflation sous-jacente



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

Les tensions sur les prix pour la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH ont continué de se renforcer progressivement. Tandis que des facteurs transitoires ont contribué au ralentissement de la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie au niveau des consommateurs (revenue de 0,5 % en juillet à 0,3 % en août), les tensions le long de la chaîne des prix ont continué de se renforcer. La croissance des prix à la production des biens de consommation non alimentaires est passée de 0,5 % en juin à 0,6 % en juillet. Ce résultat est le plus élevé depuis fin 2012 et marque la poursuite du redressement progressif par rapport aux

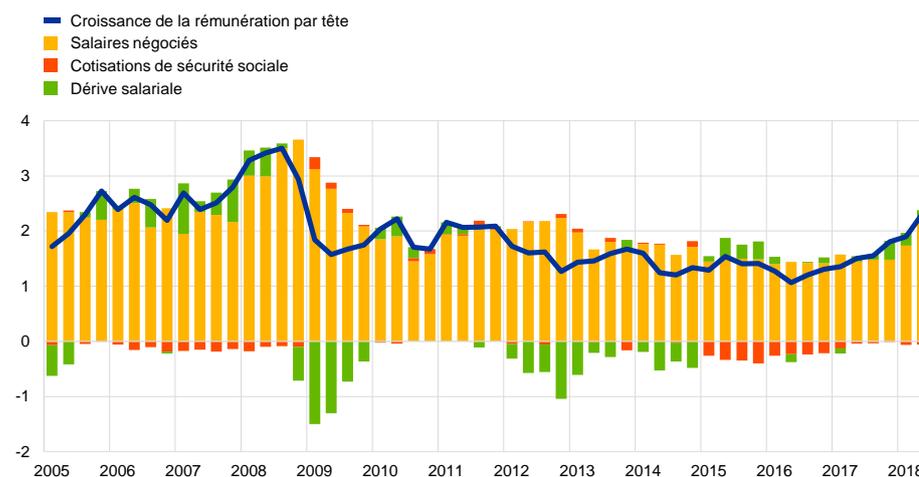
² Pour plus d'informations, cf. l'encadré intitulé « *Indirect effects of oil price developments on euro area inflation* », *Bulletin mensuel*, BCE, décembre 2014

points bas proches de 0,0 % enregistrés en 2016. La variation des prix à l'importation est devenue de moins en moins négative depuis mai 2018 et a atteint 0,0 % en juillet, atténuant ainsi la pression à la baisse exercée par cet élément de la chaîne globale des prix des produits manufacturés hors énergie. Pour les biens intermédiaires, plus en amont de la chaîne d'approvisionnement, la hausse des prix à la production est passée de 3,0 % en juin à 3,2 % en juillet, tandis que pour les prix à l'importation elle est passée de 3,0 % à 3,4 %.

Les évolutions récentes de la croissance des salaires signalent la poursuite d'une tendance haussière et vont dans le sens d'une accumulation progressive de tensions sur les coûts d'origine interne. La hausse annuelle de la rémunération par tête a atteint 2,3 % au deuxième trimestre 2018, après 1,9 % au premier trimestre 2018 et 1,8 % au quatrième trimestre 2017. La hausse de la rémunération par tête est à présent nettement supérieure à celle enregistrée au premier semestre 2016 (cf. graphique 15). Cette accélération récente est principalement liée à la croissance annuelle des salaires négociés qui a atteint 2,2 % au deuxième trimestre 2018, contre 1,7 % au premier trimestre 2018 et 1,5 % aux deux derniers trimestres de 2017. À terme, les accords salariaux et la généralisation de la croissance des salaires dans les différents secteurs confortent l'anticipation d'un nouveau redressement de la hausse des salaires. Dans l'ensemble, les évolutions récentes de la croissance des salaires sont conformes à l'amélioration de la situation sur le marché du travail, car d'autres facteurs qui freinaient la hausse des salaires, notamment le bas niveau de l'inflation durant la période antérieure et l'incidence exercée par les réformes du marché du travail mises en œuvre dans certains pays durant la crise commencent à s'estomper.

Graphique 15
Contributions des composantes de la rémunération par tête

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2018.

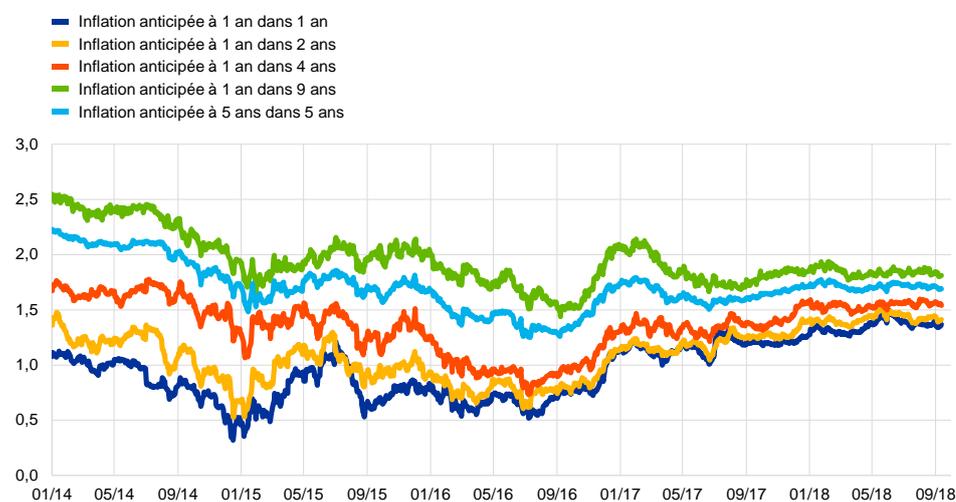
Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché, comme celles tirées d'enquêtes, sont demeurées stables. Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'est établi

à 1,69 % le 12 septembre 2018 (cf. graphique 16). Le profil anticipé des mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché continue d'indiquer une période prolongée de faible inflation, avec un retour seulement très progressif à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. La probabilité neutre au risque d'une inflation moyenne négative au cours des cinq prochaines années, ressortant des marchés d'options sur l'inflation, est négligeable et suggère par conséquent que les marchés considèrent actuellement le risque de déflation comme très faible. Selon l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le troisième trimestre 2018, les anticipations d'inflation à plus long terme sont restées stables, à 1,9 %.

Graphique 16

Mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

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

Les projections macroéconomiques de septembre 2018 établies par les services de la BCE prévoient une stabilité de l'inflation mesurée par l'IPCH et une accélération progressive de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de projection. Sur la base des informations disponibles fin août, ces projections tablent sur une hausse de l'IPCH de 1,7 % pour chacune des années de l'horizon de projection, sans changement par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2018 établies par les services de l'Eurosystème (cf. graphique 17). La trajectoire stable des taux d'inflation annuels moyens masque une baisse du rythme de variation annuel de la composante énergie, liée à l'atténuation des effets des augmentations antérieures des cours du pétrole, qui est compensée par une accélération progressive de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, associée au renforcement des contraintes de capacité. L'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait passer de 1,1 % en 2018 à 1,5 % en 2019 et à 1,8 % en 2020.

Graphique 17

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « Projections macroéconomiques établies par les services de la BCE pour la zone euro, septembre 2018 » publié le 13 septembre 2018 sur le site internet de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2018 (données effectives) et au quatrième trimestre 2020 (projections).

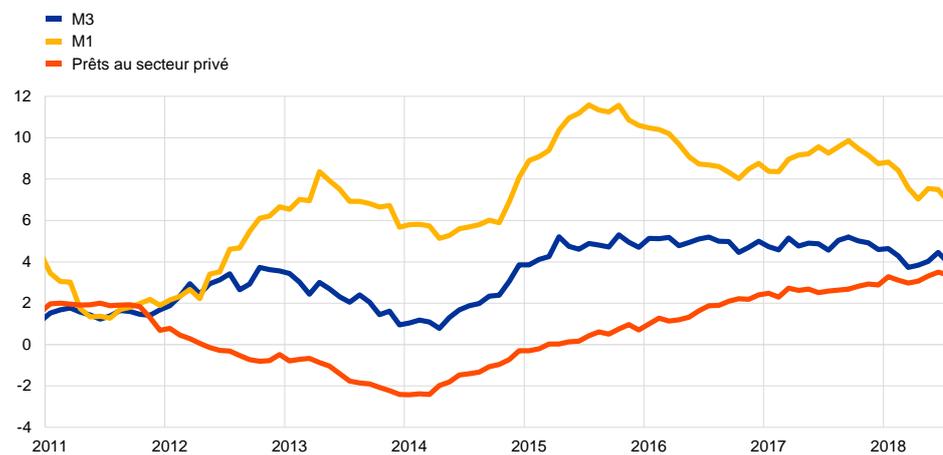
5 Monnaie et crédit

En juillet 2018, la croissance de la monnaie au sens large s'est ralentie dans le contexte de réduction des achats nets d'actifs mensuels au titre du programme d'achats d'actifs (asset purchase programme – APP). La croissance des prêts consentis au secteur privé s'est poursuivie sans présenter de signes de ralentissement. Parallèlement, le flux annuel du financement externe total à destination des sociétés non financières (SNF) a enregistré une forte hausse au deuxième trimestre 2018.

La croissance de la monnaie au sens large s'est ralentie en juillet. Le taux de croissance annuel de M3 s'est inscrit en baisse, à 4,0 % en juillet 2018, contre 4,5 % en juin (cf. graphique 18). Cette évolution reflète en partie une certaine volatilité des flux mensuels enregistrés récemment et des effets de base. En outre, la réduction des achats nets d'actifs (de 80 milliards d'euros à 60 milliards en avril 2017 puis à 30 milliards en janvier 2018) s'est traduite par une incidence positive plus limitée de l'APP sur la croissance de M3³. Le rythme annuel de croissance de M1, qui inclut les composantes les plus liquides de M3, a encore apporté une contribution significative à la croissance de la monnaie au sens large, mais il s'est ralenti à 6,9 % en juillet (après 7,5 % en juin). L'expansion de la monnaie a continué de bénéficier du soutien d'une croissance économique solide et du faible coût d'opportunité de la détention des instruments les plus liquides dans un environnement de taux d'intérêt très bas.

Graphique 18
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 2018.

Les dépôts à vue ont continué d'être le principal contributeur à la croissance de M3. Leur taux de croissance annuel a diminué en juillet pour s'établir à 7,5 % (après 8,2 % en juin). Plus précisément, on a assisté à un net ralentissement du taux de croissance des dépôts à vue des institutions financières non monétaires, qui a

³ Cf., par exemple, l'article intitulé « La transmission des récentes mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2015.

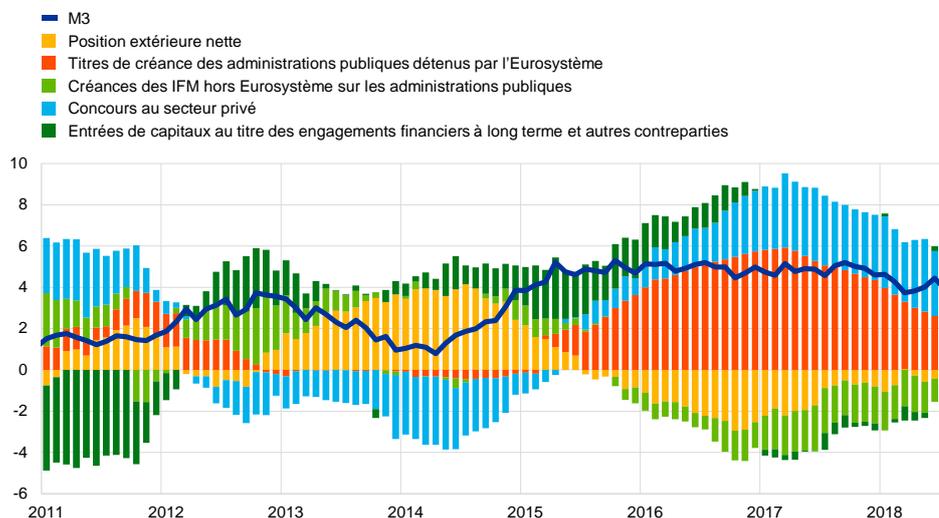
tendance à être relativement volatil. Le taux de croissance annuel des dépôts à vue des SNF a également fléchi, tandis que celui des dépôts à vue des ménages est demeuré globalement inchangé. La croissance annuelle des billets et pièces en circulation est restée stable et n'a pas indiqué, de la part du secteur détenteur de monnaie, de tendance à remplacer les dépôts par des espèces dans un environnement de taux d'intérêt très bas ou négatifs. Les dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (M2 – M1) ont continué d'avoir une incidence négative sur M3, malgré une stabilisation de l'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux dépôts à terme de courte durée et ceux rémunérant les dépôts à vue depuis fin 2017. Les instruments négociables (M3 – M2), qui représentent une composante peu importante de M3, ont encore diminué, compte tenu du faible niveau de rémunération actuel de ces instruments.

Les sources internes de la création monétaire sont restées le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large (cf. graphique 19). Du point de vue des contreparties, la contribution positive à la croissance de M3 des titres des administrations publiques détenus par l'Eurosystème a encore diminué (cf. les parties rouges des barres du graphique 19), dans le contexte évoqué précédemment de réduction des achats nets mensuels dans le cadre de l'APP. La diminution de la contribution des achats d'actifs de l'Eurosystème à la croissance de M3 a été amortie par une contribution assez stable et solide des concours au secteur privé depuis fin 2017 (cf. les parties bleues des barres du graphique 19). Cette rubrique inclut à la fois les prêts des institutions financières monétaires (IFM) au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres de créance émis par le secteur privé non-IFM de la zone euro. Ainsi, elle couvre également la distribution de crédit *via* les achats par l'Eurosystème de titres de créance des non-IFM dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises. La contraction persistante des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) vis-à-vis des résidents non-IFM de la zone euro a contribué positivement à la croissance de M3 (ces engagements figurent avec les autres contreparties dans les parties vert foncé des barres du graphique 19). Cette évolution est liée à une substitution de certains financements à d'autres dans un contexte de plus forte attractivité des fonds empruntés dans le cadre des TLTRO (opérations de refinancement à plus long terme ciblées) et des achats d'obligations sécurisées de l'Eurosystème dans le cadre du troisième programme d'achats d'obligations sécurisées. Les créances des IFM hors Eurosystème sur les administrations publiques ont continué de freiner la croissance de M3 (cf. les parties vert clair des barres du graphique 19). Enfin, la position extérieure nette des IFM (cf. les parties jaunes des barres du graphique 19) a continué de peser sur la croissance annuelle de M3.

Graphique 19

M3 et ses contreparties

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



Source : BCE.

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

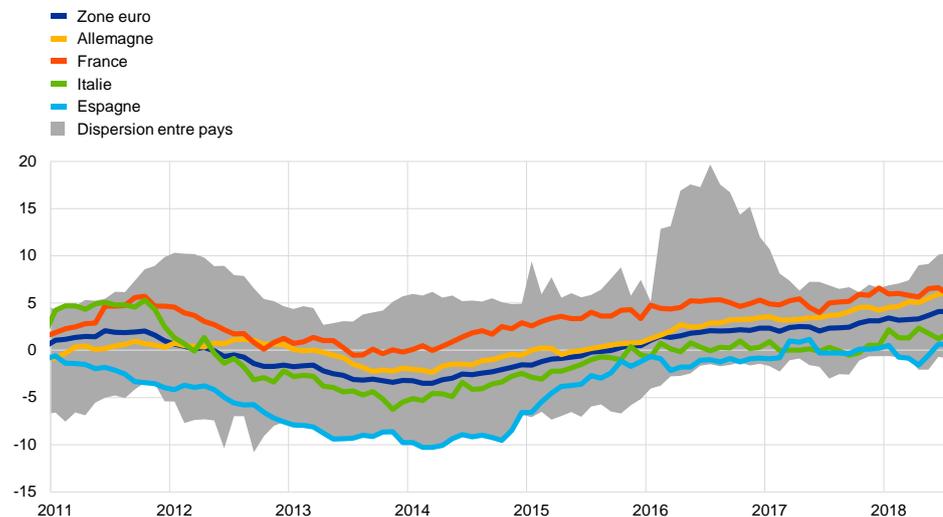
La hausse des prêts accordés au secteur privé constatée depuis le début de 2014 se poursuit.

Le rythme annuel de croissance des prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle) est ressorti à 3,4 % en juillet, après 3,5 % en juin (cf. graphique 18). Dans les différents secteurs, le taux de croissance annuel des prêts aux SNF est demeuré stable à 4,1 % en juillet, affichant un net redressement par rapport au faible niveau observé au premier trimestre 2014, tout en demeurant hétérogène d'un pays à l'autre (cf. graphique 20). L'augmentation des prêts aux SNF est soutenue par des conditions de financement très favorables et une croissance robuste de l'investissement des entreprises. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est resté inchangé à 3,0 % en juillet, dans un contexte de forte hétérogénéité d'un pays à l'autre (cf. graphique 21). Les prêts aux ménages sont soutenus par des conditions de financement très favorables, l'amélioration des marchés du travail, la maturité des marchés de l'immobilier et la croissance tant de l'investissement résidentiel que de la consommation privée. Par ailleurs, les banques ont réalisé des progrès en matière d'assainissement de leurs bilans, d'amélioration de la rentabilité et de réduction des créances douteuses, même si le niveau de ces créances demeure élevé dans certains pays.

Graphique 20

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

(variations annuelles en pourcentage)



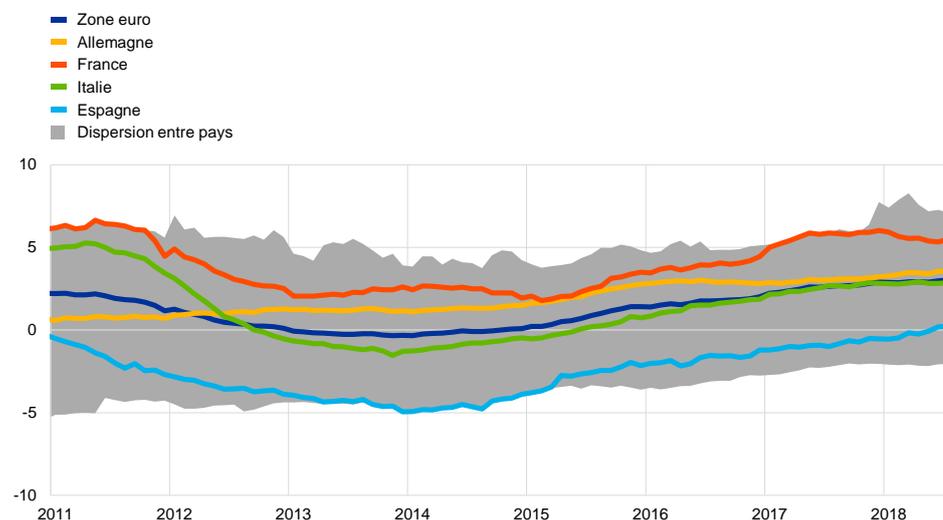
Source : BCE.

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 valeur minimum et valeur maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à juillet 2018.

Graphique 21

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

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

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

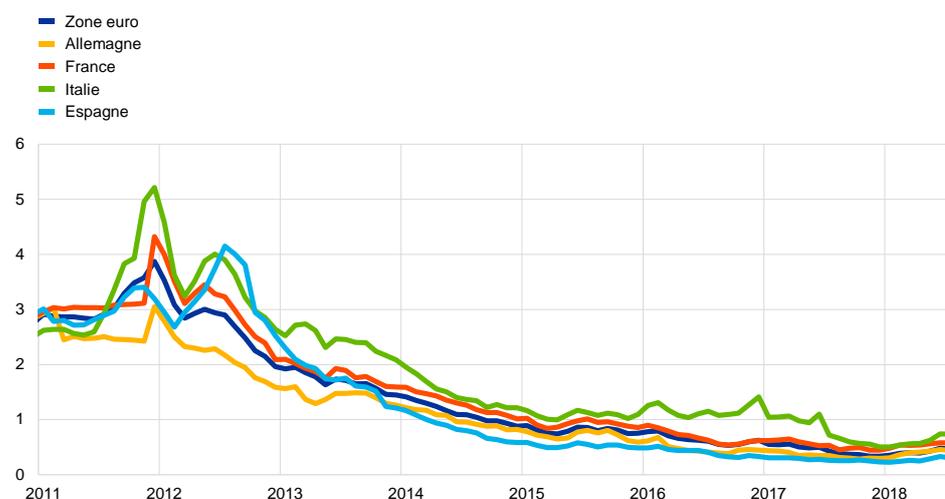
Les conditions de financement des banques demeurent favorables. En juillet, le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro est demeuré globalement inchangé (cf. graphique 22). Cette évolution reflète une stabilisation des rendements des obligations bancaires et le maintien des coûts de financement par les dépôts. Depuis début 2018, les coûts moyens de financement

des banques dans la zone euro ont augmenté. Ce mouvement haussier traduit essentiellement les évolutions des rendements des obligations bancaires, qui sont devenus plus hétérogènes d'un pays à l'autre, dans un contexte d'incertitude politique accrue. Globalement, l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE, le remboursement net des engagements financiers à long terme des IFM et le renforcement des bilans des banques sont autant d'éléments qui ont continué de contribuer à des conditions de financement bancaire favorables.

Graphique 22

Coût composite du financement par endettement des banques

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



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

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

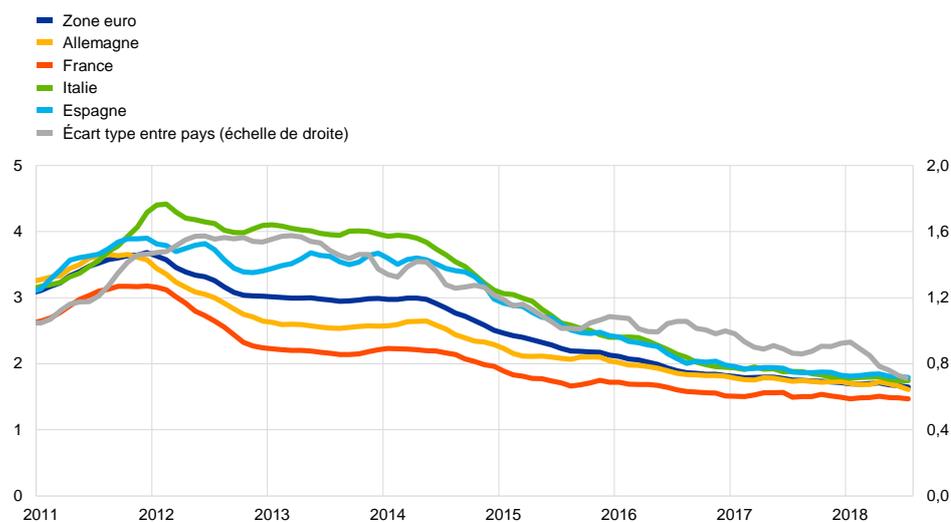
Les taux d'intérêt des prêts bancaires accordés aux SNF et aux ménages se sont maintenus à des niveaux proches de leurs points bas historiques. Le taux d'intérêt composite des prêts bancaires aux SNF (cf. graphique 23) a diminué pour s'établir à 1,64 % en juillet, niveau proche de son point bas historique de 1,62 % enregistré en mai 2018. Le taux d'intérêt composite des prêts au logement consentis aux ménages (cf. graphique 24) est resté globalement inchangé à 1,81 %, ne dépassant que légèrement son point bas historique de 1,78 % observé en décembre 2016. Dans l'ensemble, les taux d'intérêt composites sur les prêts bancaires accordés aux SNF et aux ménages ont enregistré un recul beaucoup plus marqué que les taux de référence du marché depuis l'annonce par la BCE des mesures d'assouplissement du crédit en juin 2014. Cela indique une amélioration de la répercussion des mesures de politique monétaire sur les taux débiteurs bancaires. La baisse, évoquée précédemment, des coûts composites de financement des banques a favorisé le fléchissement des taux débiteurs composites. Entre mai 2014 et juillet 2018, les taux débiteurs composites sur les prêts consentis aux SNF et aux ménages ont diminué de 129 et 110 points de base, respectivement. La baisse des taux débiteurs sur les prêts consentis aux SNF a été particulièrement forte dans les pays de la zone euro les plus touchés par la crise financière, ce qui s'est traduit par une transmission plus homogène de la politique monétaire. Au cours de la même

période, l'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de très faible montant (inférieur ou égal à 250 000 euros) et ceux appliqués aux prêts de montant élevé (supérieur à 1 million) dans la zone euro s'est nettement resserré. Cette évolution indique que les petites et moyennes entreprises ont généralement profité dans une plus large mesure que les grandes entreprises de la baisse des taux débiteurs bancaires.

Graphique 23

Taux d'intérêt composites sur les prêts aux SNF

(en pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur trois mois)



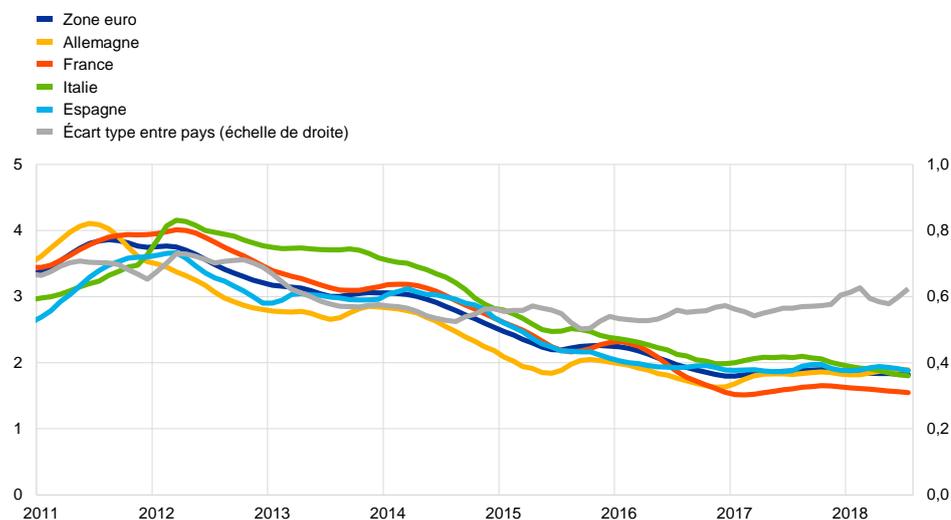
Source : BCE.

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 2018.

Graphique 24

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 agréant 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 2018.

Selon les estimations, le flux annuel du financement externe total à destination des SNF de la zone euro a considérablement augmenté au deuxième trimestre 2018.

Cela reflète essentiellement un nouveau renforcement de la dynamique des prêts bancaires, sous l'effet, entre autres, de la persistance de l'assouplissement des critères d'octroi et d'une diminution du coût relatif des prêts bancaires. Globalement, le redressement du financement externe des SNF, observé depuis début 2014, a été soutenu par le renforcement de l'activité économique, les effets des mesures de politique monétaire mises en place (*via* l'amélioration des conditions d'emprunt) et les besoins de financement liés à l'augmentation du nombre de fusions et acquisitions. Cela étant, le niveau élevé des bénéfices non distribués des SNF a réduit la nécessité du recours au financement externe.

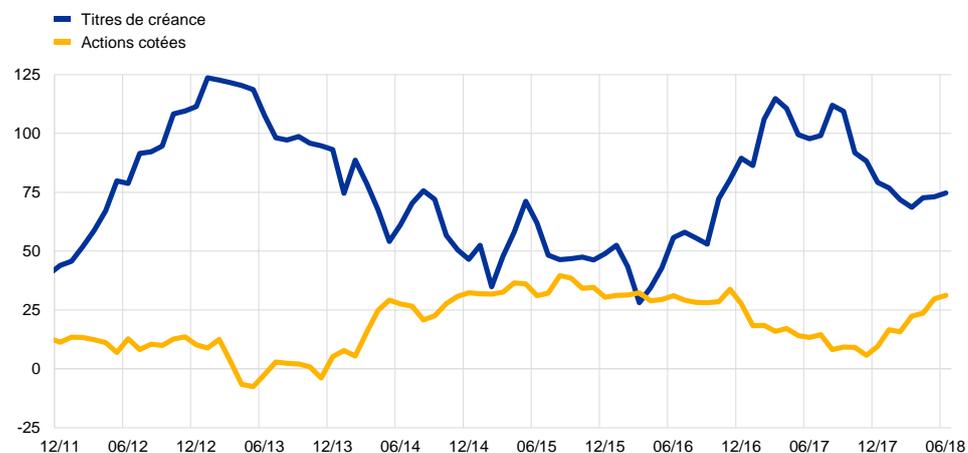
Au deuxième trimestre 2018, les émissions nettes de titres de créance par les SNF ont été plus faibles qu'au premier trimestre 2018.

En termes de flux mensuels, au deuxième trimestre 2018, les émissions nettes sont restées soutenues en avril et en mai, avant de devenir négatives en juin, les remboursements excédant les émissions brutes. En termes de flux annuels (cf. graphique 25), les émissions nettes de titres de créance se sont stabilisées autour des niveaux atteints plus tôt dans l'année, tandis que les émissions nettes d'actions cotées ont continué d'augmenter. Les données de marché suggèrent qu'en juillet et en août l'activité d'émission a été conforme à la saisonnalité historique. En revanche, les émissions nettes d'actions cotées par les SNF ont fortement augmenté au deuxième trimestre 2018.

Graphique 25

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

(flux annuels en milliards d'euros)



Source : BCE.

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

Le coût de financement des SNF est resté proche des niveaux favorables enregistrés en début d'année.

En juillet, le coût nominal total du financement externe des SNF, qui comprend le crédit bancaire, l'émission de dette sur le marché et le financement par émission d'actions, est ressorti à 4,4 %, soit un taux globalement inchangé par rapport à juin 2018. Selon les estimations, le coût de financement est resté constant en août. Le coût actuel du financement externe dépasse de quelque 37 points de base seulement le point bas historique de juillet 2016 et il reste donc inférieur au niveau observé mi-2014, lorsque les marchés ont commencé à anticiper l'introduction du programme d'achats de titres du secteur public.

6 Évolutions budgétaires

Le déficit budgétaire de la zone euro devrait poursuivre son déclin au cours de la période de projection (2018-2020), essentiellement sous l'effet de conditions conjoncturelles propices couplées à une diminution des paiements d'intérêts, les dettes à coût élevé continuant d'être remplacées par de nouvelles dettes émises à des taux d'intérêt plus faibles. L'orientation budgétaire générale dans la zone euro devrait être largement neutre en 2018, puis légèrement expansionniste en 2019, avant de retrouver des niveaux globalement neutres en 2020. Le ratio dette publique/PIB de la zone euro va encore diminuer, mais n'en demeurera pas moins important. Les pays dont les niveaux de dette publique sont élevés tireraient particulièrement profit d'efforts d'assainissement supplémentaires afin d'ancrer fermement le ratio d'endettement de leurs administrations publiques sur une trajectoire baissière.

Le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait continuer de se resserrer à l'horizon des projections (2018-2020). Selon les projections macroéconomiques de septembre 2018 pour la zone euro établies par les services de la BCE ⁴, le ratio de déficit des administrations publiques de la zone euro devrait revenir de 1,0 % du PIB en 2017 ⁵ à 0,5 % du PIB en 2020. Cette amélioration devrait être temporairement interrompue en 2019, certes uniquement en raison de facteurs transitoires. L'amélioration générale des perspectives budgétaires s'appuie globalement sur des évolutions conjoncturelles favorables et sur un repli des paiements d'intérêts. Cette évolution est en partie annihilée par une baisse du solde primaire corrigé du cycle en 2019 et 2020 (cf. graphique 26). Les perspectives relatives au déficit des administrations publiques de la zone euro sont largement inchangées par rapport aux projections de l'Eurosystème de juin 2018.

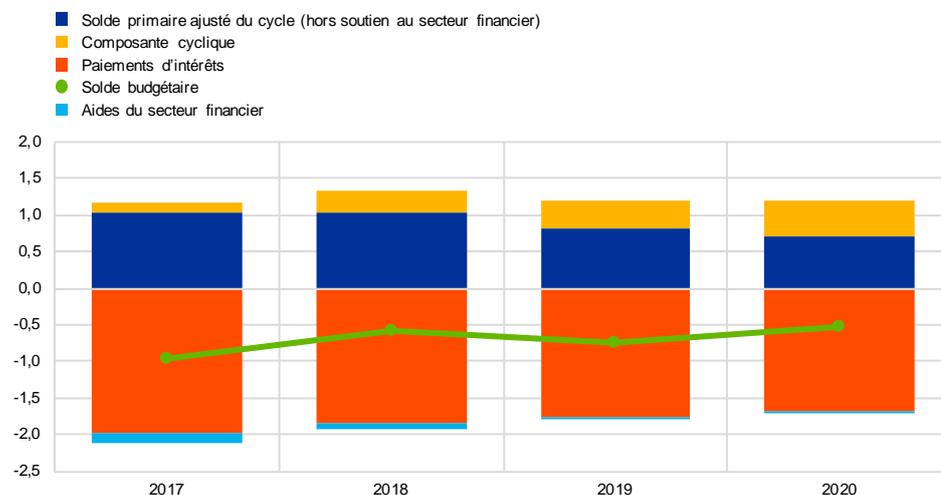
⁴ Cf. les « [Projections macroéconomiques de septembre 2018 pour la zone euro établies par les services de la BCE](#) », BCE, 2018.

⁵ 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.

Graphique 26

Le solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)



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

L'orientation budgétaire de la zone euro devrait être globalement neutre en 2018, puis légèrement expansionniste en 2019, avant de retrouver des niveaux largement neutres en 2020⁶. Les réductions de la fiscalité directe et des cotisations sociales devraient contribuer au léger assouplissement de l'orientation sur l'ensemble de la période de projection, et ce particulièrement en 2019.

Le ratio dette/PIB du secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro devrait continuer de décroître. Selon les projections macroéconomiques de septembre 2018 établies par les services de la BCE, le ratio dette/PIB du secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro devrait retomber de 86,6 % du PIB en 2017⁷ à 80,6 % du PIB en 2020. Le recul attendu de la dette publique repose tant sur l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance que sur les excédents primaires (cf. graphique 27). Les ajustements dette-déficit devraient cependant compenser certains de ces effets. En comparaison des projections de juin 2018, le repli du ratio dette/PIB du secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro devrait s'atténuer quelque peu. Cette évolution est principalement due à la hausse de l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance, qui n'est que partiellement compensée par l'augmentation des excédents primaires. Les perspectives en matière d'endettement devraient s'améliorer dans la plupart des pays de la zone euro, même si, dans une poignée de pays, les niveaux d'endettement continueront de dépasser largement la valeur de référence de 60 % du PIB.

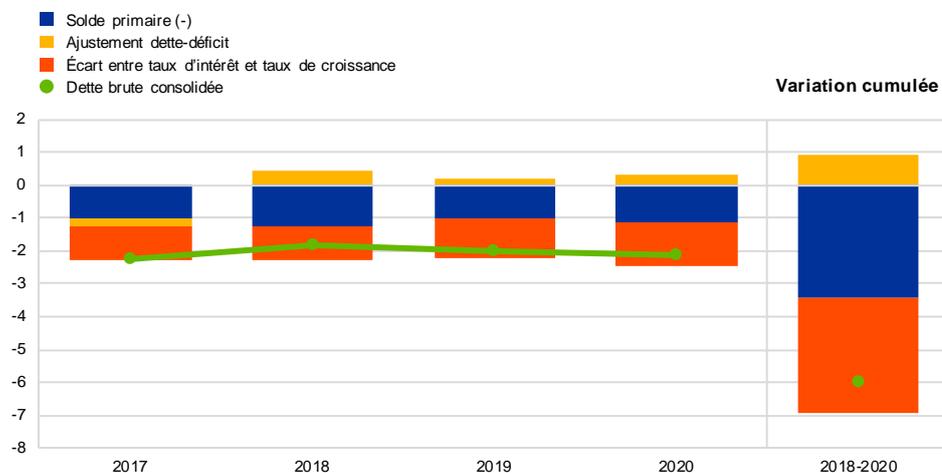
⁶ L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance des politiques budgétaires sur l'économie au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée comme la variation du solde primaire structurel, c'est-à-dire le ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite du soutien des pouvoirs publics au secteur financier. Pour plus de détails concernant le concept d'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « [L'orientation budgétaire de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

⁷ 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.

Graphique 27

Facteurs déterminants de la variation de la dette publique

(en points de pourcentage du PIB)



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

Les pays doivent poursuivre leurs efforts budgétaires, en respectant pleinement les dispositions du Pacte de stabilité et de croissance. En particulier dans les pays lourdement endettés, des efforts d'assainissement supplémentaires sont essentiels pour ancrer fermement le ratio de la dette publique sur une trajectoire baissière ; leurs niveaux d'endettement élevés rendent ces pays particulièrement vulnérables à tout ralentissement futur ou regain d'instabilité sur les marchés financiers. Un facteur ayant contribué significativement à la hausse des niveaux de dette a trait aux mesures de soutien au secteur financier prises par plusieurs pays. Bien que l'incidence de ce type de soutien sur la dette semble avoir culminé, elle continue de jouer un rôle, comme le montre l'encadré 4 du présent *Bulletin économique*. En outre, les engagements conditionnels attribués au secteur financier demeurent élevés dans certains pays, ce qui souligne la nécessité de mener des politiques budgétaires prudentes à l'avenir, ainsi que l'importance de renforcer le cadre institutionnel au sein de la zone euro.

Encadrés

1 Implications macroéconomiques d'une montée du protectionnisme

Allan Gloe Dizioli et Björn van Roye

Le paysage des échanges internationaux a évolué rapidement ces derniers mois. L'annonce de droits de douane par l'Administration américaine et la riposte de ses partenaires commerciaux ont suscité des inquiétudes relatives à une éventuelle « guerre commerciale » et, potentiellement, à une inversion plus large de la mondialisation. Le 1^{er} mars, l'Administration américaine a annoncé l'application de droits de douane de 25 % sur les importations d'acier et de 10 % sur les importations d'aluminium d'un large éventail de pays. La première vague de droits de douane relatifs aux transferts de technologie sur les importations chinoises a pris effet le 6 juillet, suivie de l'annonce de mesures de rétorsion de la part des autorités chinoises. En réaction aux représailles chinoises, l'Administration américaine a menacé d'imposer des droits de douane supplémentaires. En parallèle, l'UE et le Canada ont adopté des mesures de rétorsion contre les droits de douane américains sur l'acier et l'aluminium. Enfin, l'Administration américaine a ouvert une nouvelle enquête sur les importations de voitures, de poids lourds et de pièces détachées automobiles (afin de déterminer leurs effets sur la sécurité nationale), ce qui pourrait se traduire par des droits de douane supplémentaires. Récemment, toutefois, on a également observé certains signes d'une baisse des tensions commerciales à la suite d'une réunion entre les représentants des États-Unis et de l'UE ainsi que du nouvel accord de libre-échange nord-américain (NAFTA) entre les États-Unis et le Mexique.

Le présent encadré examine les éventuelles répercussions sur l'économie mondiale d'une hypothétique intensification des tensions commerciales. En particulier, les canaux par lesquels le protectionnisme pourrait affecter l'économie sont examinés et l'incidence potentielle au niveau mondial est quantifiée. Cette quantification repose sur le modèle mondial de la BCE⁸ et sur le modèle monétaire et budgétaire intégré mondial (GIMF) du FMI⁹, qui est un modèle multi-pays et multi-secteurs. Comme c'est le cas pour tous les modèles, les incertitudes inhérentes à un modèle impliquent que les estimations tirées des scénarios proposés doivent être analysées avec prudence, mais elles peuvent être utilisées pour fournir une mesure approximative des canaux qui entrent en jeu.

À court terme, les effets directs d'un relèvement des droits de douane sur l'activité économique du pays imposant ces droits de douane dépendent de deux canaux principaux : le canal de la réorientation des dépenses, avec un impact positif sur le PIB, et le canal du revenu agrégé, avec un impact négatif.

⁸ Cf. Dieppe (A.), Georgiadis (G.), Ricci (M.), Van Robays (I.) et van Roye (B.), « *ECB-Global: Introducing the ECB's global macroeconomic model for spillover analysis* », *Economic Modelling*, vol. 72, juin 2018, p. 78-98.

⁹ Cf. Kumhof (M.), Laxton (D.), Muir (D.) et Mursula (S.), « *The Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF) – Theoretical Structure* », *IMF Working Papers*, n° 10/34, février 2010.

D'une part, le relèvement des droits de douane pourrait réduire le pouvoir d'achat des ménages en diminuant les revenus réels disponibles, ce qui aurait pour conséquence de freiner la consommation intérieure et l'investissement et de faire baisser le PIB. D'autre part, la hausse des prix des biens importés pourrait inciter les consommateurs et les entreprises à se réorienter vers les biens produits au niveau national, ce qui renforcerait la demande intérieure et réduirait les importations. L'importance relative de ces deux canaux, et par conséquent leur effet cumulé sur le PIB, dépend fondamentalement du degré de substituabilité entre les biens produits au niveau national et les biens importés. Une plus grande substituabilité implique que la réorientation de la consommation vers les biens domestiques est moins coûteuse pour le consommateur, ce qui renforce le canal de la réorientation des dépenses. Toutefois, si elle est appliquée sur les biens intermédiaires, l'augmentation des droits de douane peut également accroître le coût de la production nationale et entraîner un report des investissements. Parallèlement, les mesures de rétorsion commerciale peuvent entraîner une baisse des exportations et renforcer l'incidence négative des conflits commerciaux.

Les effets négatifs indirects d'une détérioration de la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs pourraient amplifier les répercussions sur l'activité économique. L'effet direct sur les échanges commerciaux ne prend pas en compte les effets additionnels possibles sur la confiance et les tensions pour le secteur financier liées à une montée de l'incertitude relative aux politiques futures. L'incertitude et les effets sur la confiance peuvent avoir une forte incidence négative sur l'investissement et l'activité économique au niveau mondial. Les décisions d'investissement des entreprises dépendent non seulement de la politique commerciale actuelle mais également des politiques commerciales prévisibles aux États-Unis et dans le monde. De même, l'incertitude relative aux politiques commerciales futures pourrait affecter le comportement de consommation des ménages. Les inquiétudes relatives aux répercussions négatives d'une montée du protectionnisme augmentant, les ménages pourraient accroître leur épargne de précaution et différer leur consommation. En outre, les marchés financiers peuvent réagir à des effets réels négatifs. Une modification brutale des politiques commerciales pourrait jouer le rôle de catalyseur pour une réévaluation des prix des actions et des obligations, ce qui amplifierait les effets décrits précédemment.

Les mesures protectionnistes prises jusqu'à présent n'auront qu'un effet marginal sur l'activité économique mondiale, les produits ciblés ne représentant qu'une faible part des échanges internationaux. Les mesures très sélectives adoptées jusqu'à présent, comme les droits de douane sur l'acier (25 %), l'aluminium (10 %) et les 50 milliards de dollars d'échanges États-Unis – Chine (25 %) ne représentent qu'une petite fraction des échanges internationaux. En outre, la réaction observée jusqu'à présent sur les marchés financiers et en termes de confiance des chefs d'entreprises et des consommateurs a été limitée.

Toutefois, une intensification des tensions commerciales pourrait avoir des effets négatifs importants au niveau mondial, comme le montre le scénario hypothétique dans lequel les États-Unis relèvent leurs droits de douane

de 10 points de pourcentage sur toutes les importations et leurs partenaires commerciaux ripostent par une augmentation de 10 points de pourcentage des droits de douane sur leurs importations en provenance des États-Unis¹⁰. Le

canal direct décrit précédemment est simulé dans le modèle GIMF comme la mise en place généralisée par les États-Unis de droits de douane de 10 % sur les importations de biens finaux et de biens intermédiaires en provenance de tous leurs partenaires commerciaux, qui réagissent en imposant des droits de douane équivalents sur les exportations américaines (mais pas sur les échanges qu'ils réalisent entre eux). Il est très difficile d'appréhender les effets indirects sur la confiance de ces droits de douane à l'importation, donc, pour des questions de simplicité, on fait l'hypothèse que les primes sur obligations augmentent de 50 points de base et que les marchés actions baissent de deux fois l'écart type dans tous les pays. Pour les États-Unis, cela signifie une baisse de 16 % du marché actions. Même si cela implique une volatilité élevée sur les marchés financiers, elle reste inférieure au sommet atteint lors de la crise financière mondiale (au quatrième trimestre 2008), lorsque l'indice S&P 500 a reculé de 28 % et que les primes sur obligations ont augmenté de 230 points de base.

Dans ces simulations, on fait également des choix de modélisation importants.

Premièrement, on suppose que les conflits commerciaux ne durent que deux ans¹¹. Deuxièmement, on suppose que les recettes budgétaires supplémentaires générées par les hausses des droits de douane sont utilisées pour réduire les déficits publics, plutôt que pour soutenir la demande. Troisièmement, on suppose que la politique monétaire et les taux de change réagissent de façon endogène dans tous les pays¹². Quatrièmement, les évolutions des primes de risque sur actions et obligations sont utilisées pour modéliser les effets sur la confiance.

Enfin, dans tous les scénarios, la forme attribuée par hypothèse aux mesures de rétorsion est déterminante pour les effets de contagion.

Par exemple, si la Chine et les États-Unis aggravent leurs conflits commerciaux et qu'aucun autre pays n'est impliqué, les effets de réorientation des échanges entrent en jeu. Dans ce scénario, le relèvement des droits de douane rend les biens américains plus chers en Chine et les biens chinois plus chers aux États-Unis. Par conséquent, les biens des pays tiers, qui ne sont pas parties prenantes au conflit commercial, gagnent en compétitivité vis-à-vis des biens américains en Chine et des biens chinois aux États-Unis. La mesure dans laquelle une économie tierce bénéficie de cette réorientation des échanges dépend de sa facilité à substituer les importations de produits d'un pays à celles d'un autre. Une substituabilité plus faible s'accompagne d'une moindre réorientation des échanges. Cet effet dépend également de l'évolution du taux de change, conforme ou non aux prédictions du modèle.

¹⁰ Les deux scénarios sont indépendants : les droits de douane à l'importation de 10 % s'appliquent également sur l'acier et l'aluminium.

¹¹ Ce choix de modélisation est motivé par des considérations techniques. En faisant l'hypothèse de droits de douane temporaires, on réalise l'approximation d'un comportement à courte vue.

¹² Pour les pays dans lesquels les taux d'intérêt passent en dessous du plancher zéro des taux d'intérêt (ZLB), les taux d'intérêt négatifs peuvent être interprétés comme des taux fictifs, ce qui reflète les mesures de politique monétaire non conventionnelles.

Le canal des échanges

Cette construction de scénario laisse anticiper des effets négatifs importants sur les États-Unis. Le canal direct des échanges commerciaux entraîne un recul de l'activité économique aux États-Unis de 1,5 % la première année (cf. les barres bleues du graphique A). La baisse des importations américaines et les gains de parts de marché des producteurs américains sur leur marché national sont moins importants que la baisse des exportations. Les résultats des estimations laissent prévoir que la position exportatrice nette des États-Unis se détériorerait nettement. Dans ce modèle, les entreprises américaines sont également amenées à investir moins et à embaucher moins de salariés, ce qui amplifie l'effet négatif sur l'économie américaine en réduisant la demande intérieure. L'ajustement graduel et la substitution en faveur de la production domestique n'apportent qu'une compensation limitée au fil du temps et les effets directs sur les échanges commerciaux d'un relèvement des droits de douane continuent de signifier une baisse de 1 % du PIB la troisième année de simulation.

En revanche, en Chine, l'effet des échanges sur le PIB est dans un premier temps légèrement positif, même si les gains diminuent au fil du temps. Au cours de la première année de simulation, la consommation intérieure et l'investissement reculent en Chine. Toutefois, ces effets négatifs sont largement contrebalancés par les gains en termes de position exportatrice nette de la Chine : les États-Unis importent moins de biens chinois, mais ce mouvement est amorti par la réorientation des échanges vers les pays tiers, où les exportateurs chinois gagnent des parts de marché aux dépens des exportateurs américains. Toutefois, au fil du temps, ces avantages diminuent : la production américaine s'ajustant en réponse au relèvement des droits de douane, la demande de biens chinois recule et les gains de la Chine en termes de PIB diminuent ¹³.

Le canal de la confiance

La détérioration de la confiance a des effets défavorables importants sur l'activité mondiale. Les réactions des marchés financiers internationaux ont une incidence forte et à plus grande échelle sur la production dans les différents pays, la production mondiale s'établissant à un niveau inférieur de quelque 0,75 % la première année (cf. les barres jaunes du graphique A). Le resserrement des conditions de financement freine le PIB américain de quelque 0,7 % et les échanges internationaux de 0,75 %. L'incertitude accrue et l'affaiblissement de la confiance pèsent sur l'activité chinoise ¹⁴.

Au total, cela signifie que l'activité économique réelle aux États-Unis pourrait être inférieure de plus de 2 % au scénario de référence sur la seule première année et que les échanges internationaux pourraient enregistrer une baisse allant jusqu'à 3 % par rapport ce scénario de référence. En résumé, si les contributions relatives de chacun

¹³ Par exemple, il faut un certain temps avant que les producteurs trouvent des fournisseurs américains pour les biens intermédiaires précédemment importés, ou que les consommateurs changent leurs habitudes et commencent à acheter des biens produits aux États-Unis.

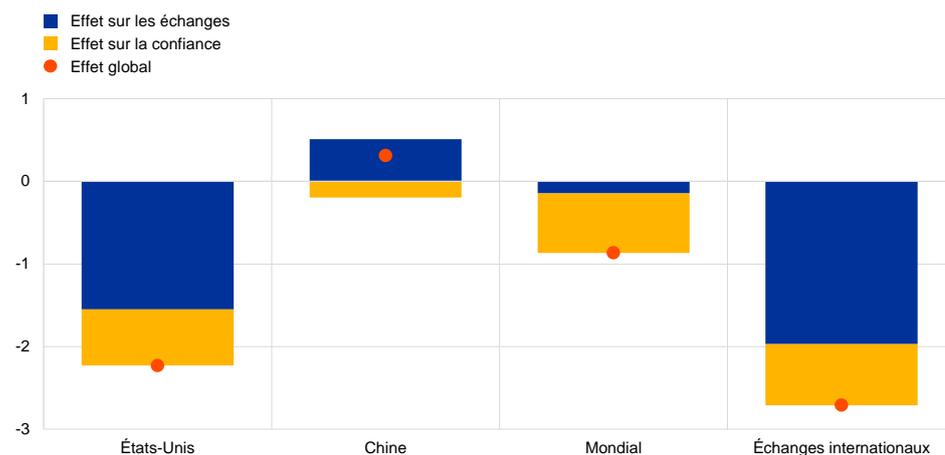
¹⁴ On autorise la politique budgétaire en Chine à réagir selon la règle standard de politique budgétaire du modèle GIMF.

des canaux examinés précédemment et l'effet global sur l'économie peuvent être discutés, qualitativement les résultats sont sans ambiguïté : une économie imposant des droits de douane, qui amènent d'autres pays à riposter, est clairement dans une moins bonne posture. Son niveau de vie recule et des emplois sont détruits.

Graphique A

Incidence estimée d'une intensification des tensions commerciales – effets au cours de la première année

(conséquence sur le PIB en 2018, écart par rapport aux niveaux de référence, pourcentages)



Source : Calculs de la BCE.

Note : Les résultats sont la combinaison des effets directs sur les échanges issus du modèle GIMF et des effets sur la confiance modélisés à partir du modèle mondial BCE.

2 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 3 mai au 31 juillet 2018

Dimitrios Rakitzis et M^a Carmen Castillo Lozoya

Cet encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE durant les troisième et quatrième périodes de constitution de réserves de 2018, qui se sont déroulées du 3 mai au 19 juin 2018 et du 20 juin au 31 juillet 2018, respectivement. Tout au long de ces périodes, les taux des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt sont demeurés inchangés à 0,00 %, 0,25 % et – 0,40 %, respectivement.

Durant la période sous revue, l'Eurosystème a continué d'acquérir des titres du secteur public, des obligations sécurisées, des titres adossés à des actifs et des titres du secteur des entreprises dans le cadre de son programme d'achats d'actifs (APP), avec une cible d'achats mensuels de 30 milliards d'euros en moyenne.

Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, est ressorti à 1 427,5 milliards d'euros, soit une hausse de 64,5 milliards par rapport à la précédente période sous revue (qui couvrait les première et deuxième périodes de constitution de 2018). Cette hausse du besoin de refinancement est presque entièrement attribuable à l'évolution du solde des facteurs autonomes, qui a augmenté en moyenne de 64,4 milliards d'euros pour atteindre 1 303,3 milliards au cours de la période sous revue, tandis que les réserves obligatoires ont augmenté en moyenne de moins de 0,1 milliard pour s'établir à 124,2 milliards.

La hausse du solde des facteurs autonomes, qui implique un retrait de liquidité, résulte d'une diminution des facteurs apportant de la liquidité et d'une augmentation des facteurs d'absorption. La diminution des facteurs apportant de la liquidité découle en particulier d'une baisse de 21,6 milliards d'euros des actifs nets moyens libellés en euros, qui sont ressortis à 191,2 milliards. Cette évolution résulte principalement d'une hausse des engagements en euros de l'Eurosystème envers les non-résidents de la zone euro qui ont augmenté en moyenne de 12,8 milliards d'euros au cours de la période sous revue, apportant ainsi une contribution négative aux actifs nets moyens libellés en euros ¹⁵, et d'une baisse des actifs financiers détenus par l'Eurosystème à des fins autres que la politique monétaire, qui ont diminué en

¹⁵ Les engagements en euros de l'Eurosystème envers les non-résidents de la zone euro sont constitués principalement des dépôts libellés en euros sur des comptes ouverts auprès de l'Eurosystème par les banques centrales de pays n'appartenant pas à la zone euro. Les fins de trimestre, et dans une moindre mesure les fins de mois, donnent généralement lieu à des hausses de ces dépôts, les banques commerciales étant plus réticentes à accepter des espèces, que ce soit sur le marché des opérations garanties ou sur celui des opérations en blanc, à l'approche des dates d'arrêté des bilans. Par exemple, le 29 mars 2018, les engagements libellés en euros envers des non-résidents de la zone euro sont ressortis en hausse à 339,8 milliards d'euros, contre une moyenne de 270,4 milliards au cours de la deuxième période de constitution, et se sont inscrits à 348 milliards le 30 juin 2018, contre une moyenne de 279,7 milliards au cours de la quatrième période de constitution.

moyenne de 7,8 milliards. S'agissant des engagements, les évolutions les plus importantes sont le fait des billets en circulation, qui ont augmenté en moyenne de 22,5 milliards d'euros (reflétant dans une certaine mesure les variations saisonnières observées au cours de l'été), et des dépôts des administrations publiques, qui ont augmenté en moyenne de 11,9 milliards pour s'inscrire à 239,4 milliards.

La volatilité au jour le jour des facteurs autonomes est restée globalement inchangée par rapport à la précédente période sous revue. Les fluctuations quotidiennes des facteurs autonomes sont principalement imputables aux dépôts des administrations publiques et aux actifs nets libellés en euros, une volatilité plus élevée étant observée vers la fin du deuxième trimestre 2018 et d'autres dates de fin de mois durant la période sous revue.

Tableau A
Situation de liquidité de l'Eurosystème

Engagements – Besoins de refinancement (moyennes ; en milliards d'euros)								
	Du 3 mai au 31 juillet 2018		Du 31 janvier au 2 mai 2018		Quatrième période de constitution		Troisième période de constitution	
Facteurs autonomes de la liquidité	2 123,9	(+43,8)	2 080,1	2 167,4	(+81,5)	2 085,9	(-16,9)	
Billets en circulation	1 176,5	(+22,5)	1 154,1	1 183,6	(+13,2)	1 170,4	(+11,3)	
Dépôts des administrations publiques	239,4	(+11,9)	227,5	263,8	(+45,7)	218,0	(-29,5)	
Autres facteurs autonomes	708,0	(+9,4)	698,6	720,0	(+22,5)	697,5	(+1,3)	
Comptes courants	1 331,9	(+27,3)	1 304,6	1 306,7	(-47,3)	1 353,9	(+58,6)	
Instruments de politique monétaire	780,1	(-20,4)	800,5	776,5	(-6,7)	783,2	(-9,2)	
Réserves obligatoires ¹	124,2	(+0,0)	124,2	124,7	(+0,9)	123,8	(-0,7)	
Facilité de dépôt	655,9	(-20,4)	676,4	651,8	(-7,7)	659,5	(-8,5)	
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)

	Du 3 mai au 31 juillet 2018		Du 31 janvier au 2 mai 2018		Quatrième période de constitution		Troisième période de constitution	
Facteurs autonomes de la liquidité	821,0	(-20,6)	841,7	821,5	(+0,8)	820,6	(-7,5)	
Avoirs extérieurs nets	629,8	(+1,0)	628,9	635,1	(+9,9)	625,2	(-1,9)	
Avoirs nets libellés en euros	191,2	(-21,6)	212,8	186,3	(-9,1)	195,4	(-5,6)	
Instruments de politique monétaire	3 291,1	(+71,3)	3 219,8	3 305,2	(+26,1)	3 279,1	(+40,7)	
Opérations d' <i>open market</i>	3 291,0	(+71,3)	3 219,7	3 305,1	(+26,1)	3 279,0	(+40,7)	
Opérations d'appels d'offres	753,2	(-8,6)	761,7	746,4	(-12,6)	759,1	(-2,4)	
Opérations principales de refinancement	1,9	(+0,2)	1,7	2,1	(+0,3)	1,8	(-0,1)	
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	7,4	(-0,3)	7,7	7,2	(-0,2)	7,5	(-0,2)	
Opérations TLTRO I	11,1	(-1,9)	13,0	9,5	(-2,9)	12,4	(-0,3)	
Opérations TLTRO II	732,8	(-6,5)	739,3	727,6	(-9,7)	737,3	(-1,8)	
Portefeuilles d'achats fermes de titres	2 537,8	(+79,8)	2 458,0	2 558,7	(+38,8)	2 519,9	(+43,1)	
1er programme d'achats d'obligations sécurisées	4,7	(-1,1)	5,8	4,5	(-0,4)	4,9	(-0,7)	
2e programme d'achats d'obligations sécurisées	4,2	(-0,3)	4,5	4,1	(-0,2)	4,3	(-0,1)	
3e programme d'achats d'obligations sécurisées	254,6	(+5,7)	248,8	255,4	(+1,6)	253,8	(+3,3)	
Programme pour les marchés de titres	83,5	(-1,5)	85,0	82,3	(-2,1)	84,5	(-0,5)	
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	27,5	(+1,7)	25,8	27,7	(+0,3)	27,4	(+1,1)	
Programme d'achats de titres du secteur public	2 004,1	(+61,8)	1 942,3	2 021,6	(+32,4)	1 989,2	(+33,6)	
Programme d'achats de titres du secteur des entreprises	159,2	(+13,5)	145,7	163,1	(+7,2)	155,9	(+6,5)	
Facilité de prêt marginal	0,1	(+0,0)	0,1	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,0)	

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

	Du 3 mai au 31 juillet 2018		Du 31 janvier au 2 mai 2018		Quatrième période de constitution		Troisième période de constitution	
Besoin global de refinancement	1.427,5	(+64,5)	1 363,0	1 471,0	(+81,6)	1 389,4	(-10,1)	
Facteurs autonomes ²	1.303,3	(+64,4)	1 238,8	1 346,3	(+80,6)	1 265,6	(-9,4)	
Excédent de liquidité	1.863,5	(+6,8)	1 856,7	1 833,7	(-55,9)	1 889,6	(+50,8)	

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

	Du 3 mai au 31 juillet 2018	Du 31 janvier au 2 mai 2018	Quatrième période de constitution	Troisième période de constitution
Opérations principales de refinancement	0,00 (+0,00)	0,00	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)
Facilité de prêt marginal	0,25 (+0,00)	0,25	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)
Facilité de dépôt	-0,40 (+0,00)	-0,40	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)
Eonia	-0,363 (+0,001)	-0,364	-0,364 (-0,002)	-0,362 (+0,002)

Source : BCE.

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

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

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

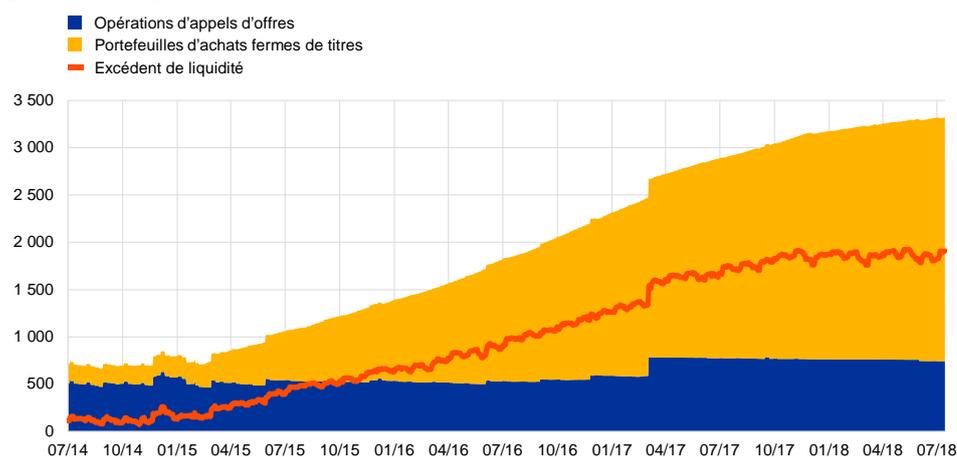
Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations d'open market (opérations d'appels d'offres et achats dans le cadre de l'APP) a augmenté de 71,3 milliards d'euros pour s'établir à 3 291,1 milliards (cf. graphique A). Cette hausse est entièrement attribuable aux achats nets dans le cadre de l'APP, tandis que la demande a légèrement diminué pour les opérations d'appels d'offres.

Graphique A

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

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des opérations d'appels d'offres a légèrement diminué durant la période sous revue, de 8,6 milliards d'euros, pour s'établir à 753,2 milliards. Cette diminution s'explique essentiellement par une baisse de l'encours moyen des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO), de 8,4 milliards d'euros. La baisse de l'encours des fonds empruntés dans le cadre de ces opérations résulte du règlement des

remboursements volontaires de différentes opérations TLTRO I et de la première opération TLTRO II en juin 2018, pour un montant total de 14,5 milliards d'euros. La liquidité moyenne fournie par les opérations principales de refinancement a augmenté de 0,2 milliard d'euros, ressortant à 1,9 milliard, et le montant moyen de la liquidité fournie par les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois a diminué de 0,3 milliard, pour s'établir à 7,4 milliards.

Grâce aux achats nets 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 79,8 milliards d'euros pour s'établir à 2 537,8 milliards, en moyenne. La liquidité fournie par le programme d'achats de titres du secteur public, par le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées, par le programme d'achats de titres adossés à des actifs et par le programme d'achats de titres du secteur des entreprises a augmenté en moyenne de 61,8 milliards d'euros, de 5,7 milliards, de 1,7 milliard et de 13,5 milliards, respectivement. La réduction de la liquidité résultant du remboursement d'obligations détenues dans le cadre du programme pour les marchés de titres et des deux programmes précédents d'achats d'obligations sécurisées a représenté au total 2,9 milliards d'euros.

Excédent de liquidité

Par suite des évolutions examinées en détail précédemment, l'excédent de liquidité moyen est resté globalement stable au cours de la période sous revue, n'augmentant que légèrement, de 6,8 milliards d'euros, par rapport à la précédente période sous revue, pour s'établir à 1 863,5 milliards (cf. graphique A). L'augmentation de la liquidité par le biais des achats dans le cadre de l'APP a été presque totalement contrebalancée par une hausse des facteurs autonomes, principalement au cours de la quatrième période de constitution. En effet, tandis que l'excédent de liquidité a augmenté de 50,8 milliards d'euros et que les facteurs autonomes nets ont diminué de 9,4 milliards au cours de la troisième période de constitution, ces tendances ont été inversées au cours de la quatrième période de constitution, l'excédent de liquidité diminuant de 55,9 milliards et les facteurs autonomes nets augmentant de 80,6 milliards.

S'agissant de la répartition de l'excédent de liquidité entre les comptes courants et la facilité de dépôt, les encours moyens sur les comptes courants ont augmenté de 27,3 milliards d'euros pour s'établir à 1 331,9 milliards, tandis que le recours moyen à la facilité de dépôt a encore diminué, de 20,4 milliards, pour s'établir à 655,9 milliards.

Évolutions des taux d'intérêt

Les taux sur le marché monétaire des prêts au jour le jour, en blanc et garantis, sont demeurés proches du taux de la facilité de dépôt de la BCE, ou légèrement inférieurs à ce taux pour des paniers de garanties spécifiques sur le compartiment des opérations garanties. Sur le compartiment des opérations en

blanc, l'Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro) s'est établi en moyenne à – 0,363 %, par rapport à une moyenne de – 0,364 % lors de la précédente période sous revue. L'Eonia a fluctué entre un point bas de – 0,371 % autour du week-end précédant le lundi de Pentecôte (21 mai 2018) et un point haut de – 0,353 % le dernier jour de juin 2018. Sur le marché des opérations garanties, les taux moyens des opérations de pension au jour le jour sur le marché *general collateral* (GC) Pooling¹⁶ sont restés stables pour le panier de garanties standard et le panier étendu par rapport à la période précédente. Le taux moyen des opérations de pension au jour le jour s'est établi à – 0,441 % pour le panier de garanties standard, et le taux moyen du panier étendu est ressorti à – 0,394 %.

La baisse de fin de trimestre enregistrée en juin 2018 par les taux des pensions pour les garanties émises par les pays du « cœur » de la zone euro a été beaucoup plus faible que celle observée à la fin du deuxième trimestre 2017 et largement considérée comme un non-événement. Par exemple, fin juin 2017, les taux des opérations de pension GC au jour le jour ont baissé de 29 points de base pour s'inscrire à – 0,75 % pour les garanties françaises, et de 41 points de base, à – 0,90 %, pour les garanties allemandes. Fin juin 2018, ces taux n'ont diminué que de 2 points de base et 5 points de base, respectivement, à – 0,48 % et – 0,53 %. Cela suggère que les intervenants de marché ont adopté des pratiques plus efficaces en matière de gestion des garanties. En outre, cette évolution laisse également penser que la facilité de prêts de titres dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public de l'Eurosystème a continué de favoriser le bon fonctionnement des marchés des pensions.

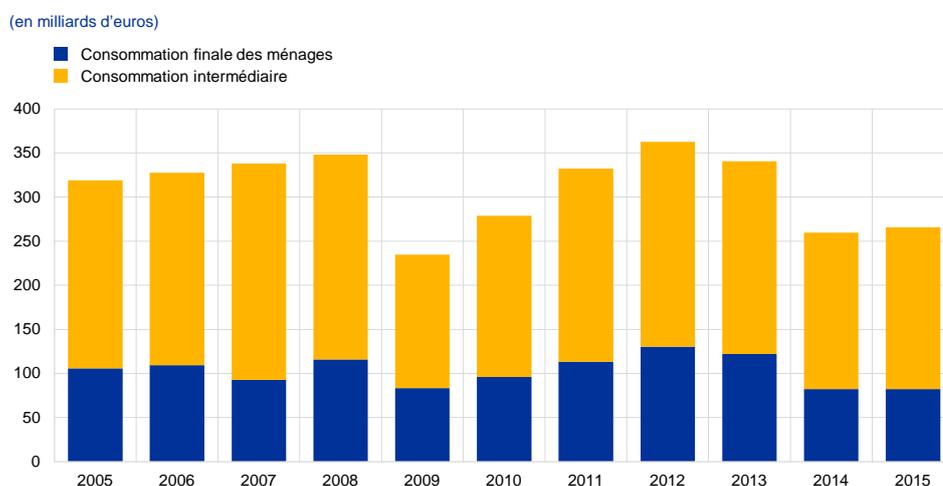
¹⁶ Le marché GC Pooling permet de négocier les accords de pension sur la plateforme Eurex contre des paniers standardisés de garanties.

3 Prix du pétrole, termes de l'échange et consommation du secteur privé

Nikola Bokan, Maarten Dossche et Luca Rossi

Les prix du pétrole affectent la consommation privée par le biais de canaux directs et indirects. Une hausse des prix du pétrole affecte directement le pouvoir d'achat des ménages *via* un renchérissement des produits énergétiques à base de pétrole (comme l'essence ou le fioul domestique). Dans la zone euro, environ un tiers du recours total au pétrole de l'économie intervient sous forme de consommation finale, c'est-à-dire qu'il correspond à l'utilisation de ces produits par les consommateurs (graphique A). Les deux-tiers restants représentent l'utilisation du pétrole pour la production de produits hors énergie. Une hausse des prix du pétrole implique une augmentation des coûts de production de ces secteurs. Si ces coûts ne peuvent être répercutés sur les prix finaux de ces produits, un effet indirect s'exercera sur le pouvoir d'achat des ménages, puisque les salaires ou les profits reçus de ces secteurs seront plus faibles¹⁷. De plus, pour les économies avancées productrices de pétrole (le Canada, la Norvège, le Royaume-Uni et les États-Unis, par exemple), les effets indirects qui s'exercent par le biais des salaires et des bénéfices du secteur producteur de pétrole sont encore plus importants.

Graphique A
Utilisation du pétrole dans la zone euro



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.
Note : Les données se rapportent au coke de pétrole et aux produits pétroliers raffinés et sont exprimés en prix actuels et de base.

Les termes de l'échange sont fortement corrélés avec les fluctuations des prix du pétrole. Les variations des prix relatifs des exportations et des importations, ou termes de l'échange, affectent traditionnellement la consommation privée. Les termes de l'échange peuvent être interprétés comme le montant de biens importés qu'une économie peut acheter par unité de biens exportés. Le graphique B montre que les termes de l'échange de la zone euro sont fortement corrélés avec les prix du

¹⁷ Dans la mesure où les producteurs de produits hors énergie ajustent effectivement leurs prix aux variations des prix du pétrole, les ménages verront leur pouvoir d'achat directement affecté, comme c'est le cas pour leur consommation de produits énergétiques à base de pétrole.

pétrole¹⁸. Lorsque les prix du pétrole augmentent, les termes de l'échange se détériorent et le pouvoir d'achat des ménages recule. La forte corrélation entre les prix du pétrole et les termes de l'échange est généralisée au niveau mondial¹⁹. La corrélation est généralement négative pour les importateurs nets de pétrole et positive pour les exportateurs nets de pétrole. Cette relation peut évoluer au cours du temps, en raison de variations de l'intensité pétrolière de la consommation et de la production de produits hors énergie ou de modifications de la production de pétrole. La relation entre les prix du pétrole et la consommation est donc instable par nature.

Graphique B Prix du pétrole et termes de l'échange

(en euros par baril ; 2010 = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les termes de l'échange sont calculés comme le ratio déflateur des exportations/déflateur des importations.

L'incidence exercée par les variations des prix du pétrole sur le revenu disponible réel peut être approximée par le différentiel entre le déflateur du PIB et le déflateur de la consommation. Le graphique C présente une décomposition du revenu disponible réel des ménages, c'est-à-dire le revenu des ménages après impôts et prestations sociales, corrigé des variations de prix. Il utilise le différentiel entre le déflateur du PIB et le déflateur de la consommation pour retracer l'incidence des variations des termes de l'échange liées au pétrole ; pour la zone euro, la corrélation entre les prix du pétrole et ce différentiel est négative. La mesure est étayée au plan théorique et rend compte des canaux tant directs qu'indirects par lesquels les prix du pétrole affectent le revenu disponible réel des ménages²⁰. Même si les canaux par lesquels les prix du pétrole affectent l'économie évoluent, cette approche fait encore état d'une stabilité de la relation entre les modifications du pouvoir d'achat liées au pétrole et la consommation du secteur privé. Cela est

¹⁸ En principe, les termes de l'échange peuvent également être affectés par d'autres facteurs (par exemple, le taux de change nominal ou les prix des biens et services hors pétrole). Sur le plan empirique, toutefois, les variations des termes de l'échange de la zone euro s'expliquent essentiellement par les prix du pétrole.

¹⁹ Cf. Backus (D.) et Crucini (M.), « *Oil prices and the terms of trade* », *Journal of International Economics*, vol. 50, n° 1, p. 185-213.

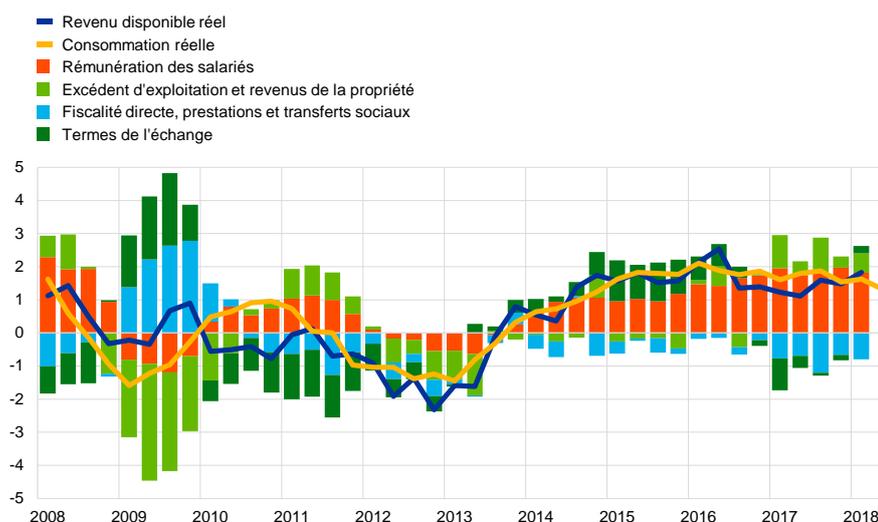
²⁰ Cf. Blanchard (O.) et Galí (J.), « *The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why Are the 2000s so Different from the 1970s?* », in Galí (J.) et Gertler (M.) (eds.), *International Dimensions of Monetary Policy*, University of Chicago Press, 2010, p. 373-421.

pertinent au regard de l'évolution de l'intensité pétrolière de la consommation et des innovations en termes de production de produits pétroliers et de produits hors énergie (par exemple, en raison d'une meilleure efficacité énergétique ou de nouvelles techniques de production de pétrole de schiste) ²¹.

Graphique C

Revenu disponible et consommation des ménages

(variations annuelles en pourcentage ; points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

Le récent renchérissement du pétrole ne devrait pas entraver l'expansion de la consommation privée. Si la baisse des prix du pétrole observée en 2014 et en 2015 a certainement soutenu l'expansion de la consommation privée, la croissance globale du revenu disponible réel depuis 2013 s'explique toutefois en grande partie par le revenu du travail (cf. graphique C). Entre mi-2017 et mi-2018, les prix du pétrole ont augmenté d'environ 50 dollars, pour s'établir à 75 dollars le baril. S'ils restent à leur niveau actuel, cette hausse ne devrait pas entamer sensiblement la croissance du revenu disponible réel ni la consommation privée. De plus, les prix du pétrole demeurent nettement inférieurs aux niveaux observés entre 2011 et 2014. Avec la poursuite de l'amélioration des marchés du travail, la consommation privée devrait rester robuste ²².

²¹ Cf. Fosco (M.) et Klitgaard (T.), « *Recycling Oil Revenue* », *Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York*, 14 mai 2018.

²² Cf. l'article intitulé « *La consommation privée et ses déterminants dans la phase d'expansion économique en cours* », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2018.

L'incidence budgétaire des mesures de soutien au secteur financier : état des lieux dix ans après la crise financière

João Domingues Semeano et Marien Ferdinandusse

Le présent encadré examine plus en détail l'incidence budgétaire des mesures de soutien au secteur financier prises au cours des dix années qui se sont écoulées depuis l'éclatement de la crise financière. L'économie de la zone euro entrant dans sa cinquième année d'expansion, le moment semble opportun pour faire le point sur les coûts budgétaires de la crise et sur la mesure dans laquelle la reprise a contribué à les effacer. Il convient pour cela de se concentrer sur l'incidence des mesures sur les déficits et sur l'endettement, ainsi que sur les garanties d'État octroyées aux banques et aux autres établissements financiers²³. Depuis la crise, des actions ont été entreprises afin d'améliorer la surveillance du secteur financier, la résolution ordonnée des établissements financiers défailants, la soutenabilité des finances publiques et la résilience des États souverains, par exemple en instituant des organes tels que le mécanisme de surveillance unique, le mécanisme de résolution unique et le Comité budgétaire européen.

Les mesures de soutien au secteur financier peuvent avoir des conséquences différentes sur le déficit et sur l'endettement. À moins d'être financées au moyen de réserves de liquidité, elles amplifient l'endettement brut des administrations publiques. Le solde budgétaire peut également être touché, selon que l'opération constitue ou non une perte évidente pour l'État²⁴. Si tel est le cas, ces mesures sont considérées, à des fins statistiques, comme un transfert en capital, ce qui signifie qu'elles ont une incidence sur le solde budgétaire et sur le ratio d'endettement. L'acquisition d'actifs financiers au-dessus du prix du marché et les injections de capitaux destinées à couvrir des pertes subies par les banques en sont des exemples typiques. Cependant, si l'État reçoit des actions dans une banque ou des titres de créance considérés comme ayant une valeur équivalente à son injection de capitaux, la mesure de soutien est perçue comme une opération financière qui n'a d'effet que sur l'endettement brut des administrations publiques. La reclassification statistique d'entités du secteur financier dans le secteur des administrations publiques, qui reflète notamment la nationalisation de banques, accroît également la dette publique, mais n'alourdit pas le déficit budgétaire.

L'incidence budgétaire du soutien apporté au secteur financier par les États de la zone euro après la crise financière de 2008 a été considérable et sensiblement différente d'un pays à l'autre, et elle ne s'est que partiellement

²³ L'incidence des corrélations négatives entre la stabilité du secteur financier et les conditions de financement des administrations publiques qui ont contribué aux crises de dette souveraine dans plusieurs pays de la zone euro à partir de 2010 n'entre pas dans le champ du présent encadré. Pour une description des canaux et des risques de l'interaction défavorable entre l'instabilité financière et les politiques budgétaires, cf. l'article intitulé « *The impact of government support to the banking sector on euro area public finances* », *Bulletin mensuel*, BCE, juillet 2009, et l'article intitulé « *Monetary and fiscal policy interaction in a monetary union* », *Bulletin mensuel*, BCE, juillet 2012.

²⁴ Pour plus d'informations concernant la classification statistique des mesures de soutien au secteur financier, cf. l'article intitulé « *L'impact budgétaire du soutien au secteur financier au cours de la crise* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2015, ainsi que H. Maurer et P. Grussenmeyer, « *Financial assistance measures in the euro area from 2008 to 2013: statistical framework and fiscal impact* », *Statistics Paper Series*, n° 7, BCE, 2015.

inversée (cf. graphique A). Pendant et après la crise financière mondiale qui a été marquée par la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008, la plupart des États de la zone euro ont soutenu des établissements financiers individuels afin de préserver la stabilité financière²⁵. L'ampleur et le calendrier de ce soutien ont significativement varié d'un pays à l'autre (cf. graphiques B et C)²⁶.

Graphique A

Incidence des mesures de soutien au secteur financier sur le déficit et sur l'endettement de la zone euro, et volume des engagements conditionnels

(en pourcentage du PIB)



Source : Eurostat.

Note : Les chiffres positifs indiquent un accroissement du déficit. L'incidence sur le déficit s'entend abstraction faite des revenus générés par les mesures de soutien au secteur financier, tels que les dividendes provenant d'actions émises par des établissements financiers et les commissions perçues pour les garanties accordées par l'État.

À l'échelle de la zone euro, les mesures de soutien au secteur financier ont eu une très grande incidence sur le déficit budgétaire agrégé en 2010 (0,7 % du PIB), en 2012 (0,5 % du PIB) et en 2013 (0,3 % du PIB) (cf. graphique A). En 2008, seul un pays, à savoir l'Allemagne, a enregistré un accroissement tangible de son déficit en raison de mesures de soutien au secteur financier ; ce chiffre est passé à six en 2009, pour culminer à neuf en 2012 (cf. graphique B). Bien qu'elle se soit amenuisée jusqu'à une période récente, l'incidence sur le déficit de la zone euro n'est jamais revenue à zéro ces dix dernières années. En 2017, elle est repartie à la hausse sous l'effet de transferts en capital en Italie, au Portugal et à Chypre. Lorsqu'on l'examine sur plusieurs années, l'ampleur de l'incidence a souvent été identique à celle des mesures budgétaires prises pendant des cycles budgétaires ordinaires, voire, dans certains cas, bien plus grande. Huit pays ont enregistré une incidence cumulée supérieure à la moyenne de la zone euro entre 2008 et 2017, avec un creusement du déficit budgétaire allant de plus de quatre points de pourcentage du PIB en Espagne, en Autriche et en Lettonie à plus de 27 points de pourcentage en Irlande (cf. graphique B).

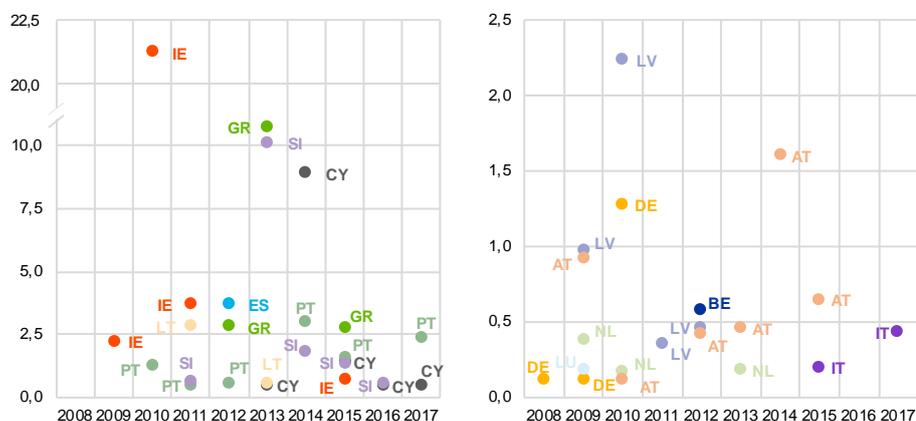
²⁵ Pour une description de la crise financière ainsi que des mesures budgétaires et financières qui ont été prises, cf. A. Riet (ed.), « *Euro area fiscal policies and the crisis* », *Occasional Paper Series*, n° 109, BCE, 2010, ainsi que S. Stolz et M. Wedow, « *Extraordinary measures in extraordinary times: public measures in support of the financial sector in the EU and the United States* », *Occasional Paper Series*, n° 117, BCE, 2010.

²⁶ Seuls quatre pays – l'Estonie, Malte, la Slovaquie et la Finlande, qui représentent conjointement 3 % du PIB de la zone euro – n'ont pas dû prendre de mesures affectant leur déficit ou leur endettement.

Graphique B

Incidence nette des mesures de soutien au secteur financier sur le déficit des administrations publiques

(en pourcentage du PIB)



Source : Eurostat.

Notes : Le graphique ne tient pas compte des pays qui ne disposent pas de mesures de soutien affectant leur déficit (l'Estonie, Malte, la Slovaquie et la Finlande) ou dans lesquels ces mesures n'ont qu'une incidence marginale (0,1 % du PIB en France en 2012). Les chiffres positifs indiquent un accroissement du déficit. L'incidence sur le déficit s'entend abstraction faite des revenus générés par les mesures de soutien au secteur financier, tels que les dividendes provenant d'actions émises par des établissements financiers et les commissions perçues pour les garanties accordées par l'État. Dans un souci de lisibilité, les pays ont été scindés en deux groupes afin de présenter le même nombre de cas dans chaque volet du graphique : la partie gauche exclut les observations dans lesquelles l'incidence sur le déficit est inférieure à 0,4 % du PIB et la partie droite celles où l'incidence sur le déficit est inférieure à 0,1 % du PIB.

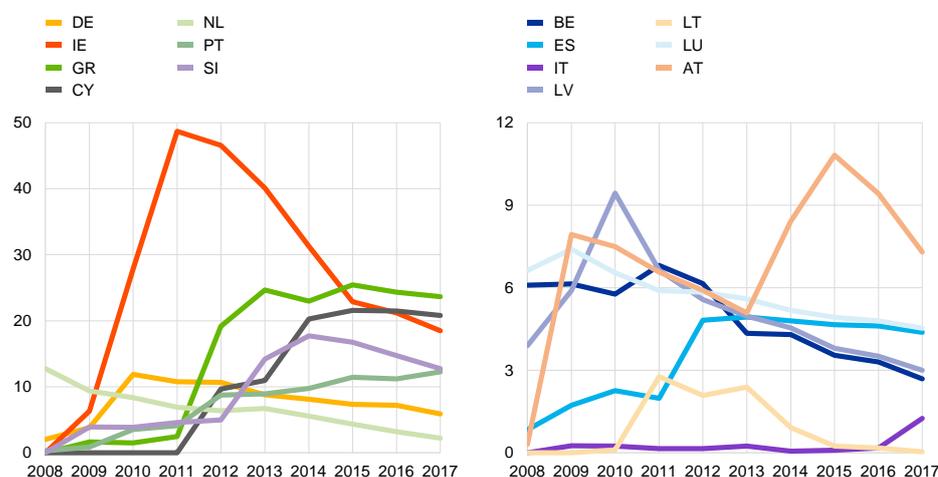
L'incidence sur le ratio dette/PIB du secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro, qui avait culminé à près de 5,9 % en 2012, s'est établie à 4,1 % en 2017.

L'incidence maximale des mesures de soutien sur le ratio dette/PIB s'est montée à 10 % ou plus dans huit pays de la zone euro (cf. graphique C), parmi lesquels l'Allemagne, les Pays-Bas, l'Autriche et la Slovaquie, ainsi que dans les quatre pays de la zone euro ayant sollicité un programme d'ajustement UE/FMI (l'Irlande, la Grèce, Chypre et le Portugal). Le profil temporel de l'incidence des mesures de soutien sur la dette brute des administrations publiques est très variable. L'incidence a commencé à partiellement et lentement s'inverser dans la plupart des pays et dans l'ensemble de la zone euro, à la faveur des revenus tirés des mesures de soutien, tels que les dividendes provenant d'actions d'établissements financiers et les commissions perçues dans le cadre des garanties allouées par l'État, ainsi que de la vente d'actifs financiers. À l'échelon national, le redressement enregistré grâce au soutien apporté a été particulièrement prononcé en Irlande, où l'incidence des mesures de soutien au secteur financier sur le ratio dette/PIB des administrations publiques avait reflué de 30 points de pourcentage en 2017 par rapport à son plus haut niveau, ainsi qu'aux Pays-Bas (dix points de pourcentage depuis le sommet), en Lettonie et en Allemagne (six points de pourcentage depuis le pic). Les mesures de soutien ont néanmoins alourdi la dette en Italie, à Chypre et au Portugal en 2017.

Graphique C

Incidence des mesures de soutien au secteur financier sur la dette brute des administrations publiques

(en pourcentage du PIB)



Source : Eurostat.

Note : Le graphique ne tient pas compte des pays qui ne disposent pas de mesures de soutien influant sur leur dette brute (l'Estonie, Malte, la Slovaquie et la Finlande) ou dans lesquels ces mesures n'ont qu'une incidence marginale (0,6 % du PIB en 2008 et 0,1 % du PIB en 2012 en France).

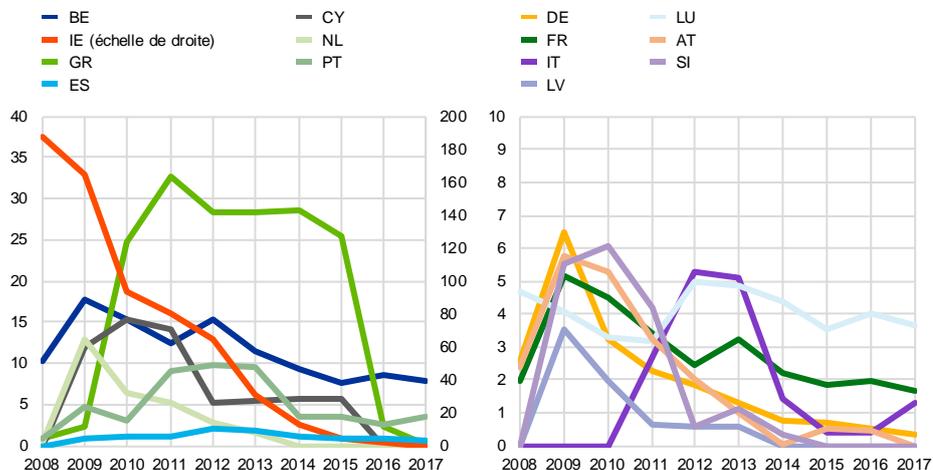
Les engagements conditionnels de la zone euro se sont repliés, revenant de plus de 8 % du PIB en 2009 à 1,4 % en 2017. Dans la plupart des cas, les garanties explicites que de nombreux gouvernements de la zone euro ont accordées à des établissements individuels au plus fort de la crise financière – ou, dans de rares cas, le financement de structures de gestion des actifs – ont été progressivement retirées (cf. graphique D). Il en ressort globalement une évolution positive, le renouvellement des garanties échues ne constituant plus une nécessité en raison du retour à la stabilité financière. Cela étant, certaines garanties ont bien été appelées, et les entités réceptrices ont été classifiées dans le secteur des administrations publiques, de telle sorte que la réduction des garanties a été contrebalancée par une élévation équivalente de la dette et/ou du déficit des administrations publiques. À titre d'exemple, un cinquième des garanties apportées dans le cadre de la privatisation partielle de la banque portugaise Novo Banco en octobre 2017, s'élevant à 2 % du PIB, ont été appelées, ce qui a aggravé de 0,4 point de pourcentage du PIB le déficit pour 2018. Six pays membres de la zone euro, au nombre desquels figurent la France, l'Italie et l'Espagne, continuaient de présenter en 2017 des engagements conditionnels dépassant 1 % du PIB. De surcroît, en juillet 2018, Chypre a accordé des garanties pour un mécanisme de protection des actifs dans le cadre de la vente de la Cyprus Cooperative Bank (CCB). Ce mécanisme couvre les potentielles pertes inattendues sur des actifs achetés par l'acquéreur de la CCB, pour un montant proche de 13 % du PIB ²⁷.

²⁷ Ces garanties viennent s'ajouter aux aides de l'État allouées sous forme de placements en obligations et en numéraire pour un montant avoisinant 18 % du PIB, dont la classification statistique n'a pas encore été arrêtée.

Graphique D

Volume des engagements conditionnels

(en pourcentage du PIB)



Source : Eurostat.

Notes : Le graphique ne tient pas compte des pays qui ne présentent pas d'engagements conditionnels associés au soutien au secteur financier (l'Estonie, Malte, la Slovaquie et la Lituanie) ou dont les engagements de ce type sont marginaux (0,1 % du PIB en Finlande en 2008). Les engagements conditionnels ont trait aux garanties d'État accordées au secteur bancaire. L'encours des garanties d'État n'inclut ni les garanties couvrant les dépôts de détail (hormis pour l'Irlande, du 30 septembre 2008 au 29 septembre 2010) ni les garanties d'État accordées à titre de fourniture de liquidités d'urgence.

Le caractère étendu, généralisé et durable de l'incidence budgétaire des mesures de soutien au secteur financier met en évidence toute l'importance de renforcer encore le cadre institutionnel dans la zone euro. Comme le soulignent les conclusions du Sommet européen publiées le 29 juin 2018, il reste des progrès à accomplir dans l'achèvement de l'union bancaire et dans le renforcement du mécanisme européen de stabilité. Il faudra continuer d'œuvrer à ce programme de réforme et consentir des efforts continus pour préserver la soutenabilité budgétaire afin de prévenir toute crise financière à venir et d'atténuer l'incidence budgétaire qui y est associée.

Articles

1 Le cycle financier mondial : implications pour l'économie mondiale et pour la zone euro

Maurizio Michael Habib et Fabrizio Venditti

L'intégration internationale des marchés financiers s'étant progressivement accrue au cours des dernières décennies, les économistes se sont demandé dans quelle mesure il est possible pour les décideurs d'isoler les conditions financières domestiques des facteurs externes. Le présent article examine les termes de ce débat et apporte de nouveaux éléments sur la corrélation entre les flux de capitaux et les prix des actions pour un panel composé de 50 économies avancées et émergentes. Il se concentre en particulier sur l'importance relative du risque mondial et de la politique monétaire américaine pour le cycle financier mondial et aborde les implications pour le régime de change. L'aversion au risque au niveau mondial apparaît comme un déterminant important des flux de capitaux et des rendements boursiers et son impact est amplifié par le degré d'ouverture du compte de capital, mais pas nécessairement par le régime de change, qui importe seulement pour les prix des actifs et non pour les flux de capitaux. L'importance quantitative de la politique monétaire américaine et du taux de change du dollar américain semble de nature épisodique. En particulier, la corrélation entre les taux d'intérêt américains et les flux de capitaux tout au long de la crise est positive, plutôt que négative comme le voudrait la théorie, ce qui montre la nécessité d'approfondir l'analyse empirique du rôle de la politique monétaire américaine comme déterminant du cycle financier mondial. L'article établit également que les tensions sur les marchés financiers ont généralement été synchronisées entre la zone euro et les États-Unis mais qu'un découplage des conditions financières a souvent été constaté entre les deux zones. Dans l'ensemble, cela confirme que l'efficacité de la politique monétaire de la BCE n'a pas été affaiblie par le cycle financier mondial.

1 Introduction

Au cours des dernières décennies, l'intégration internationale des marchés financiers s'est progressivement accrue. La taille des engagements extérieurs bruts mondiaux, rapportés au PIB intérieur, est passée de moins de 50 % au début des années 1990 à 200 % environ au début de la crise financière mondiale en 2007²⁸. La croissance des engagements transfrontières s'est interrompue avec la crise mais le monde est aujourd'hui beaucoup plus intégré financièrement qu'il ne l'était il y a 30 ans²⁹.

²⁸ Le ratio est calculé comme la somme des engagements en dollars (en termes nominaux) rapportée à la somme du PIB nominal en dollars pour les pays disponibles.

²⁹ Cf. Lane (P. R.) et Milesi-Ferretti (G.), « *International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis* », *IMF Working Paper* n° 17/115, mai 2017.

D'après la littérature, l'accroissement de l'intégration financière a entraîné l'apparition d'un « cycle financier mondial », fortement influencé par la politique monétaire américaine. Même si l'intégration financière est censée favoriser le partage des risques au niveau international, les économistes se sont demandé si cette intégration pourrait provoquer, dans le même temps, une transmission plus rapide et plus uniforme des chocs entre plusieurs économies, conduisant à l'apparition d'un cycle financier mondial. Rey (2015) propose une définition opérationnelle de ce concept : « les cycles financiers mondiaux sont associés à des périodes de hausse et de repli des flux de capitaux, à des épisodes d'envolée et d'effondrement des prix d'actifs et à des crises » et sont « caractérisés par d'importantes variations communes des prix d'actifs, des flux bruts et du levier d'endettement ». En particulier, des modifications des conditions de la politique monétaire dans l'économie centrale, à savoir les États-Unis, et de l'aversion au risque au niveau mondial, par exemple durant la crise financière mondiale, détermineraient le cycle financier mondial, déclenchant des fluctuations des flux de capitaux et des prix d'actifs à travers le monde ³⁰.

Un tel cycle financier mondial, s'il existe, limiterait les avantages potentiels de l'intégration financière. Une corrélation plus forte des prix d'actifs au niveau international réduirait considérablement la capacité des agents économiques à se diversifier pour éviter les chocs spécifiques, c'est-à-dire ceux propres à un pays, comme une récession intérieure, par le biais de l'acquisition d'actifs étrangers ³¹.

L'existence d'un cycle financier mondial aurait également des conséquences pour les décideurs et pour le choix d'un régime de change. D'après le « trilemme » classique de la politique monétaire, si le compte de capital est ouvert, il est impossible de conduire une politique monétaire indépendante, c'est-à-dire de fixer le taux directeur de façon autonome par rapport à celui de l'économie prépondérante, par exemple les États-Unis, et d'avoir, en même temps, une cible de taux de change. Dans ce cas (*hypothèse du trilemme*), le choix du régime de change a de l'importance, dans la mesure où un taux de change flottant permettrait la mise en œuvre d'une politique monétaire indépendante. Un cycle financier mondial transformerait ce trilemme en dilemme pour les décideurs, ne leur laissant que deux options possibles : (a) maintenir le compte de capital fermé, en gardant le contrôle des conditions financières domestiques, ou (b) ouvrir le compte de capital, en renonçant au contrôle de ces conditions. Une fois le compte de capital ouvert, un cycle mondial « donnerait le ton » des conditions financières domestiques – c'est-à-dire les taux d'intérêt que les emprunteurs finaux tels que les sociétés non financières et les ménages paient

³⁰ Rey (H.), « *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence* », *NBER Working Paper* n° 21162, mai 2015, page 2. Les éléments étayant l'existence et l'importance économique d'un cycle financier mondial ont été remis en cause par une étude récente de Cerutti (E.), Claessens (S.) et Rose (A. K.), « *How Important is the Global Financial Cycle? Evidence from Capital Flows* », *IMF Working Paper* n° 17/193, septembre 2017.

³¹ Le partage des risques, c'est-à-dire la capacité des agents économiques à assurer leurs flux de consommation contre des chocs spécifiques peut s'effectuer par le « canal des marchés de capitaux » (par exemple, les revenus des actifs financiers détenus à l'étranger), par le « canal budgétaire » (par exemple, les transferts transfrontières entre administrations publiques) et par le « canal du crédit » (emprunts contractés à l'étranger par des particuliers et des administrations publiques, que ce soit sur les marchés du crédit ou *via* des mécanismes d'assurance supranationaux comme le Mécanisme européen de stabilité). Dans la zone euro, le partage des risques s'effectue essentiellement par le canal des marchés de capitaux. Pour une analyse, cf. l'article intitulé « *Le partage des risques dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2018.

effectivement – indépendamment de la capacité de la banque centrale nationale à fixer le taux directeur de manière autonome et du régime de change en vigueur. Dans ce second cas (*hypothèse du dilemme*), le choix du régime de change n'a pratiquement aucune incidence.

Cet article présente une vue d'ensemble du débat relatif au cycle financier mondial et offre un nouveau regard sur les éléments démontrant l'existence de ce cycle. Il se concentre en particulier sur l'importance relative du risque mondial et de la politique monétaire américaine pour le cycle financier mondial. En outre, il aborde également les implications de ce cycle pour les décideurs lors de l'adoption d'un régime de change. L'analyse empirique est fondée sur un ensemble de données recouvrant les flux de capitaux – en particulier les entrées brutes de capitaux pour quatre grandes catégories : les investissements directs, les investissements de portefeuille en actions, les investissements de portefeuille en titres de créance et les autres investissements (tels que les prêts bancaires, les dépôts et les crédits commerciaux). Cet ensemble de données est issu de la base de données sur les statistiques de balance des paiements du Fonds monétaire international. Il inclut également les prix des actifs risqués – rendements boursiers provenant de Global Financial Data – pour un échantillon de 50 économies depuis 1990 (données trimestrielles)³². L'article étudie la relation entre ces variables et celles qui ont été régulièrement identifiées dans la littérature comme étant les principaux déterminants du cycle financier mondial : l'aversion pour le risque au niveau mondial et la politique monétaire américaine. Enfin, il décrit les implications pour l'économie mondiale et pour la zone euro.

2 Existe-t-il un cycle financier mondial ? Réexamen des éléments probants

L'existence d'un cycle financier mondial repose sur la validité de deux hypothèses distinctes : l'une concernant la corrélation des flux de capitaux et des prix d'actifs et l'autre portant sur les déterminants de cette corrélation.

Premièrement, les entrées brutes de capitaux, l'effet de levier du secteur bancaire, le crédit et les prix des actifs risqués partagent un profil d'évolution commun au cours

³² L'échantillon inclut l'Argentine, l'Australie, l'Autriche, le Brésil, la Bulgarie, le Canada, le Chili, la Chine, la Colombie, le Costa Rica, la Croatie, la République tchèque, le Danemark, l'Estonie, la Finlande, la France, l'Allemagne, la Grèce, la Hongrie, l'Inde, l'Indonésie, Israël, l'Italie, le Japon, la Lettonie, la Lituanie, la Malaisie, le Mexique, la Nouvelle-Zélande, la Norvège, le Pakistan, le Pérou, les Philippines, la Pologne, le Portugal, la Corée du Sud (République de), la Roumanie, la Fédération de Russie, l'Arabie Saoudite, la Slovaquie, la Slovénie, l'Afrique du Sud, l'Espagne, la Suède, la Suisse, la Thaïlande, la Turquie, le Royaume-Uni, les États-Unis et l'Uruguay. Comme dans d'autres études, l'analyse se concentre sur les « entrées brutes » (c'est-à-dire les achats nets et les cessions nettes d'actifs domestiques par les résidents étrangers), qui sont essentielles pour évaluer la stabilité financière et les conditions du crédit à l'échelle mondiale. Les « flux nets », qui reflètent globalement les soldes des transactions courantes sont plus pertinents pour évaluer la soutenabilité des positions extérieures nettes. En ce qui concerne les prix des actifs risqués, l'accent est mis sur les rendements boursiers, dans la mesure où il est difficile d'obtenir d'autres mesures, telles que les prix des obligations d'entreprises ou les taux hypothécaires, pour un large panel de pays incluant les économies émergentes depuis les années 1990.

des trois dernières décennies³³. Deuxièmement, ce profil d'évolution est inversement lié aux mesures de l'aversion au risque au niveau mondial et il est déterminé par la politique monétaire américaine. Cette section a pour objectif de réexaminer les éléments étayant la première partie de l'analyse, la corrélation des flux de capitaux et des prix d'actifs ; la section suivante apportera des précisions sur les éléments se rapportant aux déterminants sous-jacents de cette corrélation.

2.1 La corrélation des flux de capitaux et des prix d'actifs

Les flux de capitaux et, en particulier, les prix d'actifs partagent, dans une certaine mesure, un profil d'évolution commun entre les différents pays. Le tableau 1 présente les corrélations bilatérales moyennes entre les 50 économies pour l'échantillon complet et, séparément, pour les économies avancées et les économies émergentes. Pour chaque catégorie de flux de capitaux ou de prix d'actifs, tous les coefficients de corrélation bilatéraux possibles entre chaque couple de pays sont calculés sur la période 1990-2017, puis une moyenne est effectuée, donnant ainsi une mesure simple et intuitive de la corrélation. Toutes les corrélations présentées dans le tableau 1 sont positives, confirmant l'existence d'un profil d'évolution commun pour les flux de capitaux et les prix d'actifs.

L'intégration financière entraîne une corrélation plus forte des prix d'actifs par rapport aux flux de capitaux. Le tableau 1 montre que le degré de synchronicité des prix d'actifs est nettement plus élevé que celui des flux de capitaux. Dans le cadre de l'intégration financière, l'arbitrage international exerce une forte pression en faveur de l'égalisation des primes de financement externe³⁴, même avec une exposition limitée aux actifs étrangers et un biais domestique important³⁵.

La corrélation des flux de capitaux entre les différents pays est positive, sans être particulièrement élevée. Parmi les différents types de flux de capitaux, les « autres » flux (prêts bancaires et crédits commerciaux) affichent la corrélation la plus élevée (10 %), en particulier au sein du groupe des économies avancées (17 %). Dans une large mesure, c'est la manifestation de ce que Bruno et Shin (2015) définissent comme la transmission du « cycle international de l'effet de levier des banques » (c'est-à-dire la tendance des systèmes bancaires à augmenter la taille des bilans lorsque la conjoncture est favorable) et du repli des flux de capitaux – en

³³ Cf. Passari (E.) et Rey (H.), « *Financial Flows and the International Monetary System* », *Economic Journal*, vol. 125, n° 584, mai 2015, p. 675-698. En outre, Jordà (O.), Schularick (M.), Taylor (A. M.) et Ward (F.) montrent que la synchronisation du crédit, des prix de l'immobilier résidentiel et des prix des actions entre les différents pays a augmenté au-delà de l'intégration réelle du secteur financier entre les économies avancées sélectionnées au cours des 150 dernières années. Toutefois, au cours des trois dernières décennies, c'est la corrélation des marchés boursiers qui apparaît particulièrement élevée (« *Global Financial Cycles and Risk Premiums* », *NBER Working Paper* n° 24677, juin 2018).

³⁴ Il s'agit de la différence entre le coût pour un emprunteur d'une levée de fonds externes et le coût d'opportunité du financement interne.

³⁵ Dedola (L.) et Lombardo (G.), « *Financial frictions, financial integration and the international propagation of shocks* », *Economic Policy*, vol. 27, Issue 70, avril 2012, p. 319-359.

particulier les flux bancaires transfrontières sensibles au risque – à la suite de la crise financière ³⁶.

La corrélation des flux de capitaux et des prix des actifs risqués s'est accentuée sur la période qui a précédé la crise financière mondiale, atteignant un pic durant la crise ³⁷. Le tableau 2 présente la moyenne des corrélations bilatérales trimestrielles sur différentes périodes. La période correspondant à la crise financière mondiale (2007-2009) a notamment été isolée, car on sait qu'une volatilité élevée a tendance à faire augmenter la corrélation estimée entre deux séries, même si l'interaction structurelle sous-jacente entre ces deux séries n'a pas changé ³⁸. À l'exception des investissements directs étrangers, la synchronisation des flux de capitaux et des prix des actifs est plus élevée sur la période qui a précédé la crise financière mondiale dans les années 2000 que dans les années 1990. Sans surprise, le degré mesuré de synchronisation a atteint son pic durant la crise financière mondiale entre 2007 et 2009, quand les flux de capitaux transfrontières et les cours boursiers se sont effondrés.

Tableau 1

Corrélation des flux de capitaux et des prix des actifs depuis les années 1990

Moyennes (non pondérées) des corrélations bilatérales des flux de capitaux des pays et des prix des actifs : 1990-2017

(pourcentages, données trimestrielles)

	Flux de capitaux				Prix des actifs
	Investissements directs étrangers	Investissements de portefeuille, actions	Investissements de portefeuille, titres de créance	Autres investissements	Rendements boursiers
Ensemble de l'échantillon	9,5	6,1	5,9	10,2	40,3
Économies avancées	8,0	5,7	10,4	17,7	54,5
Économies émergentes	11,1	6,5	7,0	10,1	35,5

Sources : Statistiques de balance des paiements du FMI, Global Financial Data et calculs de la BCE.

³⁶ Cf. Bruno (V.) et Shin (H. S.), « *Cross-Border Banking and Global Liquidity* », *Review of Economic Studies*, vol. 82, n° 2, 2015, p. 535-564. Pour une analyse de l'impact hétérogène de la crise financière mondiale sur les flux de capitaux transfrontières, cf. Milesi-Ferretti (G.-M.) et Tille (C.), « *The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis* », *Economic Policy*, vol. 26, Issue 66, avril 2011, p. 289-346.

³⁷ En raison de la disponibilité limitée des données, nous ne prenons pas en compte les prix des obligations risquées mais seulement les prix des actions.

³⁸ Pour une analyse, cf. Forbes (K.), « *Global economic tsunamis: Coincidence, common shocks or contagion?* », discours prononcé à l'Imperial College, Londres, 22 septembre 2016, disponible sur le site internet de la Bank of England. Cf. également Forbes (K.) et Rigobon (R.), « *No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Co-movements* », *Journal of Finance*, vol. 57(5), octobre 2002, p. 2223-2261.

Tableau 2

Corrélation des flux de capitaux et des prix des actifs pour différents sous-échantillons

Moyennes des corrélations bilatérales des flux de capitaux des pays et des prix des actifs : sous-échantillons

(pourcentages, données trimestrielles)

	Flux de capitaux				Prix des actifs
	Investissements directs étrangers	Investissements de portefeuille, actions	Investissements de portefeuille, titres de créance	Autres investissements	Rendements boursiers
Ensemble de l'échantillon					
1990-1999	12,3	5,6	4,8	3,1	26,6
2000-2006	6,7	6,0	6,4	7,2	38,0
2007-2009	18,4	12,5	14,8	23,4	78,2
2010-2017	0,3	5,7	5,3	5,2	34,5
Économies avancées					
1990-1999	15,8	6,7	5,1	9,9	43,8
2000-2006	5,7	5,5	9,4	13,6	57,6
2007-2009	14,7	7,0	16,0	28,9	83,1
2010-2017	0,9	6,5	6,0	12,7	48,3
Économies émergentes					
1990-1999	9,6	7,3	7,1	6,5	22,9
2000-2006	8,5	6,1	4,9	9,9	27,3
2007-2009	20,6	15,9	16,4	20,9	72,8
2010-2017	0,5	6,7	4,9	2,6	27,5

Sources : Statistiques de balance des paiements du FMI, Global Financial Data et calculs de la BCE.

La période la plus récente est caractérisée par une diminution de la synchronisation des flux de capitaux et des prix des actifs. Après la crise financière mondiale, entre 2010 et 2017, la synchronisation des flux de capitaux et des prix d'actifs a diminué, revenant généralement à un niveau légèrement inférieur à celui des années 2000 mais plus élevé que dans les années 1990 (tableau 2, première partie)³⁹. La situation n'est pas très différente quand on fait une distinction entre économies avancées et économies émergentes. En particulier, la diminution de la corrélation des flux de capitaux après la crise financière mondiale est plus marquée parmi les économies émergentes que pour les économies avancées (tableau 2, deuxième et troisième parties).

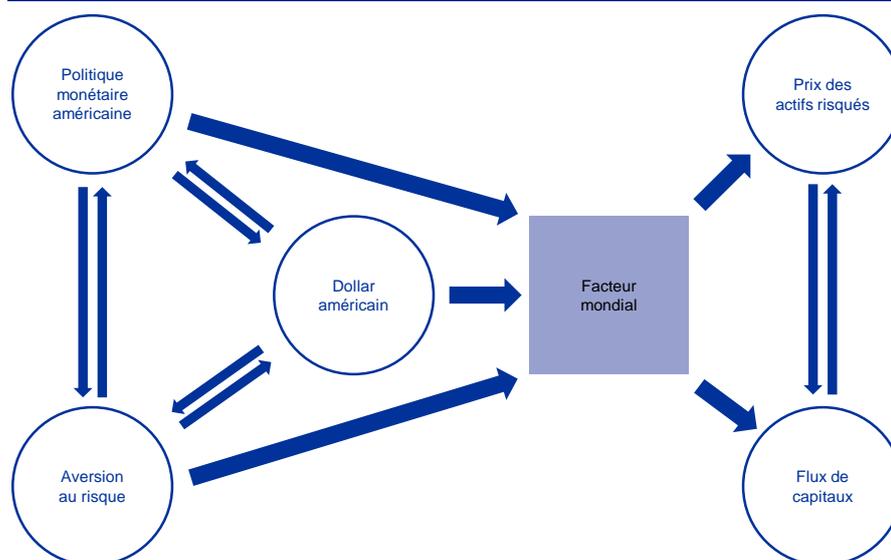
Globalement, des éléments solides attestent d'un cycle commun pour les prix des actifs risqués et certaines données viennent appuyer l'existence d'un profil d'évolution commun pour les flux de capitaux à travers le monde. La phase d'expansion et de récession avant la crise financière mondiale a tendance à amplifier les éléments en faveur de l'existence d'un cycle financier mondial. Point important, au cours de la période qui a précédé la crise financière mondiale, un cycle mondial se manifeste particulièrement clairement dans le cas des flux bancaires entre économies avancées.

³⁹ Les investissements directs constituent une exception et suivent un cycle différent des autres catégories d'actifs.

3 Le cycle financier mondial : déterminants et canaux de transmission

La littérature économique a mis en évidence deux déterminants potentiels principaux du cycle financier mondial : la politique monétaire américaine et l'aversion au risque au niveau mondial. La figure 1 illustre de manière stylisée la complexité du mécanisme et les canaux de transmission du cycle financier mondial. Par exemple, l'orientation de la politique monétaire américaine peut affecter l'attitude à l'égard du risque au niveau mondial, mais la causalité peut s'exercer en sens inverse. Un resserrement « inattendu » qui surprend les marchés est normalement associé à une augmentation de l'aversion au risque, à une baisse du prix des actifs risqués et à une augmentation des primes de financement externe au-delà des frontières des États-Unis. Dans le même temps, les chocs sur l'aversion au risque – c'est-à-dire ceux engendrés par la crise financière mondiale ou par des événements géopolitiques majeurs tels que des guerres ou des attentats – pourraient entraîner des modifications de l'orientation de la politique monétaire afin de contrer les effets négatifs de ces chocs sur l'économie.

Figure 1
Canaux de transmission du cycle financier mondial



Source : BCE.

Un facteur mondial déterminant la corrélation des prix des actifs risqués est étroitement lié à l'aversion au risque au niveau mondial, qui a été identifiée comme étant l'un des principaux moteurs du cycle financier mondial. Comme montré dans la section précédente et largement étayé par une littérature de plus en plus abondante, les rendements des actifs risqués partagent une composante commune qui détermine une part non négligeable de leurs fluctuations. D'après Miranda-Agrippino et Rey (2018), par exemple, ce facteur mondial expliquerait jusqu'à un quart de la variance d'un large éventail de rendements risqués⁴⁰. Ce facteur

⁴⁰ Miranda-Agrippino (S.) et Rey (H.), « *US Monetary Policy and the Global Financial Cycle* », NBER Working Paper n° 21722, février 2018.

reflèterait l'appétence pour le risque des investisseurs internationaux et serait par conséquent négativement lié au degré d'aversion au risque du marché.

Un second déterminant important du cycle financier mondial identifié dans la littérature est le rôle de la politique monétaire américaine, qui oriente les prix des actifs au niveau tant domestique qu'international. Les répercussions de la politique monétaire américaine ont fait l'objet d'une attention particulière dans la littérature, en raison du rôle central joué par le dollar sur les marchés financiers mondiaux. En effet, 60 % environ des titres de créance internationaux émis dans le monde et pratiquement la même proportion de prêts transfrontières mondiaux sont libellés en dollars ⁴¹. Dans ce contexte, une attention particulière a été accordée au rôle des *banques d'envergure mondiale*, des intermédiaires importants fortement présents dans l'activité de prêt transfrontière, qui amplifient les dimensions internationales de la politique monétaire américaine. En effet, la politique monétaire, en faisant évoluer la valeur des actifs dans les bilans de ces banques modifie à la fois leur levier d'endettement et leur propension à prendre des risques. Par exemple, une politique monétaire expansionniste doperait les prix des actifs, renforcerait les fonds propres des banques et les inciterait à accroître leurs bilans, non seulement au niveau domestique mais également par le biais de prêts internationaux. Dans le même temps, la baisse des taux d'intérêt comprime les rendements des actifs sûrs, incitant les banques à rechercher des rendements plus élevés en prenant davantage de risques ⁴².

Étant donné son importance sur les marchés internationaux, le dollar joue également un rôle de catalyseur, renforçant les canaux de transmission de la politique monétaire américaine aux flux transfrontières. Par exemple, un resserrement de la politique monétaire américaine sera associé à une augmentation de la valeur du dollar. L'appréciation du dollar entraînera à son tour une détérioration du bilan et du risque de crédit perçu pour les emprunteurs non américains ayant des engagements en dollars, déclenchant un nouveau repli transfrontière à l'échelle mondiale. Un assouplissement de la politique monétaire aura l'effet inverse ⁴³.

3.1 L'aversion au risque au niveau mondial et le cycle financier mondial

La première étape de l'analyse se concentre sur la relation entre les flux de capitaux et l'aversion au risque au niveau mondial. La littérature utilise souvent l'indice VIX, une mesure de la volatilité implicite du marché boursier américain,

⁴¹ Cf. « *The international role of the euro* », BCE, juin 2018.

⁴² Cf. Bruno (V.) et Shin (H. S.), « *Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 71, 2015, p. 119-113, Cesa-Bianchi (A.), Ferrero (A.) et Rebucci (A.), « *International credit supply shocks* », *Journal of International Economics*, vol. 112(C), 2018, p. 219-237, et Rey (H.), « *International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma* », *IMF Economic Review*, vol. 64, n° 1, 2016.

⁴³ Cf. Bruno (V.) et Shin (H. S.) (2015), *ibid.*

comme approximation de l'aversion au risque au niveau mondial⁴⁴. D'autres mesures visant à mettre en évidence des tendances plus « mondiales » ont également été proposées. Par exemple, Miranda-Agrippino et Rey constatent que la composante commune d'un large éventail de rendements des actifs risqués négociés sur les principaux marchés mondiaux (a) est corrélée au VIX et au *spread* entre les obligations notées Baa et Aaa aux États-Unis et (b) est fortement corrélée avec les mesures de la volatilité implicite des prix des actions en Europe (VSTOXX et VFTSE). Par conséquent, au lieu de s'appuyer uniquement sur le VIX, cette analyse utilise également un Facteur mondial des marchés boursiers (*Global Stock Market Factor*), élaboré à partir des rendements des actions pour 63 pays (cf. encadré 2 pour plus de détails sur la méthodologie). Les deux indicateurs, le VIX et le Facteur mondial des marchés boursiers devraient rendre compte de l'incertitude sur le futur – telle que mesurée par la volatilité réalisée des marchés – et du degré d'aversion au risque des marchés⁴⁵. Par rapport au VIX, le Facteur mondial des marchés boursiers devrait mieux retracer les évolutions au niveau mondial.

Les flux de capitaux ont fortement augmenté au début du nouveau millénaire, le VIX et les facteurs mondiaux ayant diminué puis s'étant effondrés au cours de la crise financière mondiale en 2008-2009, dans le sillage de la montée de l'aversion au risque. Le graphique 1a présente l'évolution des flux de capitaux, de manière agrégée pour l'ensemble des quatre catégories et, séparément, pour les économies avancées et pour les économies émergentes, par rapport au VIX (échelle inversée). Le graphique 1b présente les flux de capitaux agrégés par rapport au Facteur mondial des marchés boursiers (échelle inversée). Dans les deux graphiques, la corrélation entre les flux de capitaux et les approximations de l'aversion au risque sur la période qui a précédé la crise financière mondiale et immédiatement après est particulièrement évidente. Point important, il convient de noter qu'entre le début des années 2000 et 2009, les flux de capitaux affichent une tendance haussière dans les économies avancées et (dans une moindre mesure) dans les économies émergentes. Le processus d'intégration financière est véritablement mondial.

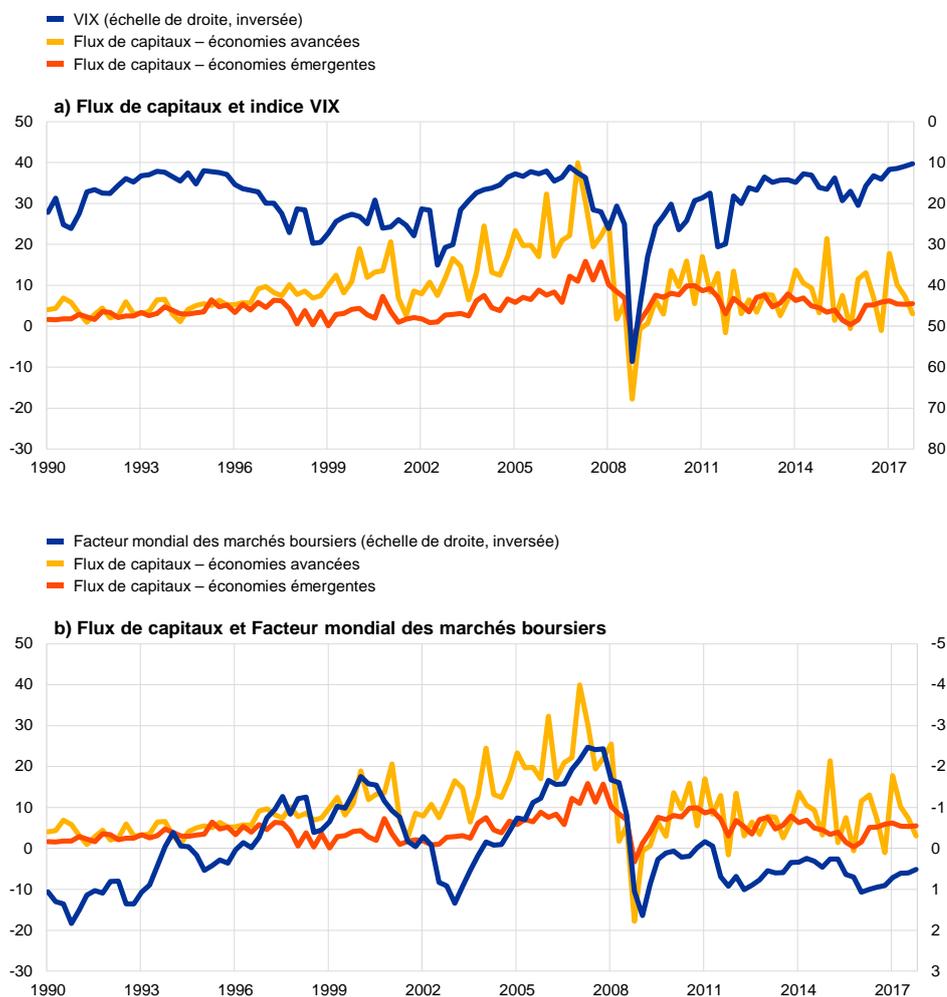
⁴⁴ Cf. par exemple Habib (M. M.) et Stracca (L.) (2012) pour une application aux devises (« *Getting beyond carry trade: What makes a safe haven currency?* », *Journal of International Economics*, vol. 87, Issue 1, mai 2012, p. 50-64). Le choix du VIX peut se justifier pour trois raisons. Premièrement, la volatilité implicite est fortement corrélée entre les différents pays de sorte que même les variables spécifiques à un pays retracent, pour l'essentiel, les tendances mondiales. Deuxièmement, le marché boursier américain joue un rôle central dans les marchés financiers internationaux en raison de l'importance du dollar. Troisièmement, le VIX est disponible sur une longue période.

⁴⁵ Pour une analyse, cf. Bekaert (G.), Hoerova (M.) et Lo Duca (M.), « *Risk, uncertainty and monetary policy* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, n° 7, 2013, p. 771-788.

Graphique 1

Flux de capitaux, indice VIX et Facteur mondial des marchés boursiers depuis 1990

(données trimestrielles, flux de capitaux en pourcentage du PIB)



Sources : FMI, Datastream et calculs de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2017. Les flux de capitaux sont présentés en part du PIB du groupe de pays, soit les flux de capitaux vers les économies avancées divisés par la somme des PIB de ces économies, et pareillement pour les économies émergentes. Le Facteur mondial des marchés boursiers est élaboré à partir des rendements des actions pour 63 pays (cf. encadré 2 pour plus de détails sur la méthodologie).

En dehors de la période de la crise, la relation entre les flux de capitaux et le risque mondial est plus faible que lors de la première décennie des années 2000, en particulier lorsque l'indice VIX est utilisé comme mesure du risque. Les graphiques 1a et 1b font tous deux ressortir un profil d'évolution moins marqué de la corrélation des flux de capitaux et des deux approximations du risque mondial dans les années 1990 et depuis 2010, lorsque les grandes banques centrales ont introduit des mesures d'assouplissement quantitatif qui ont contribué à une diminution de la volatilité des marchés. Cela est confirmé par la corrélation de ces séries sur l'ensemble de l'échantillon et sur trois décennies différentes, comme présenté dans le tableau 3.

Tableau 3

Corrélation entre les flux de capitaux et le risque mondial depuis les années 1990

Matrices de corrélation : sous-échantillons

(données trimestrielles)

	Flux de capitaux – économies avancées	Flux de capitaux – économies émergentes	VIX	Facteur mondial des marchés boursiers	Taux directeur américain	Appréciation nominale du dollar
1990-2017						
Flux de capitaux – économies avancées	1,00					
Flux de capitaux – économies émergentes	0,59*	1,00				
VIX	-0,27*	-0,34*	1,00			
Facteur mondial des marchés boursiers	-0,61*	-0,51*	0,09	1,00		
Taux directeur américain	0,11	-0,15	0,02	-0,35*	1,00	
Appréciation nominale du dollar	-0,38*	-0,46*	0,18	0,15	0,06	1,00
1990-1999						
Flux de capitaux – économies avancées	1,00					
Flux de capitaux – économies émergentes	0,18	1,00				
VIX	0,53*	-0,33*	1,00			
Facteur mondial des marchés boursiers	-0,70*	-0,32*	-0,32*	1,00		
Taux directeur américain	0,14	-0,12	0,45*	0,14	1,00	
Appréciation nominale du dollar	-0,17	-0,13	-0,15	-0,07	-0,15	1,00
2000-2009						
Flux de capitaux – économies avancées	1,00					
Flux de capitaux – économies émergentes	0,66*	1,00				
VIX	-0,73*	-0,57*	1,00			
Facteur mondial des marchés boursiers	-0,64*	-0,71*	0,58*	1,00		
Taux directeur américain	0,54*	0,36*	-0,36*	-0,81*	1,00	
Appréciation nominale du dollar	-0,43*	-0,49*	0,50*	0,12	0,12	1,00
2010-2017						
Flux de capitaux – économies avancées	1,00					
Flux de capitaux – économies émergentes	0,31	1,00				
VIX	0,06	0,09	1,00			
Facteur mondial des marchés boursiers	-0,33	-0,60*	-0,01	1,00		
Taux directeur américain	-0,03	-0,09	-0,1	0,34	1,00	
Appréciation nominale du dollar	-0,12	-0,56*	0,21	0,25	-0,27	1,00

Sources : FMI, Datastream et calculs de la BCE.

Notes : Flux de capitaux au titre des engagements en pourcentage du PIB. Le taux directeur américain fait référence au taux effectif des fonds fédéraux intégrant le taux fantôme Wu-Xia. L'appréciation nominale du dollar est calculée comme la variation logarithmique du taux de change effectif nominal (TCEN). * L'astérisque indique une signification statistique au niveau de 5 %.

La corrélation du Facteur mondial des marchés boursiers avec les flux de capitaux mondiaux vers les économies avancées (- 0.61) ou les économies émergentes (- 0,51) est beaucoup plus étroite et plus stable que celle de l'indice VIX (- 0,3 environ). En particulier, la relation négative entre le VIX et les flux de capitaux mondiaux n'est pas présente depuis 2010.

Une analyse économétrique formelle confirme que le Facteur mondial des marchés boursiers entretient une relation étroite avec les flux de capitaux pour différentes catégories d'actifs. La relation entre les flux de capitaux, les rendements des marchés boursiers et plusieurs mesures différentes du risque mondial est étudiée de manière empirique dans un cadre de panel incluant des variables prenant en compte l'influence des facteurs (« d'attraction ») domestiques pour les flux de capitaux. Les résultats confirment qu'un cycle financier mondial des flux de capitaux est étroitement lié aux mesures du risque sur les marchés boursiers mondiaux (cf. encadré1).

Comme évoqué dans l'introduction, le cycle financier mondial pourrait limiter la capacité des décideurs à isoler les conditions financières domestiques. Même en adoptant un régime de change flexible – qui permet une certaine indépendance dans la fixation des taux directeurs d'après les données existantes ⁴⁶ – un choc de risque mondial se transmettrait aux flux de capitaux et aux prix des actifs risqués à travers le globe, quel que soit le régime de change en vigueur (*hypothèse du dilemme*).

Les données économétriques corroborent en partie l'existence d'un dilemme dans la transmission du risque mondial aux flux de capitaux et aux marchés boursiers (cf. encadré 1). De fait, l'analyse montre que le risque mondial affecte les flux de capitaux dans les économies qui ont libéralisé le compte de capital, comme prévu par la théorie. À première vue, le régime de change ne semble pas avoir d'importance pour la transmission du risque mondial. L'absence d'influence du régime de change est cohérente avec l'existence d'un dilemme, et non d'un trilemme, en présence d'un cycle financier mondial. Toutefois, si on limite l'échantillon aux économies qui ont libéralisé le compte de capital, il apparaît qu'un régime de change rigide favorise une transmission plus forte du risque mondial aux marchés boursiers, confortant la vision traditionnelle du trilemme dans les économies internationales, où les taux de change flottants offrent une certaine liberté pour faire face à des chocs externes.

⁴⁶ Cf. Obstfeld (M.), Shambaugh (J.) et Taylor (A.), « *The trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility* », *Review of Economics and Statistics*, vol. 87(3), 2005, p. 423-438.

Encadré 1

La transmission des facteurs mondiaux de risque et le trilemme de la politique économique

Maurizio Michael Habib

La transmission du risque mondial aux flux de capitaux et aux prix des actions est étudiée dans une régression simple sur données de panel pour un échantillon de 50 économies.

Le modèle est le suivant :

$$Y_{it} = a_i + bX_t + c\bar{Z}_{it} + e_{it}$$

où Y_{it} , la variable dépendante, est soit l'une des quatre catégories principales de flux de capitaux (investissements directs, investissements de portefeuille en actions, investissements de portefeuille en titres de créance ou autres flux), soit les rendements boursiers dans le pays i au moment (trimestre) t . Le coefficient a_i rend compte des effets fixes spécifiques aux pays qui ne varient pas au fil du temps ; Z_t est un vecteur des variables de contrôle domestique susceptibles d'affecter les flux de capitaux et les rendements, notamment l'inflation domestique et le PIB en volume ; et, enfin, X_t est une approximation du risque mondial et e_{it} est un terme d'erreur⁴⁷. Alternativement, deux approximations différentes du risque ont été incluses : le VIX et le Facteur mondial des marchés boursiers.

Le tableau A présente les résultats de ces régressions pour deux modèles différents, l'un comprenant le VIX (modèle 1) et l'autre utilisant le Facteur mondial des marchés boursiers (modèle 2). Les coefficients des variables de contrôle sont omis pour des raisons de place. Comme prévu, la plupart des coefficients sont négatifs, ce qui laisse penser que lorsque le risque mondial augmente, les flux de capitaux transfrontières et les prix des actifs risqués diminuent dans le monde. Si l'on observe de plus près différents types de flux de capitaux, il apparaît que les investissements directs sont moins sensibles au risque mondial, puisque la décision d'investir à l'étranger se base sur des anticipations de rentabilité à long terme. Parmi les différentes approximations du risque, le Facteur mondial des marchés boursiers est l'indicateur le plus étroitement relié aux flux de capitaux et aux prix des actions, le coefficient étant statistiquement significatif pour tous les types de flux et la régression présentant la meilleure qualité d'ajustement⁴⁸. Cependant, la capacité du modèle à rendre compte de la volatilité des flux de capitaux (particulièrement élevée à la fréquence trimestrielle) est très limitée, comme le montre le R2 indiqué. En revanche, pour les rendements boursiers, la variation du Facteur mondial des marchés boursiers présente une bonne qualité d'ajustement et explique un tiers de la variation de ces rendements. Dans l'ensemble, ce modèle simple confirme qu'un cycle financier mondial des flux de capitaux et des prix des actifs est associé de façon négative au risque mondial.

⁴⁷ Le modèle est estimé avec un estimateur Driscoll-Kraay tenant compte de la dépendance transversale et temporelle des résidus. Les résultats sont robustes à l'inclusion de différents délais de la variable dépendante.

⁴⁸ Afin d'être cohérent avec son mode de construction, le Facteur mondial des marchés boursiers est pris en compte dans l'équation en différences premières pour les rendements boursiers.

Tableau A

Variable dépendante	Investissements directs à l'étranger	Investissements de portefeuille en actions	Investissements de portefeuille en titres de créance	Autres investissements	Rendements boursiers
Modèle 1					
VIX	0,007	- 0,004**	- 0,012**	- 0,017	- 0,006**
R ²	0,009	0,007	0,006	0,01	0,15
Modèle 2					
Facteur mondial des marchés boursiers	- 0,246***	- 0,045**	- 0,146***	- 0,398***	- 0,203**
R ²	0,034	0,011	0,013	0,029	0,332
Observations	5 032	4 731	4 815	4 996	5 040
Pays	50	48	49	50	50

Sources : FMI, Datastream et calculs de la BCE.

Notes : Pour les rendements boursiers, dans le modèle 2, le Facteur mondial des marchés boursiers est pris en différences premières. Les astérisques ***, ** et * indiquent la signification statistique aux niveaux de 1 %, 5 % et 10 %, respectivement.

Une extension du modèle permet d'envisager un angle intéressant sur le plan de la politique économique : le rôle de l'ouverture du compte de capital et du régime de taux de change dans la transmission du risque aux flux de capitaux et aux prix des actifs risqués. Selon le nouveau « dilemme » de la finance internationale, dès lors que le compte de capital est ouvert, le flottement du taux de change ne peut isoler l'économie domestique de la transmission des chocs déterminant le cycle financier mondial, tels que les chocs d'aversion au risque. Afin de tester cette hypothèse, le modèle est augmenté de deux variables muettes distinguant, d'une part, les pays ayant un niveau d'ouverture du compte de capital supérieur à la moyenne (Ouverts) de ceux qui sont plus fermés et, d'autre part, les pays ayant un régime de taux de change fixe (Fixes) de ceux ayant un régime de flottement ⁴⁹. Ces variables muettes sont mises en interaction avec le facteur mondial de risque afin de vérifier si la transmission des chocs de risque est plus forte dans les pays ayant un taux de change fixe (*hypothèse du trilemme*) ou non (*dilemme*). Le Facteur mondial des marchés boursiers a été sélectionné parmi les facteurs de risque, car il a obtenu de meilleurs résultats que le VIX dans la première phase de l'analyse.

⁴⁹ L'ouverture du compte de capital est mesurée en utilisant l'indice *de jure* développé par Chinn (M. D.) et Ito (H.), « *What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions* », *Journal of Development Economics*, vol. 81, n° 1, octobre 2006, p. 163-192. Le classement du régime de taux de change se fonde sur Ilzetzki (E.), Reinhart (C. M.) et Rogoff (K. S.), « *Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?* », *NBER Working Paper* n° 23134, février 2017.

Tableau B

La transmission du risque mondial : le rôle de la libéralisation du compte de capital et le rôle du régime de taux de change

Variable dépendante	Investissements directs à l'étranger	Investissements de portefeuille en actions	Investissements de portefeuille en titres de créance	Autres investissements	Rendements boursiers
Échantillon complet : le rôle de la libéralisation du compte de capital					
Facteur mondial des marchés boursiers	-0,113***	-0,055***	-0,035	-0,014	-0,216***
Facteur mondial des marchés boursiers* Ouverts	-0,200***	0,014	-0,166**	-0,593***	0,020
Observations	4 976	4 692	4 772	4 940	4 969
Pays	50	48	49	50	50
R ²	0,038	0,012	0,019	0,041	0,337
Échantillon complet : le rôle du régime de taux de change					
Facteur mondial des marchés boursiers	-0,194***	-0,042*	-0,115***	-0,360***	-0,199***
Facteur mondial des marchés boursiers* Fixes	-0,103*	-0,008	-0,062	-0,075	-0,007
Observations	5 032	4 731	4 815	4 996	5 007
Pays	50	48	49	50	50
R ²	0,036	0,012	0,014	0,029	0,333
Économies ayant un niveau de libéralisation du compte de capital supérieur à la moyenne : le rôle du régime de taux de change					
Facteur mondial des marchés boursiers	-0,230***	-0,029	-0,173***	-0,568***	-0,177***
Facteur mondial des marchés boursiers* Fixes	-0,147*	-0,018	-0,054	-0,039	-0,033***
Observations	3 228	3 048	3 148	3 228	3 206
Pays	43	40	42	43	43
R ²	0,037	0,001	0,019	0,046	0,395

Sources : FMI, Datastream et calculs de la BCE.

Notes : Pour les rendements boursiers, le Facteur mondial des marchés boursiers est pris en différences premières. Les astérisques ***, ** et * indiquent la signification statistique aux niveaux de 1 %, 5 % et 10 %, respectivement.

Le tableau B résume les résultats, en se concentrant sur le facteur mondial de risque et son interaction avec les variables muettes et en omettant d'autres contrôles. Un coefficient négatif pour le terme d'interaction du risque mondial avec une caractéristique spécifique (par exemple, Ouverts ou Fixes) suggère que les pays possédant cette caractéristique sont plus affectés par le risque mondial. Premièrement, comme prévu, la transmission du risque mondial aux flux de capitaux et aux prix des actifs est plus forte dans les économies ayant un compte de capital plus ouvert, notamment pour les investissements directs, les investissements de portefeuille en titres de créance et les autres investissements (par exemple, les prêts bancaires), puisque le terme d'interaction est négatif et statistiquement significatif. Deuxièmement, à première vue, le taux de change ne semble pas avoir d'importance. Même si, pour les pays ancrant leur devise, le coefficient de la muette variable mise en interaction avec le risque mondial est négatif, la signification statistique est faible. Ce résultat vient étayer la nouvelle théorie du cycle financier mondial qui souligne la capacité limitée d'un taux de change flottant à protéger les conditions financières domestiques des conditions mondiales. Il est possible de nuancer ce résultat en analysant une décomposition plus fine de cet échantillon. Si l'on observe les pays relativement plus ouverts (et donc potentiellement plus exposés au cycle financier mondial), la transmission du risque mondial aux prix

des actions est plus élevée pour ceux qui ont un ancrage que pour ceux ayant un régime de flottement, ce qui soutient l'hypothèse traditionnelle du trilemme.

En résumé, l'aversion au risque au niveau mondial apparaît comme un déterminant important des flux de capitaux et des rendements boursiers et son impact est amplifié par l'ouverture du compte de capital, mais pas nécessairement par le régime de taux de change, qui importe seulement pour les prix des actifs lorsque le compte de capital est ouvert, et non pour les flux de capitaux.

3.2 La politique monétaire américaine et le cycle financier mondial

Empiriquement, il existe un large consensus sur le fait que les actions de politique monétaire des grandes banques centrales, telles que le Système fédéral de réserve, se répercutent sur les marchés financiers mondiaux. De nombreuses études ont montré que les décisions de politique monétaire de la Réserve fédérale ont un impact sur les flux de capitaux, les taux de change et la synchronisation internationale des prix des actifs. Ces études concluent généralement qu'un durcissement de la politique monétaire américaine influence significativement les économies étrangères *via* une hausse des taux d'intérêt étrangers à long terme et une dépréciation de leurs monnaies par rapport au dollar. De plus, la transmission aux taux étrangers à long terme est essentiellement imputable aux effets sur les primes de terme ⁵⁰.

Cependant, il ne semble pas exister de relation stable entre le taux directeur américain, la valeur du dollar et les flux mondiaux de capitaux. Le graphique 2a et le tableau 3 montrent que le taux d'intérêt américain (notamment le taux effectif des fonds fédéraux intégrant le taux fictif Wu-Xia⁵¹ lors de la période de la limite à zéro des taux d'intérêt) ne présente généralement pas de corrélation avec les flux mondiaux de capitaux, sauf sur la période de la crise. Au cours des années 2000, la corrélation des taux d'intérêt américains avec les flux de capitaux est positive (et non pas négative comme prévu) et la corrélation avec les indicateurs d'aversion au risque tels que le VIX est négative (et non pas positive comme prévu). Dans la période qui a précédé la crise financière mondiale, les taux d'intérêt américains ont augmenté conjointement avec les flux de capitaux transfrontières et, lorsque la crise financière mondiale a éclaté, la Réserve fédérale a été contrainte d'assouplir sa politique monétaire.

⁵⁰ Neely (C.), « *The Large Scale Asset Purchases Had Large International Effects* », *Journal of Banking and Finance*, vol. 52, mars 2014, p. 101-111, Rogers (J. H.), Scotti (C.) et Wright (J. H.), « *Evaluating Asset-Market Effects of Unconventional Monetary Policy: A Multi-Country Review* », *Economic Policy*, vol. 29, n° 80, 2014, p. 3-50, et Jarociński (M.) et Karadi (P.), « *Deconstructing monetary policy surprises: the role of information shocks* », *Working Paper Series*, n° 2133, BCE, 2018. La politique monétaire de la BCE a des effets comparables ; cf. , par exemple, « *Monetary policy, exchange rates and capital flows* », discours de Benoît Cœuré, membre du Directoire de la BCE, lors de la 18^e conférence annuelle de recherche Jacques Polak, organisée par le Fonds monétaire international, Washington D.C., 3 novembre 2017.

⁵¹ Wu (C.) et Xia (D.), « *Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound* », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 48, mars 2016, p. 253-291.

La valeur du dollar est corrélée négativement aux flux de capitaux, même si la relation est clairement déterminée par le cycle lors de la période qui a précédé la crise financière mondiale. Le graphique 2b montre que le taux de change effectif nominal du dollar s'est déprécié à partir de 2002 jusqu'au début de la crise financière mondiale, à l'automne 2008. Au cours de cette période, les flux de capitaux ont connu une tendance à la hausse dans les économies avancées et émergentes. La crise indique un point de retournement à la fois pour le dollar, qui s'apprécie brusquement, et pour les flux de capitaux, qui se replient sensiblement. Toutefois, en dehors de la période 2000-2009, la relation est moins stable. Le tableau 3 illustre la corrélation de la valeur du dollar (considérée en variations logarithmiques pour éviter les questions de stationnarité dans les séries) avec les flux de capitaux, confirmant une relation négative étroite entre 2000 et 2009 (avec un coefficient de corrélation allant de $-0,43$ pour les économies avancées à $-0,49$ pour les économies émergentes) et une relation plus lâche dans les années 1990, à la fois pour les économies avancées et émergentes et, depuis 2010, pour les seules économies avancées⁵². L'impact de la politique monétaire et le rôle du dollar sur le cycle financier mondial devraient éventuellement être analysés avec des techniques différentes, en identifiant par exemple les chocs de politique monétaire avec des données à haute fréquence et une analyse VAR ; cependant, ces recherches dépasseraient le cadre du présent article⁵³.

⁵² Au cours des dernières années, la relation entre les flux de capitaux et le dollar est restée fortement négative pour les marchés émergents. Ce résultat peut s'expliquer par la hausse de l'attractivité du dollar en tant que valeur sûre depuis le début de la crise financière mondiale. Il est possible de noter que la valeur du dollar est corrélée positivement avec les facteurs de risque (autour de 0,2) depuis 2010, mais qu'elle ne l'était pas dans les années 1990.

⁵³ Le remplacement du niveau des taux d'intérêt américains par les chocs liés à la politique monétaire américaine, identifiés avec des données à haute fréquence ou un indice d'incertitude de la politique monétaire américaine, ne modifie pas fondamentalement ces conclusions. Dans le cadre d'un panel dynamique comparable à celui qui est présenté dans l'encadré 1, qui distingue différents types de capitaux et vérifie les facteurs d'attraction, les chocs liés à la politique monétaire américaine sont reliés de façon négative aux flux des investissements de portefeuille en actions et aux rendements boursiers, mais pas aux autres types de flux de capitaux.

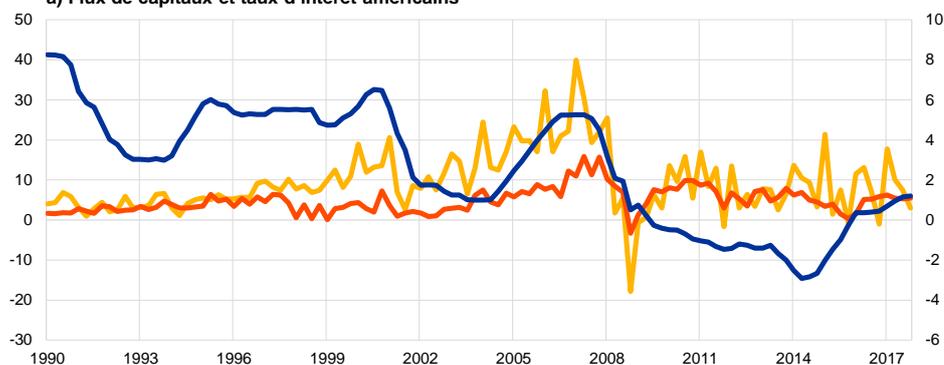
Graphique 2

Flux de capitaux, taux d'intérêt américains et dollar depuis les années 1990

(données trimestrielles ; engagements au titre des flux de capitaux en pourcentage du PIB ; taux directeur américain en pourcentage ; taux de change nominal du dollar, indice : janv. 1997 = 100)

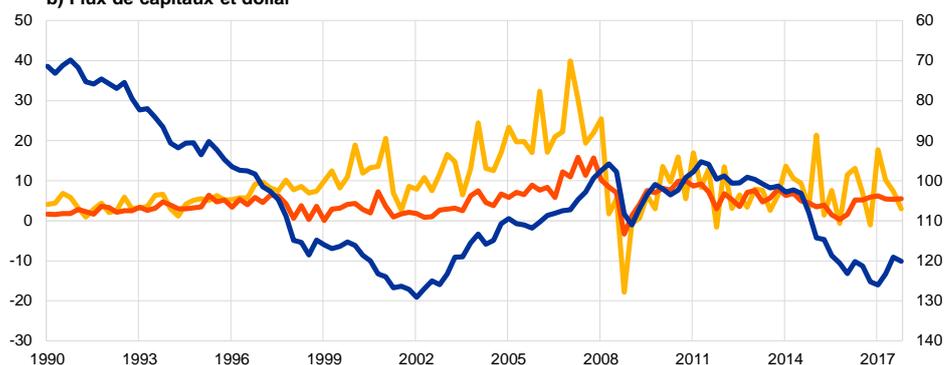
■ Taux directeur américain (échelle de droite)
■ Flux de capitaux - économies avancées
■ Flux de capitaux - économies émergentes

a) Flux de capitaux et taux d'intérêt américains



■ Taux de change nominal du dollar (échelle de droite, inversé)
■ Flux de capitaux - économies avancées
■ Flux de capitaux - économies émergentes

b) Flux de capitaux et dollar



Sources : FMI, Datastream et calculs de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2017. Les flux de capitaux sont déclarés comme une part du PIB du groupe de pays, c'est-à-dire les flux de capitaux vers les économies avancées divisés par la somme des PIB de ces économies, et pareillement pour les économies émergentes. Le taux directeur américain fait référence au taux effectif des fonds fédéraux intégrant le taux fantôme Wu-Xia. Le taux de change nominal du dollar fait référence à la valeur nominale large du dollar, pondérée par les échanges, dans laquelle une augmentation de l'indice traduit une appréciation (il convient de noter l'échelle inversée du graphique 2b).

3.3 Résumé des données empiriques

Dans l'ensemble, les données examinées dans le présent article suggèrent que les flux de capitaux et les prix des actifs risqués ont été influencés par les facteurs mondiaux de risque au cours des décennies écoulées. Cette influence est particulièrement manifeste lors de la période précédant la crise financière mondiale et juste après celle-ci. En revanche, la période la plus récente s'est visiblement caractérisée par un relâchement du cycle. En outre, le régime de taux de change ne semble pas avoir d'importance pour la transmission du cycle, à l'exception possible des prix des actifs risqués lorsque le compte de capital est ouvert.

Si le rôle central de la politique monétaire américaine et la présence d'un cycle du dollar connecté au cycle financier mondial sont des concepts largement admis par les économistes, de nouvelles recherches s'imposent afin de déterminer l'importance économique de ces moteurs du cycle financier pour l'économie mondiale.

En d'autres termes, tandis que l'on ne peut exclure l'existence d'un lien de causalité entre la politique monétaire américaine et les flux de capitaux, l'importance quantitative des variations des taux d'intérêt américains pour les flux internationaux de capitaux semble limitée et doit être vérifiée. Cela signifie que les risques d'une normalisation progressive et bien expliquée de la politique monétaire américaine pour les flux mondiaux de capitaux et les prix des actifs risqués ne doivent pas être exagérés ⁵⁴.

4 Implications pour la zone euro

La zone euro n'est pas une île : l'ouverture du marché des biens et des services et du marché financier expose naturellement l'euro aux variations des conditions financières mondiales.

Les sections précédentes ont permis de souligner une relation entre l'aversion au risque au niveau mondial, d'une part, et les flux de capitaux et les rendements boursiers, d'autre part. La présente section analyse les implications de la synchronisation observée des prix des actifs pour les conditions financières de la zone euro. La transmission des chocs mondiaux à l'économie de la zone euro est amplifiée par la présence de banques importantes de la zone euro qui jouent un rôle central dans les prêts internationaux. Cependant, en raison de sa taille et de ses interconnexions, la zone euro n'est pas seulement un destinataire mais également un générateur des chocs qui affectent le cycle financier mondial ⁵⁵.

Étant donné l'importance de l'économie américaine dans la détermination du cycle financier, il est intéressant d'examiner la relation existant entre les conditions financières des États-Unis et celles de la zone euro. À cet effet, nous utilisons des « indices composés des conditions financières » qui rassemblent des informations provenant d'un petit ensemble de variables financières ⁵⁶. Nous examinons deux de ces indices, qui fournissent des informations légèrement différentes. Le premier indice, calculé par Goldman Sachs, accorde un poids relativement important au *niveau* des taux d'intérêt payés par les États souverains et les entreprises et tient également compte des effets restrictifs des appréciations des

⁵⁴ Cf. le discours du président de la Réserve fédérale J. H. Powell intitulé « *Monetary Policy Influences on Global Financial Conditions and International Capital Flows* » lors des « *Challenges for Monetary Policy and the GFSN in an Evolving Global Economy* », huitième conférence de haut niveau sur le système monétaire international sous les auspices du Fonds monétaire international et de la Banque nationale suisse, Zurich, Suisse, 8 mai 2018.

⁵⁵ C'est ainsi que des analyses récentes montrent que le programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme* - APP) de la BCE a déclenché des flux de capitaux considérables par-delà les frontières, favorisant un important ajustement des portefeuilles en faveur des obligations souveraines étrangères et accroissant la maturité moyenne des obligations dans les portefeuilles. Les annonces liées à l'APP ont également provoqué une dépréciation généralisée de l'euro et ont accru les prix des actions dans le monde entier ; cf. « *The international dimension of the ECB's asset purchase programme* », discours de Benoît Cœuré, membre du Directoire de la BCE, à la réunion du groupe de contact pour le marché des changes (*Foreign Exchange Contact Group*), 11 juillet 2017.

⁵⁶ Cf., par exemple, « *Conditions financières et croissance à risque* », Rapport sur la stabilité financière dans le monde, FMI, octobre 2017, chapitre 3.

taux de change⁵⁷. Le second indice, calculé par Bloomberg, accorde plus d'importance aux écarts de taux d'intérêt, ainsi qu'aux volatilités réalisées sur les marchés obligataires, boursiers et monétaires. En outre, il n'inclut pas les taux de change. Il indique donc mieux la montée des turbulences financières, évaluées par des primes de risque variables dans le temps⁵⁸. En d'autres termes, l'importance donnée par le second indice aux écarts et aux volatilités implique qu'il est plus sensible aux tensions financières temporaires. Bien que ces deux indices soient définis comme des mesures des conditions financières, pour la clarté de la présentation, nous y ferons référence ci-après sous l'appellation d'indices des *conditions financières* et des *tensions financières*, respectivement.

Le niveau de synchronisation des conditions financières entre les États-Unis et la zone euro est fragile dans l'ensemble et varie au cours du temps, reflétant également des différences d'orientation des politiques monétaires.

Le graphique 3a illustre l'indice des conditions financières pour les États-Unis et la zone euro entre 2000 et 2018⁵⁹. Pour les États-Unis, il est possible d'identifier trois périodes distinctes de durcissement financier. La première, entre 2001 et 2003, coïncide avec l'éclatement de la bulle internet sur le marché boursier américain. La deuxième suit la faillite de Lehman Brothers. La troisième, de mi-2014 au début 2016, s'explique largement par une appréciation du dollar. Le calendrier de la zone euro se caractérise par deux différences importantes. En premier lieu, l'impact de la récession américaine de 2001 est très modéré. En second lieu, le durcissement des conditions financières lors de la Grande récession (2008-2009) est beaucoup plus progressif et moins prononcé qu'aux États-Unis. Ces différences se traduisent par des corrélations sensiblement différentes selon les périodes. Avant la crise financière, la corrélation des conditions financières est légèrement positive (0,33) ; elle augmente au cours de la crise (0,71 entre 2007 et 2012) et elle devient négative à partir de juillet 2012⁶⁰. Le changement de signe reflète l'assouplissement progressif des conditions financières dans la zone euro, également favorisé par le caractère accommodant de la politique monétaire et par la stabilité relative observée aux États-Unis (mis à part le durcissement temporaire des conditions financières entre 2014 et 2016).

⁵⁷ L'indice, calculé par Goldman Sachs, est une moyenne pondérée d'un taux d'intérêt à court terme, d'un rendement obligataire à long terme sans risque, d'un écart de rendement des obligations d'entreprises, du ratio d'un indice boursier sur une moyenne décalée sur dix ans des bénéfices par action et d'un taux de change pondéré par les échanges. Pour la zone euro, l'indice inclut également une mesure de la fragmentation, c'est-à-dire un écart de rendement des obligations souveraines. Il assigne aux différents indicateurs une pondération qui reflète leur contenu prédictif pour le PIB quatre trimestres à l'avance, qui est également inversement reliée à leur écart type.

⁵⁸ Les indices sont calculés par Bloomberg. L'indice des États-Unis inclut : a) pour les taux du marché monétaire, l'écart TED, l'écart Libor/OIS et l'écart papier commercial/bons du Trésor ; b) pour le marché obligataire, l'écart entreprises notées BAA/Trésor, l'écart obligations municipales/Trésor, l'écart haut rendement/Trésor et l'indice de volatilité des options de *swap* ; et c) pour le marché boursier, le VIX et l'écart des prix des actions Standard & Poor's par rapport à leur moyenne mobile sur cinq ans. Toutes les composantes sont agrégées en utilisant des pondérations égales. Pour la zone euro, l'indice inclut : a) pour les taux du marché monétaire, l'écart du TED de l'euro et l'écart Euribor/OIS ; b) pour le marché obligataire, l'indice *High Yield Europe* de J. P. Morgan et l'écart du *swap* à dix ans de l'UE ; et c) l'écart des prix des actions EuroStoxx par rapport à leur moyenne mobile sur cinq ans, l'indice VDAX-NEW et des prix d'actions dont la tendance a été éliminée.

⁵⁹ Les indicateurs sont exprimés en écarts par rapport à une moyenne historique et sont standardisés : les périodes où ils sont positifs (négatifs) indiquent des conditions financières tendues (favorables) par rapport à leur niveau moyen.

⁶⁰ Pour tenir compte des variations des anticipations des marchés quant à la probabilité de l'adoption par la BCE de mesures de politique monétaire non conventionnelles, c'est juillet 2012 qui est choisi comme date de référence, à la suite du discours prononcé par Mario Draghi, président de la BCE, lors de la *Global Investment Conference* à Londres le 26 juillet 2012.

En revanche, la corrélation des tensions financières est très forte. Le graphique 3b montre les deux indices des tensions financières pour les États-Unis et la zone euro. Il est évident que les tensions financières sont, la plupart du temps, latentes. Cependant, lorsqu'elles se manifestent (en 2008 à la fois aux États-Unis et dans la zone euro et en 2011 essentiellement dans la zone euro), elles ont un impact important sur l'économie réelle, entraînant éventuellement des effets non linéaires. Dans l'ensemble, la corrélation entre les deux indices est forte et stable (se situant entre 0,8 et 0,9), ce qui laisse penser que : a) les tensions financières sont déclenchées par des évolutions du risque mondial et b) les primes de risque, tant aux États-Unis que dans la zone euro, sont largement influencées par cette composante commune (cf. l'encadré 2) ⁶¹.

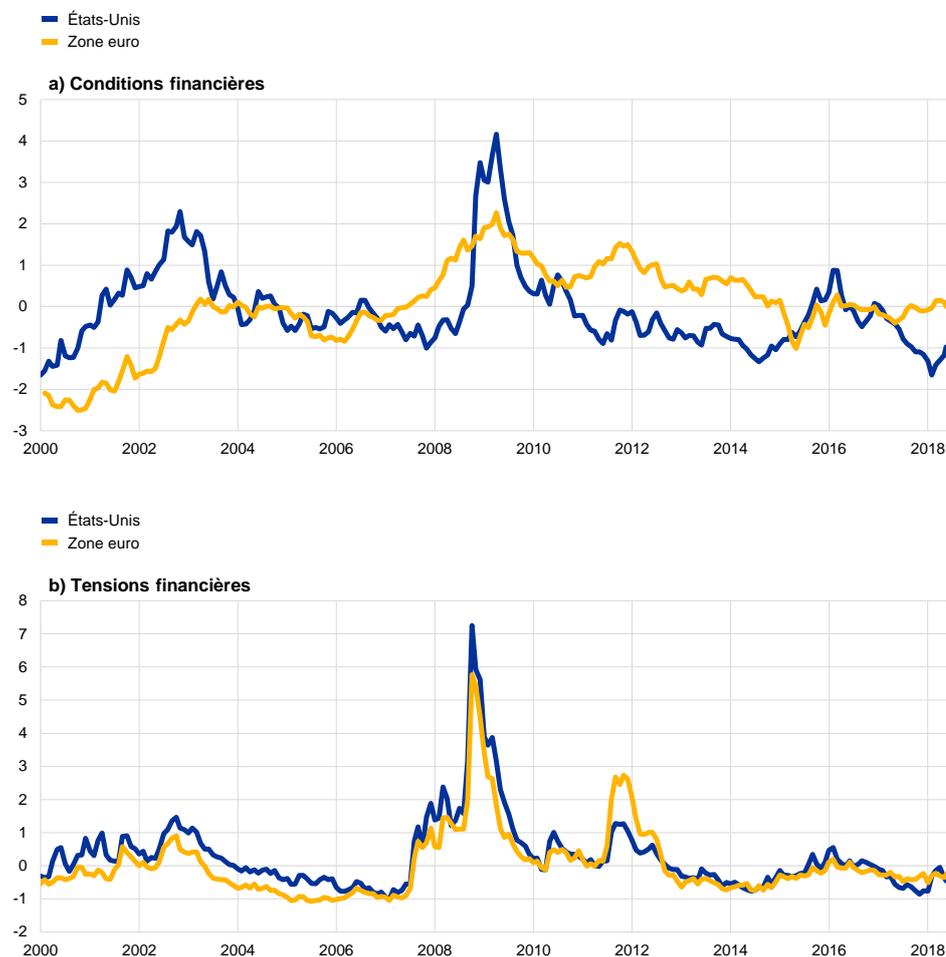
Dans l'ensemble, cette analyse révèle deux messages essentiels. Premièrement, les conditions financières dans la zone euro évoluent largement de façon indépendante des forces en œuvre au niveau mondial, en partie grâce à la capacité de la politique monétaire d'orienter les taux attendus sur les actifs sûrs et les primes de terme dans la direction souhaitée. Deuxièmement, les écarts de crédit et les volatilités réalisées aux États-Unis et dans la zone euro sont fortement synchronisés, ce qui reflète la nature mondiale de l'appétence pour le risque sur des marchés étroitement intégrés au plan financier.

⁶¹ Il est intéressant d'observer que la crise qui a démarré aux États-Unis en 2008 a eu un impact plus important sur la zone euro que la crise de la dette souveraine de la zone euro n'en a eu sur les États-Unis. Des analyses plus approfondies seraient nécessaires pour déterminer la force des liens de causalité respectifs, mais il est plausible que l'activité importante des banques de la zone euro aux États-Unis ait amplifié les effets de la crise américaine sur l'économie de la zone euro.

Graphique 3

Conditions financières et tensions financières aux États-Unis et dans la zone euro

(scores Z de moyennes mensuelles de données quotidiennes, c'est-à-dire nombre d'écart types par rapport à zéro)



Sources : Goldman Sachs et Bloomberg Analytics.

Notes : La dernière observation se rapporte à juin 2018. Les indices de conditions financières font référence aux indices de conditions financières construits de Goldman Sachs (panel a) et Bloomberg (panel b) pour les États-Unis et la zone euro. Les écarts positifs par rapport à zéro signifient un durcissement, tandis que les écarts négatifs par rapport à zéro signifient un assouplissement.

Encadré 2

Le cycle financier mondial : la zone euro est-elle particulière ?

Fabrizio Venditti

Le présent encadré examine comment le Facteur mondial des marchés boursiers est calculé et explore son importance relative à l'égard des rendements boursiers de la zone euro. Un modèle à facteurs dynamiques est estimé pour les rendements boursiers dans 63 pays. Le premier facteur commun est le Facteur mondial des marchés boursiers (*Global Stock Market Factor*)⁶². Une fois ce facteur estimé, sa pertinence pour les différents indicateurs peut être évaluée par une décomposition simple de la variance. De façon plus formelle, pour chaque pays i à l'instant t , nous avons :

⁶² La méthodologie se fonde sur les travaux de Miranda-Agrippino et Rey (2015). Cependant, cet exercice utilise seulement les moyennes nationales des rendements boursiers et n'examine pas les prix des obligations à risque.

$$y_{i,t} = \theta_i f_t + \varepsilon_{i,t}$$

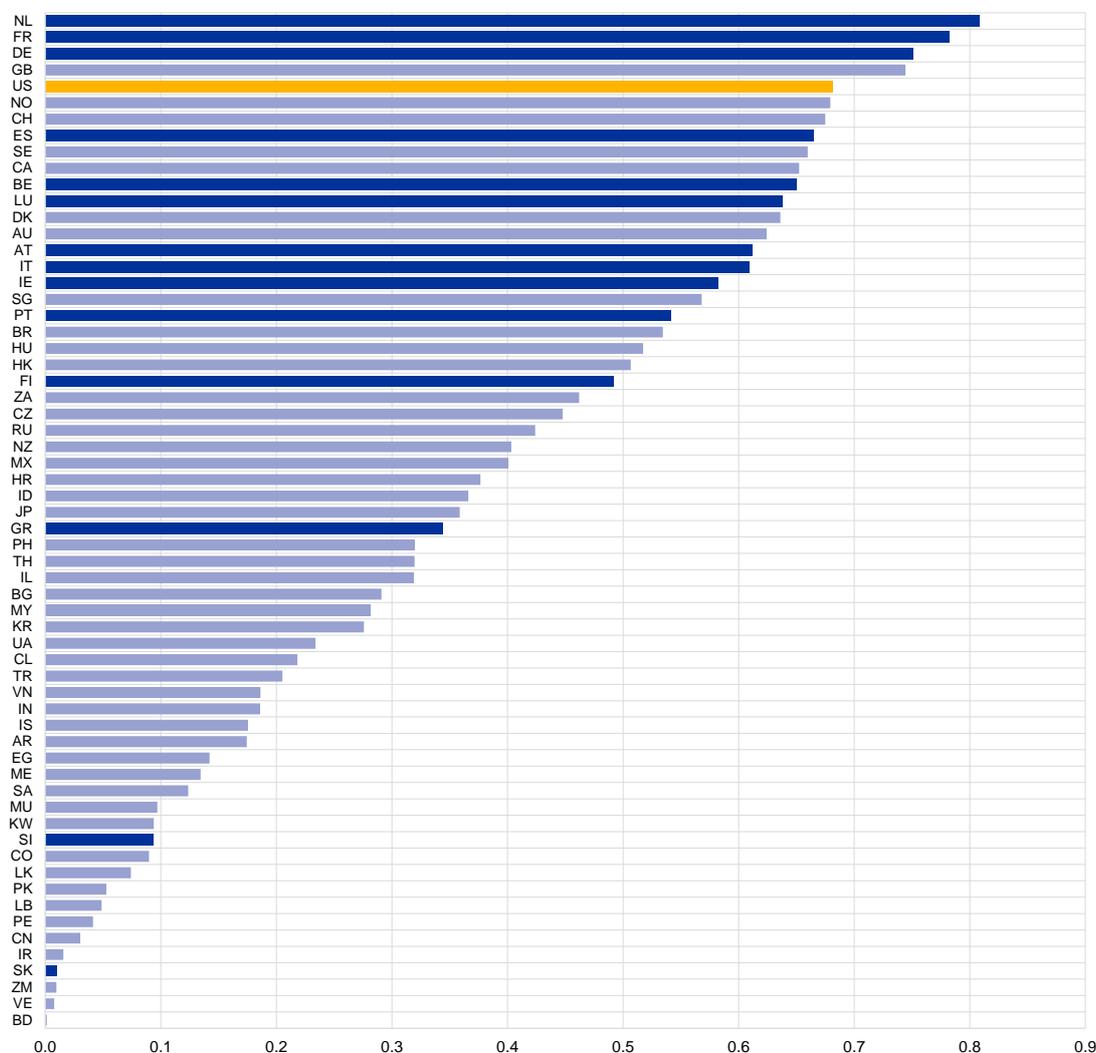
où $y_{i,t}$ représente soit les rendements boursiers soit les flux transfrontières, f_t est un facteur commun, et $\varepsilon_{i,t}$ est une composante idiosyncratique (avec une variance σ_i^2) qui représente la partie de $y_{i,t}$ qui n'est pas commune aux différents pays. Puisque f_t et $\varepsilon_{i,t}$ ne sont pas corrélés, nous pouvons estimer la part de la variance de $y_{i,t}$ représentée par le facteur commun comme $\frac{\theta_i^2}{\theta_i^2 + \sigma_i^2}$. L'estimation est réalisée pour un ensemble de 63 pays, comprenant des économies avancées et émergentes.

Le graphique A montre la part estimée de la variance représentée par le Facteur mondial des marchés boursiers dans les 63 pays considérés. Deux résultats s'imposent. Premièrement, la similitude est très hétérogène selon les pays. Deuxièmement, l'importance que revêt le facteur mondial pour les rendements boursiers des pays de la zone euro (barres bleu foncé) et des États-Unis (barre jaune) est globalement comparable, ce qui indique que les chocs mondiaux sont un facteur important pour déterminer les mouvements des prix boursiers tant de la zone euro que des États-Unis.

Graphique A

Niveau de similitude des rendements boursiers spécifiques aux pays

Part estimée de la variance représentée par le facteur commun



Source : Calculs de la BCE.

5 Conclusions

L'intégration de l'économie réelle et des marchés financiers au cours des décennies écoulées a influencé la synchronisation des flux de capitaux et des prix des actifs dans le monde. Certains auteurs ont défendu l'existence d'un cycle financier mondial qui se manifeste à travers la synchronisation des flux transfrontières et se traduit par un plus grand alignement des prix des actifs risqués et des primes de financement externe entre les différentes économies. C'est ce qui s'est passé au cours de la période qui a précédé la crise financière mondiale et dans son sillage, notamment pour les flux bancaires transfrontières entre économies avancées et pour les prix des actions. Cependant, après la crise, la synchronisation des flux de capitaux

et des prix des actions a diminué, retrouvant les niveaux observés entre les années 1990 et les années 2000.

Le cycle financier mondial est étroitement connecté aux facteurs mondiaux de risque. Une mesure de l'aversion au risque au niveau mondial (construite comme le facteur commun déterminant un panel de rendements boursiers) a un impact significatif sur les flux de capitaux et les rendements boursiers. En outre, l'ouverture du compte de capital (mais pas nécessairement le régime de taux de change) amplifie les effets de l'aversion au risque au niveau mondial. Le régime de taux de change a de l'importance uniquement pour la transmission du risque mondial aux prix des actifs, lorsque le compte de capital est ouvert. En revanche, l'impact des taux d'intérêt américains et du taux de change du dollar sur les flux de capitaux semble épisodique.

L'influence du cycle financier mondial sur la zone euro dépend de la mesure particulière qui est analysée. Le présent article conclut que les *tensions* sur le marché financier ont généralement été synchronisées entre les deux zones. Des accès de volatilité, susceptibles d'entraîner d'importants effets non linéaires sur l'activité économique, sont rapidement transmis d'une économie à l'autre. Cependant, les *conditions* financières de la zone euro se sont souvent découplées de celles des États-Unis, en raison également de différences dans l'orientation des politiques monétaires. Dans l'ensemble, cela confirme que l'efficacité de la politique monétaire de la BCE n'a pas été affaiblie par le cycle financier mondial.

2 Interpréter les évolutions récentes des indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation à long terme tirés des marchés financiers

Benjamin Böninghausen, Gregory Kidd et Rupert de Vincent-Humphreys

Les anticipations d'inflation du secteur privé sont une composante clé d'une large palette d'indicateurs que la BCE prend en compte pour déterminer l'orientation appropriée de la politique monétaire en vue d'atteindre son objectif de stabilité des prix. Ces anticipations peuvent non seulement affecter l'inflation elle-même par le biais des processus de fixation des salaires et des prix, mais également servir à recouper les projections réalisées par la BCE et l'Eurosystème.

Cet article se concentre sur les mesures d'inflation à long terme anticipée extraites des instruments de marché, qui constituent des indicateurs rapidement disponibles issus de la valorisation des instruments échangés sur les marchés financiers. Il examine les évolutions récentes des informations qui peuvent être extraites de différents types d'indicateurs de marché, à partir de la période ayant précédé la mise en place par la BCE de son programme étendu d'achats d'actifs (APP).

Le recul, observé entre 2014 et mi-2016, des indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation à long terme tirés des marchés financiers a été homogène entre les principales juridictions, reflétant sans doute les préoccupations mondiales concernant la faiblesse de la demande agrégée et les pressions désinflationnistes qui y sont associées. Le redressement qui a suivi s'explique par la dissipation partielle de ces préoccupations et, en particulier, une amélioration prononcée de l'environnement macroéconomique dans la zone euro. Les évolutions des anticipations d'inflation à long terme au cours des dernières années résultent pour l'essentiel de la composante risque d'inflation de ces indicateurs, ce qui suggère que la balance des risques pesant sur les perspectives d'inflation en a constitué l'un des principaux déterminants. En effet, les informations extraites des prix des options sur l'inflation indiquent que la probabilité neutre au risque d'une déflation a nettement augmenté fin 2014 et début 2015, avant de décliner plus récemment.

1 Introduction

Les anticipations d'inflation jouent un rôle central dans la politique monétaire de la BCE, dans la mesure où son objectif premier consiste à maintenir la stabilité des prix dans la zone euro. En 1998, le Conseil des gouverneurs a défini la stabilité des prix comme une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 % pour la zone euro. En 2003, il a précisé que, dans le cadre de la poursuite de la stabilité des prix, il visait à maintenir les taux d'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Dans ce contexte, les anticipations d'inflation des agents du secteur privé répondent à deux objectifs principaux en termes de conduite de la politique monétaire. Premièrement, les anticipations d'inflation sont pertinentes en soi, car elles

influencent les décisions de consommation et d'investissement des agents du secteur privé, ainsi que la fixation des salaires et des prix et, par conséquent, l'inflation dans la zone euro. De même, les anticipations d'inflation formées par les intervenants sur les marchés financiers sont pertinentes pour la valorisation d'autres instruments financiers, tels que les obligations nominales, et peuvent donc directement affecter la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle. Deuxièmement, elles permettent de recouper les projections macroéconomiques relatives aux perspectives d'inflation réalisées par les services de l'Eurosystème et ceux de la BCE, qui contribuent aux décisions de politique monétaire de la BCE.

La BCE suit donc attentivement les anticipations d'inflation des agents du secteur privé, par le biais de mesures tirées d'enquêtes et extraites des instruments de marché. Les mesures tirées d'enquêtes reflètent les anticipations d'inflation future, exprimées directement dans le contexte d'enquêtes régulièrement conduites auprès d'experts, sur une base mensuelle ou trimestrielle. Une de ces enquêtes, qui joue un rôle de premier plan dans l'élaboration de la politique monétaire, est celle que mène la BCE elle-même auprès des prévisionnistes professionnels (EPP). Il s'agit d'une enquête trimestrielle réalisée auprès d'experts affiliés aux institutions financières et non financières basées dans l'Union européenne. En revanche, les mesures extraites des instruments de marché reflètent les informations que l'on peut tirer des prix des instruments financiers, tels que les *swaps* indexés sur l'inflation, les obligations indexées sur l'inflation, ou les options sur l'inflation, qui sont liées aux futurs niveaux de l'inflation. Ce type d'instruments financiers étant cotés tous les jours, les mesures extraites des instruments de marché fournissent non seulement des informations supplémentaires précieuses sur les anticipations d'inflation des investisseurs bien informés, mais aussi des indications plus rapidement disponibles concernant les modifications potentielles des perspectives d'inflation. De plus, ils incorporent non seulement les anticipations d'inflation, mais aussi une prime de risque liée à l'incertitude entourant l'inflation, qui peut varier dans le temps. Malgré ces différences, les indicateurs tirés d'enquêtes et les indicateurs de marché relatifs aux anticipations d'inflation font partie de la large palette d'indicateurs que la BCE prend en compte lors de la prise de décisions de politique monétaire.

Cet article examine les évolutions récentes des mesures des anticipations d'inflation extraites d'instruments de marché pour la zone euro, en particulier les modifications de la balance des risques pesant sur les perspectives d'inflation depuis 2014. Faisant suite à une précédente analyse des indicateurs de marché relatifs à l'inflation pour la zone euro qui recouvrait les répercussions de la crise financière mondiale ⁶³, le présent article examine la phase de ralentissement de la dynamique d'inflation observée au cours de la période qui a précédé la mise en place de l'APP par la BCE comme mesure non conventionnelle de politique monétaire (supplémentaire), puis l'évolution des mesures des anticipations d'inflation extraites d'instruments de marché. La section 2 explore les déterminants des indicateurs de marché relatifs aux anticipations d'inflation au cours des deux périodes mentionnées ci-dessus, en s'appuyant également sur une analyse fondée sur un modèle. La section 3 se concentre sur l'un des principaux déterminants, à savoir l'évolution de la

⁶³ Cf. l'article intitulé « *Inflation expectations in the euro area: a review of recent developments* », *Bulletin mensuel*, BCE, février 2011.

balance des risques pesant sur les perspectives d'inflation, qui est déduite d'informations tirées des prix des options et confirmée par les informations extraites de l'EPP de la BCE. L'encadré 1 apporte un éclairage sur les conclusions présentées dans la section 3, en soulignant la différence importante entre les probabilités neutres au risque et les probabilités « physiques ».

2 Analyse des évolutions récentes des mesures des anticipations d'inflation extraites d'instruments de marché et de leurs déterminants

Cette section analyse les évolutions récentes des anticipations d'inflation à long terme des investisseurs en examinant l'évolution des taux des *swaps* indexés sur l'inflation. Un *swap* indexé sur l'inflation est un contrat sur produit dérivé dans lequel la contrepartie A verse à la contrepartie B un taux fixe sur un montant notionnel (la « jambe fixe » du *swap*) tandis que la contrepartie B verse à la contrepartie A le taux d'inflation effectif sur une période prédéterminée sur ce même montant notionnel. Seuls les flux financiers nets sont échangés à l'échéance du contrat, c'est-à-dire la différence entre le taux sur la jambe fixe et le taux d'inflation effectif appliqué à la valeur notionnelle du contrat⁶⁴. Ainsi, le taux du *swap* indexé sur l'inflation appliqué au contrat constitue un indicateur du taux d'inflation anticipé par le marché à l'horizon pertinent. Le contrat de *swap* est généralement indexé sur un indice des prix à la consommation en données brutes. Dans la zone euro, l'indice pertinent est l'IPCH hors tabac (IPCHxT), tandis qu'aux États-Unis, il s'agit de l'indice des prix à la consommation pour les consommateurs urbains (IPC-U) et au Royaume-Uni, de l'indice des prix de détail (IPD).

Les taux des *swaps* indexés sur l'inflation fournissent une mesure plus exacte des anticipations d'inflation à long terme que les taux des points morts d'inflation tirés des prix d'obligations. Ces derniers sont calculés comme l'écart de rendement entre obligations nominales et obligations indexées sur l'inflation, souvent pour un pays de la zone euro en particulier. Actuellement, l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne ont toutes des obligations indexées sur l'inflation (IPCHxT de la zone euro). Contrairement aux taux des *swaps* indexés sur l'inflation, les taux des points morts d'inflation dérivés d'obligations peuvent être influencés par des effets de liquidité variables dans le temps et des primes de risques spécifiques selon les

⁶⁴ Par exemple, si une contrepartie A souhaite se couvrir contre un taux d'inflation plus élevé que prévu au cours de l'année suivante, elle peut conclure un contrat de *swap* indexé sur l'inflation d'une durée d'un an avec la contrepartie B pour un montant notionnel de 1 million d'euros, par exemple, et payer une jambe fixe de 1,9 % à la contrepartie B. Si à l'échéance du contrat, l'inflation effective s'établit à 2,50 %, la contrepartie A reçoit un paiement net de 6 000 euros = [1 million d'euros * (2,50 % - 1,90 %)] de la part de la contrepartie B (qui doit l'inflation effective à la contrepartie A). Pour se couvrir contre un taux d'inflation moins élevé que prévu, la contrepartie A peut se placer de l'autre côté de ce contrat (initié par la contrepartie B dans cet exemple). Dans tous les cas, les remboursements nets versés à chaque contrepartie sont une fonction linéaire du niveau d'inflation effective. Il convient de noter qu'il s'agit là d'un exemple très simplifié qui ne prend pas en compte certains aspects techniques des contrats de *swap* indexés sur l'inflation, tels que les décalages d'indexation.

pays ⁶⁵. En conséquence, les intervenants de marché préfèrent utiliser des mesures des anticipations d'inflation à long terme extraites d'instruments de marché dérivées des taux de *swap* plutôt que des points morts d'inflation.

Toutefois, les taux des *swaps* indexés sur l'inflation incorporent encore une prime de risque, comme compensation de l'exposition au risque d'inflation.

Comme avec tous les indicateurs tirés des valorisations sur les marchés financiers, les taux des *swaps* indexés sur l'inflation n'échappent pas à l'influence de la prime de risque. En particulier, ces taux incorporent une prime de risque d'inflation qui compense, pour les investisseurs, les risques entourant leurs estimations centrales d'inflation sur l'horizon de prévision. Cette prime inclut également un contenu informatif – il ne s'agit pas seulement d'une correction nécessitant d'être appliquée afin de révéler les anticipations centrales, elle nous dit également quels résultats d'inflation les investisseurs préfèrent. La prime de risque d'inflation est non observable, mais elle peut être estimée, soit en modélisant la courbe des *swaps* indexés sur l'inflation à l'aide d'un modèle affine de la structure par terme des taux d'intérêt, soit avec une approximation ne reposant pas sur un modèle, telle que le différentiel entre les anticipations extraites des instruments de marché et les anticipations tirées d'enquêtes. Les deux approches impliquent que les variations des taux des *swaps* indexés sur l'inflation au cours des dernières années ont essentiellement résulté des fluctuations des primes de risques d'inflation.

Entre 2014 et mi-2016, les taux des *swaps* indexés sur l'inflation ont fortement baissé dans les principales juridictions (cf. graphique 1).

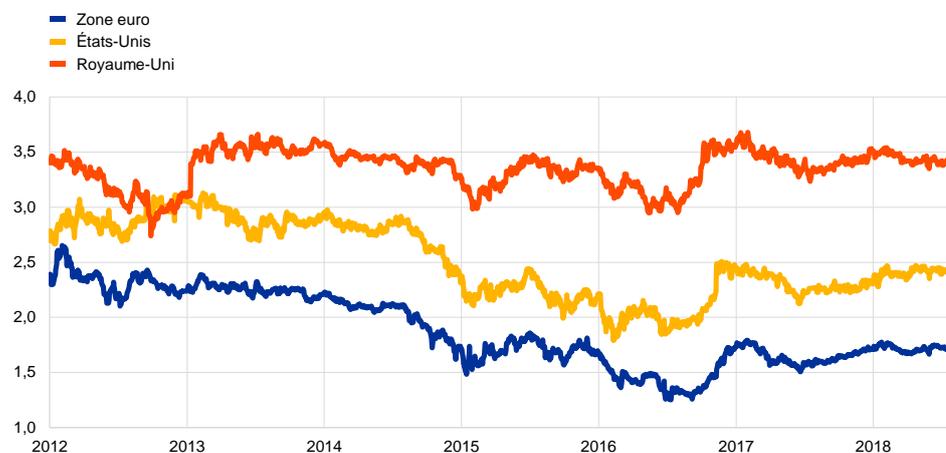
On utilise largement comme mesure des anticipations d'inflation à long terme extraites des instruments de marché le « taux des *swaps* indexés sur l'inflation 5a5a », c'est-à-dire le taux d'inflation moyen sur une période de cinq ans dans cinq ans, extrait des taux de *swaps* indexés sur l'inflation. Deux périodes distinctes sont examinées dans l'évolution du taux 5a5a. Premièrement, la période allant de 2014 à mi-2016, lorsque ce taux a fortement reculé dans les principales juridictions. Dans la zone euro, le taux 5a5a a baissé de près d'1 point de pourcentage, revenant de 2,20 % à 1,20 %, environ, tandis qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni, il a fléchi de 1,10 point de pourcentage (à 1,85 %) et de 0,70 point de pourcentage (à 2,90 %), respectivement. Deuxièmement, la période débutant mi-2016, durant laquelle les taux des *swaps* indexés sur l'inflation se sont légèrement redressés, le taux 5a5a s'établissant, dans la zone euro, à 1,75 % début juillet 2018, soit environ 50 points de base au-dessus de son point bas de 2016.

⁶⁵ Par exemple, durant la crise de la dette souveraine, il existait des distorsions dans les prix de marché pour la dette souveraine de certains pays de la zone euro. En particulier, les préoccupations concernant le risque de crédit souverain de l'Italie se sont traduites par une hausse des rendements obligataires plus prononcée pour les obligations indexées sur l'inflation, pesant ainsi sur le point mort d'inflation implicite. Plus récemment, durant les périodes d'aversion pour le risque sur les marchés financiers, l'attractivité des obligations nominales allemandes en tant que valeur refuge a eu tendance à peser sur le point mort d'inflation implicite sur la dette allemande.

Graphique 1

Taux des swaps indexés sur l'inflation 5a5a

(en pourcentage annuel)



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente des swaps indexés sur l'inflation qui se rapportent à l'indice des prix à la consommation harmonisé hors tabac (IPCHXT) pour la zone euro, à l'indice des prix à la consommation pour les consommateurs urbains (IPC-U) pour les États-Unis et à l'indice des prix de détail (IPD) pour le Royaume-Uni. La dernière observation se rapporte au 31 juillet 2018.

Conformément à ces observations, l'analyse économétrique suggère que les facteurs mondiaux ont exercé une influence grandissante sur le taux des swaps indexés sur l'inflation 5a5a de la zone euro. Le graphique 1 met en évidence une forte corrélation entre les séries chronologiques des taux du Royaume-Uni, des États-Unis et de la zone euro. Afin de cerner l'importance de cette relation et dans quelle mesure elle a évolué dans le temps, nous décomposons la variance de l'erreur de prévision de différents taux de swaps indexés sur l'inflation et d'autres variables financières⁶⁶. À l'aide de ce modèle vectoriel autorégressif (VAR), nous construisons deux ensembles d'indices de retombées : a) les retombées totales au sein du modèle VAR et b) les retombées sur les anticipations d'inflation à long terme dans chaque juridiction. Pour ce dernier, l'indice pour la zone euro mesure quelle part de la variance de l'erreur de prévision à deux semaines du taux 5a5a est expliquée par les autres variables du modèle VAR.

Les retombées sur les anticipations d'inflation à long terme se sont fortement accrues en 2015, reflétant sans doute les préoccupations mondiales concernant la faiblesse de la demande agrégée et les pressions désinflationnistes qui y sont associées (cf. graphique 2). La décomposition de la variance de l'erreur implique un degré élevé de retombées entre les taux 5a5a des trois zones économiques. De plus, l'émergence d'un écart positif entre les retombées sur les taux 5a5a et les retombées totales (cf. la ligne verte du graphique 2) suggère que les retombées sur les anticipations d'inflation à long terme ont été inhabituellement élevées à partir de 2015 par rapport aux autres variables du modèle

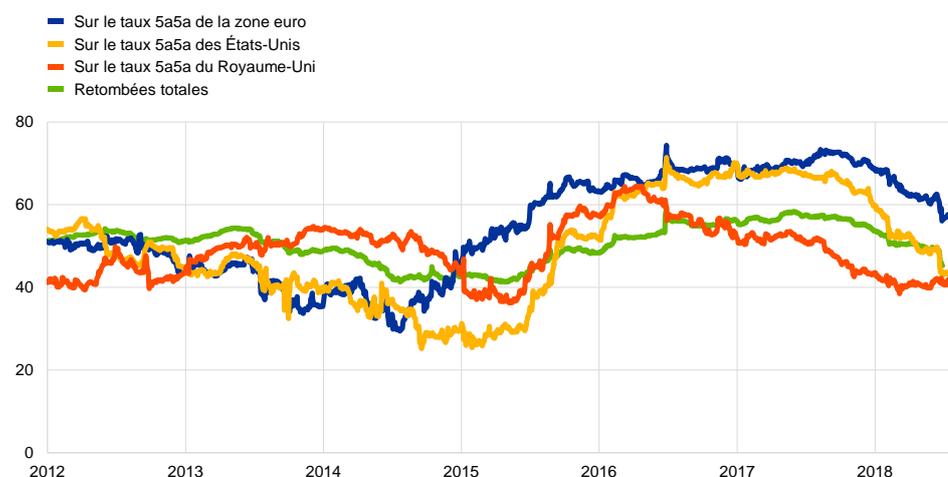
⁶⁶ La décomposition suit la méthodologie décrite dans Diebold (F.X.) et Yilmaz (K.), « *Measuring financial asset return and volatility spillovers, with application to global equity markets* », *Economic Journal, Royal Economic Society*, vol. 19, n° 534, p. 158-171, janvier 2009. L'analyse est fondée sur un modèle VAR contenant un grand nombre d'indicateurs financiers pour la zone euro, les États-Unis et le Royaume-Uni. Le modèle VAR est estimé en niveaux avec cinq décalages, à partir de données quotidiennes et d'une fenêtre glissante de deux ans. La décomposition de la variance de l'erreur est un exercice statistique, ce qui signifie que la causalité est difficile à établir.

VAR. Si les retombées des prix du pétrole sur les taux 5a5a se sont également accrues sur cette période, elles ne sont toutefois pas le principal facteur à l'origine de l'accentuation globale de la relation entre les taux 5a5a et les autres variables du modèle VAR. Les importantes préoccupations concernant la faiblesse de la demande agrégée mondiale et les pressions désinflationnistes qui y sont associées en sont plus probablement la cause.

Graphique 2

Retombées sur les anticipations d'inflation à long terme et les autres variables financières

(en pourcentage de la variance de l'erreur)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : L'indice spécifique à chaque juridiction représente la contribution de chocs liés à toutes les autres variables du modèle VAR à la variance de l'erreur dans le taux de swap indexé sur l'inflation 5a5a pour chaque juridiction. Les retombées totales peuvent être interprétées comme la contribution moyenne des chocs liés à toutes les autres variables du modèle VAR à la variance de l'erreur de chaque variable du modèle VAR. Les contributions sont calculées à partir de la matrice variance de l'erreur de prévision déduite de l'identification généralisée des chocs. La dernière observation se rapporte au 31 juillet 2018.

La prime de risque d'inflation est devenue négative vers la fin 2015, lorsque le risque d'une déflation plutôt que d'une inflation excessive est devenu la principale préoccupation et que l'appétence des investisseurs pour les instruments indexés sur l'inflation a reculé (cf. graphique 3). Pour analyser plus en détail les déterminants du recul des taux de swaps indexés sur l'inflation, nous modélisons la prime de risque d'inflation 5a5a de la zone euro à l'aide d'un modèle affine de la structure par terme⁶⁷. La décomposition du taux 5a5a en anticipations et prime de risque d'inflation qui en résulte suggère que l'essentiel de la baisse observée entre 2014 et 2016 est due à la composante prime de risque d'inflation. Fin 2015, celle-ci est même devenue négative, ce qui indique que des résultats économiques défavorables étaient associés au spectre de la déflation et que, de plus, les investisseurs ne ressentaient pas le besoin de se protéger de scénarios inflationnistes. De fait, sur cette période, l'inflation effective a été durablement inférieure aux prévisions de la plupart des économistes. Si les investisseurs en

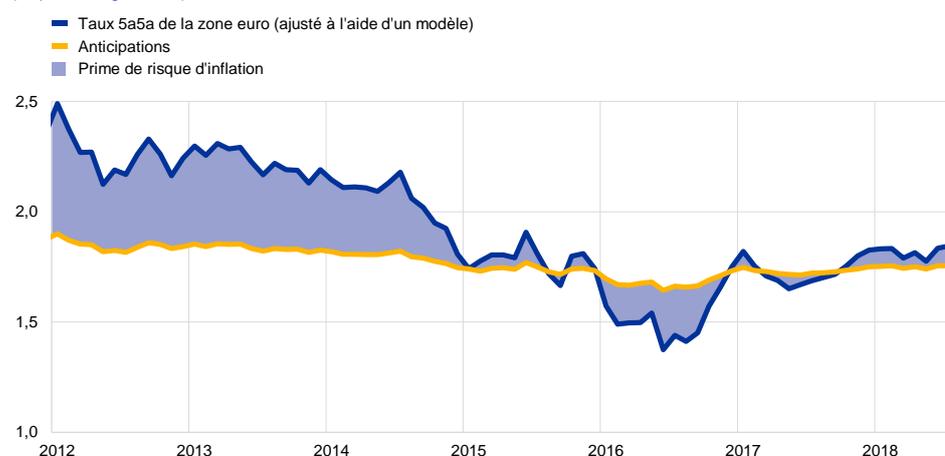
⁶⁷ La décomposition est fondée sur un modèle affine de la structure par terme et ajustée à la courbe des swaps indexés sur l'inflation zéro coupon de la zone euro. La méthode d'estimation suit celle décrite par Joslin (S.), Singleton (K.) et Zhu (H.), « *A new perspective on Gaussian dynamic term structure models* », *Review of Financial Studies*, vol. 24, n° 3, p. 926-970, 2011. Pour plus de détails, cf. Camba-Mendez (G.) et Werner (T.), « *The inflation risk premium in the post-Lehman period* », *Working Paper Series*, n° 2033, BCE, mars 2017.

produits indexés sur l'inflation ont continuellement eu de mauvaises surprises et se sont, par conséquent, retrouvés obligés de payer plus que prévu pour ces produits, cela peut également avoir contribué au manque d'appétence pour les instruments indexés sur l'inflation. Cette situation a pu entraîner une réévaluation à la baisse des risques d'inflation et une diminution équivalente de la valeur perçue de la protection contre l'inflation, c'est-à-dire de la prime de risque ⁶⁸.

Graphique 3

Taux des *swaps* indexés sur l'inflation 5a5a de la zone euro, corrigé de la prime de risque d'inflation

(en pourcentage annuel)



Sources : BCE et Thomson Reuters.

Note : La décomposition est fondée sur un modèle affine de la structure par terme et ajustée à la courbe des *swaps* indexés sur l'inflation zéro coupon de la zone euro. La méthode d'estimation suit celle décrite par Joslin (S.), Singleton (K.) et Zhu (H.) (2011). Pour plus de détails, cf. Camba-Méndez (G.) et Werner (T.), *ECB Working Paper 2033* (2017). La dernière observation se rapporte à juillet 2018.

Il ressort des enquêtes que la prime de risque d'inflation a reculé à peu près au moment où la balance des risques pesant sur les perspectives d'inflation s'est déplacée vers le bas (cf. graphique 4). Les prévisions de l'EPP de la BCE se rapportent à l'inflation dans 5 ans. Par conséquent, pour faciliter les comparaisons, nous prenons une estimation de la prime de risque d'inflation à un horizon plus court, à savoir le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à 1 an dans 4 ans (1a4a). La prime de risque d'inflation a baissé conjointement à la balance des risques pesant sur les perspectives d'inflation, tel que reflété dans la mesure de l'asymétrie tirée des données d'enquête ⁶⁹. Ces évolutions ont pu résulter de préoccupations concernant la faiblesse de la demande agrégée et des pressions désinflationnistes qui y sont associées. Nous le verrons dans la section 3, elles coïncident également avec une hausse de la probabilité de déflation, comme le reflètent les prix des options sur l'inflation.

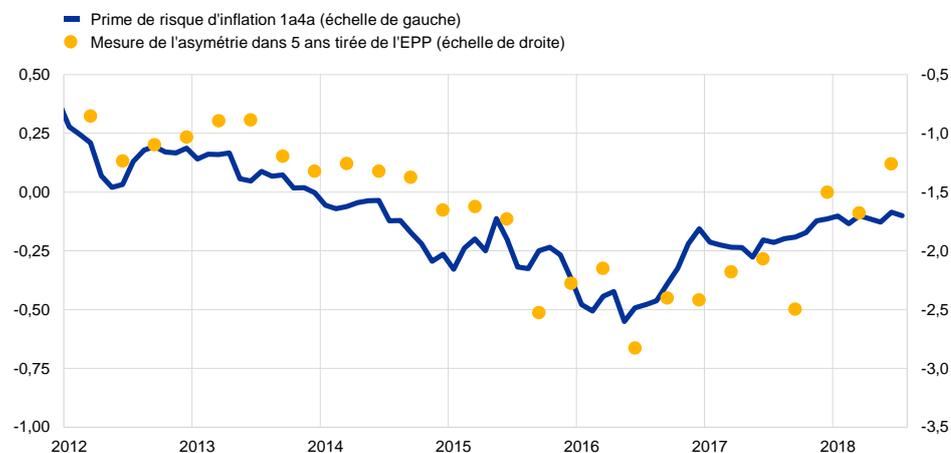
⁶⁸ De fait, la section 3 montre que la valeur de la protection contre la déflation a fortement augmenté fin 2014 et début 2015, avant de s'inscrire en recul plus récemment.

⁶⁹ Cf. l'encadré intitulé « Comment les prévisionnistes professionnels évaluent-ils les risques pesant sur l'inflation ? », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2017.

Graphique 4

Prime de risque d'inflation et balance des risques tirée d'enquêtes

(échelle de gauche : pourcentages annuels ; échelle de droite : nombre d'écart types par rapport à zéro)



Sources : Calculs de la BCE et Thomson Reuters.

Notes : La prime de risque d'inflation est fondée sur la décomposition d'un modèle affine de la structure par terme et ajustée à la courbe des *swaps* indexés sur l'inflation zéro coupon de la zone euro. La méthode d'estimation suit celle décrite par Joslin (S.), Singleton (K.) et Zhu (H.) (2011). La mesure de l'asymétrie inclut les mesures suivantes : l'asymétrie, l'asymétrie des quantiles, la moyenne-médiane et l'estimation ponctuelle moyenne des distributions continues calculées à partir de l'interpolation linéaire et de l'interpolation par spline cubique. Les séries individuelles qui comprennent la mesure de l'asymétrie ont été centrées et réduites de leur écart type (depuis 2011) pour faciliter les comparaisons. Un signe négatif (positif) signifie que la balance des risques est perçue comme orientée à la baisse (à la hausse). La dernière observation se rapporte à juillet 2018.

Depuis mi-2016, les mesures des anticipations d'inflation à long terme suivent une tendance haussière.

Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation 5a5a de la zone euro a atteint un point bas en juin 2016 (à 1,20 %, environ), peu après le référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'Union européenne et les conditions de marché agitées qui en ont résulté. Depuis lors, les mesures des anticipations d'inflation à long terme suivent une tendance haussière dans la zone euro, aux États-Unis et au Royaume-Uni. Si l'on examine à nouveau la décomposition du modèle de la structure par terme des taux de *swaps* indexés sur l'inflation 5a5a de la zone euro présentés dans le graphique 3, il est évident que tout au long de cette phase de redressement, la composante prime de risque d'inflation a fortement augmenté, partant toutefois de niveaux historiquement bas et négatifs. Cette hausse reflète probablement une dissipation des risques à la baisse perçus comme pesant sur les perspectives d'inflation, sur fond d'amélioration généralisée des perspectives économiques mondiales et d'orientation accommodante de la politique monétaire. Le redressement de l'inflation dans les trois juridictions suggère que des facteurs communs, tels que le cycle économique mondial, ont exercé une forte influence sur les anticipations d'inflation à long terme. L'analyse des retombées sur les taux de *swaps* indexés sur l'inflation proposée dans le graphique 2 indique que si cette incidence s'est légèrement modérée, les taux demeurent toutefois très connectés entre les différentes juridictions.

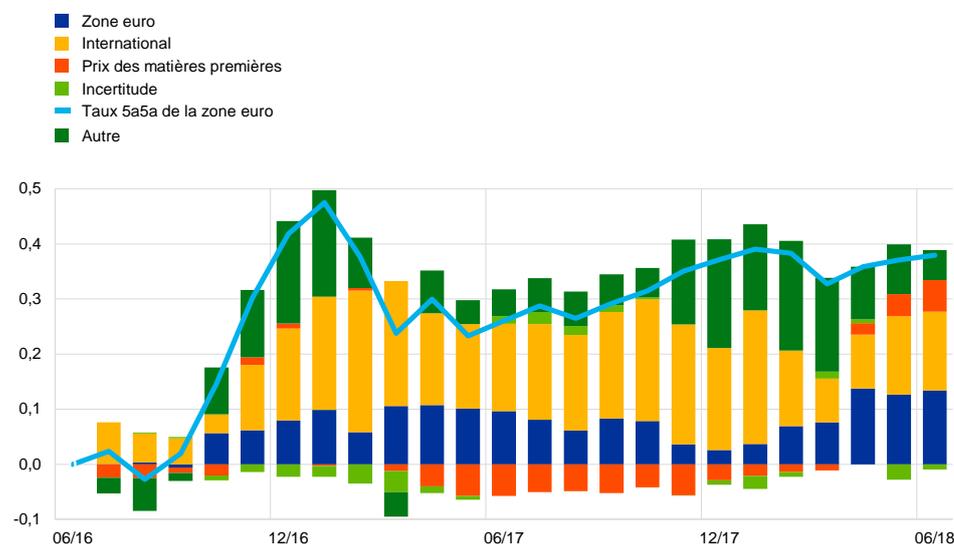
L'analyse fondée sur un modèle corrobore l'idée que le redressement des taux de *swaps* indexés sur l'inflation reflète une dissipation des risques à la baisse perçus comme pesant sur les perspectives d'inflation sur fond d'amélioration généralisée des perspectives économiques mondiales et dans la zone euro (cf. graphique 5). Afin d'apporter un éclairage supplémentaire sur le redressement récent des mesures des anticipations d'inflation extraites d'instruments de marché, en

particulier en vue de comprendre les facteurs qui en sont à l'origine et d'en dégager les effets de façon plus formelle, nous avons recours à une décomposition établie à partir d'un modèle. Cette décomposition est fondée sur un modèle VAR bayésien à quatre juridictions (États-Unis, Royaume-Uni, Chine et zone euro) selon une périodicité mensuelle, qui évalue les contributions aux fluctuations des différentes variables à l'aide d'une décomposition des chocs sur longue période. Outre le taux des *swaps* indexés sur l'inflation 5a5a pour la zone euro, l'ensemble de variables inclut des variables réelles et financières, des indicateurs d'incertitude et les prix des matières premières. Ces variables ont été sélectionnées sur la base de la logique économique et de leur pertinence, comme le suggèrent les études existantes et les rapports des marchés. La décomposition de la hausse cumulée du taux 5a5a de la zone euro depuis juin 2016 (lorsque ce taux a atteint un point bas) suggère qu'elle est principalement due à une combinaison de facteurs, tant internationaux qu'issus de la zone euro. Cette situation serait cohérente avec la dissipation des risques à la baisse perçus comme pesant sur les perspectives d'inflation, sur fond d'amélioration généralisée des perspectives économiques mondiales. Depuis lors, la dynamique du taux 5a5a de la zone euro s'est renforcée en raison de l'amélioration des perspectives de croissance dans la zone euro. Les prix des matières premières ont joué un rôle limité sur l'ensemble de l'horizon considéré, mais au cours de 2018, ils ont exercé une incidence positive sur le taux 5a5a de la zone euro.

Graphique 5

Déterminants macroéconomiques des taux de *swaps* indexés sur l'inflation 5a5a de la zone euro

(en points de pourcentage ; écart par rapport à juin 2016)



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

Notes : Le graphique présente une décomposition des chocs sur longue période établie à partir d'un large modèle VAR bayésien, avec des estimations débutant en 2005 suivant une fréquence mensuelle. Les variables endogènes incluent : l'indice des directeurs d'achat (PMI) pour les États-Unis, la zone euro et le Royaume-Uni, l'indice des prix à la production pour les États-Unis, la Chine et la zone euro, le chômage de la zone euro, l'indice des prix à la consommation (sous-jacent) de la zone euro, les prix du pétrole, les prix des métaux (en euros), le S&P500, l'EuroStoxx, le taux sans risque à deux ans et le taux sans risque à dix ans de la zone euro, le VIX, l'écart de rendement entre les obligations souveraines italiennes et allemandes, le TCEN-38 de l'euro, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation 5a5a de la zone euro. Les variables exogènes incluent : l'encours d'obligations souveraines indexées sur l'inflation de la zone euro. Les chocs sont identifiés en recourant à un classement de Cholesky. Le graphique inclut les variations cumulées depuis juin 2016. La dernière observation se rapporte à juin 2018.

3 La distribution des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché

L'analyse des prix des options sur l'inflation de la zone euro fournit des indications rapidement disponibles sur la distribution des anticipations d'inflation des intervenants de marché, en allant au-delà de la tendance centrale qui ressort des taux des *swaps*. Les options sur l'inflation diffèrent des *swaps*

indexés sur l'inflation dans la mesure où ce sont des instruments avec des résultats à l'échéance (*pay-offs*) « non linéaires ». Dans le cas des options sur l'inflation de la zone euro, cela signifie (a) que le détenteur de l'option touche un résultat si l'inflation mesurée par l'IPCHxT dépasse un certain seuil, et zéro dans les autres cas (*caps* d'inflation) ou (b) que le détenteur de l'option touche un résultat si l'inflation est en deçà d'un certain seuil, et zéro dans les autres cas (*floors* d'inflation). Les options sur l'inflation offrent ainsi effectivement une assurance contre un événement d'inflation particulier et, toutes choses égales par ailleurs, le fait que les investisseurs soient disposés à payer pour une telle assurance dépendra de la probabilité de l'événement en question. En comparant les prix des options qui garantissent contre différents résultats d'inflation, il est possible de déduire la probabilité que les investisseurs leur attribuent – en d'autres termes, la distribution de probabilité des anticipations d'inflation des intervenants de marché.

Les évolutions des probabilités tirées des options pour un éventail d'événements d'inflation montrent que la distribution des anticipations d'inflation a considérablement changé ces dernières années (cf. graphique 6).

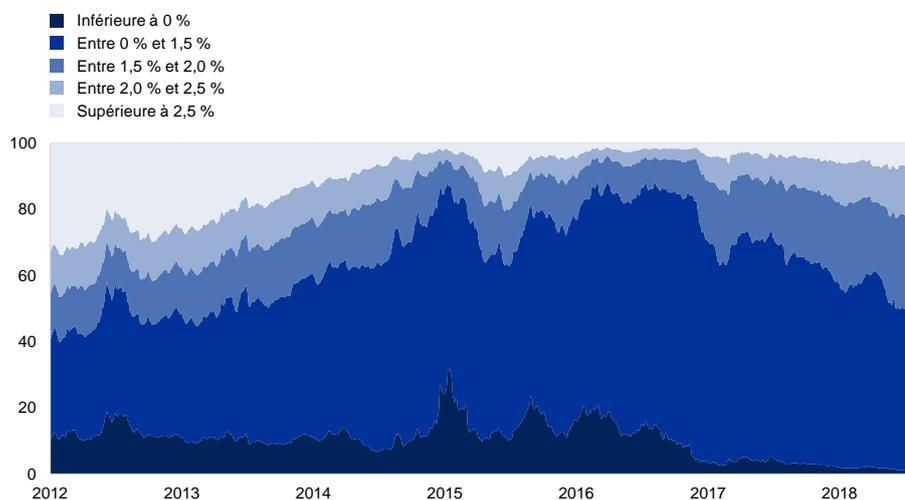
Le graphique rend compte de ce que l'on appelle la probabilité neutre au risque de divers résultats d'inflation pertinents, telle que ressortant des options « zéro coupon » dont le *pay-off* dépend de l'inflation moyenne de la zone euro sur une période de cinq ans (cf. encadré 1 pour une analyse de l'interprétation appropriée des probabilités neutres au risque)⁷⁰. En tant que telles, les probabilités reflètent essentiellement les anticipations d'inflation *au comptant* pour les cinq prochaines années *en commençant aujourd'hui* et ne peuvent donc pas être comparées une à une avec, par exemple, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation 5a5a mentionné précédemment, qui est un taux *anticipé* à cinq ans à *partir d'une date située dans cinq ans*. L'évolution de la distribution implicite est néanmoins utile dans la mesure où cinq ans constituent une période suffisamment longue pour couvrir non seulement les anticipations des intervenants de marché relatives aux évolutions à court terme de l'inflation dans la zone euro mais également, de manière essentielle, les perspectives d'inflation à moyen terme.

⁷⁰ L'extraction des probabilités neutres au risque s'appuie sur Breeden (D.) et Litzenberger (R.), « *Prices of State-Contingent Claims Implicit in Option Prices* », *Journal of Business*, vol. 51, n° 4, p. 621-651, 1978. Les prix des options sont traduits en volatilités implicites en utilisant la formule Black-Scholes et les volatilités implicites sont interpolées d'après Shimko (D.), « *Bounds of Probability* », *RISK*, n° 6, p. 33-37, 1993.

Graphique 6

Distribution neutre au risque de l'inflation moyenne de la zone euro au cours des cinq prochaines années, calculée à partir des options

(en pourcentage)



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

Notes : Probabilités tirées des options zéro coupon sur l'inflation à cinq ans, lissées sur cinq jours ouvrés. Les probabilités neutres au risque peuvent différer sensiblement des probabilités physiques ou véritables. La dernière observation se rapporte au 31 juillet 2018.

En particulier, les distributions tirées des options se sont orientées vers des craintes de déflation fin 2014 et début 2015, qui se sont ensuite atténuées régulièrement après l'introduction de l'APP. Le graphique 6 montre que la

probabilité de déflation neutre au risque a commencé à augmenter de façon marquée vers fin 2014, avant d'atteindre un pic nettement supérieur aux niveaux enregistrés précédemment en janvier 2015 quand l'APP a été annoncé. À ce moment-là, la balance des probabilités entourant les perspectives d'inflation des investisseurs pour la zone euro était fortement orientée vers une dynamique d'inflation positive mais faible (c'est-à-dire entre 0 % et 1,5 %), voire de déflation, – soit un changement net par rapport à trois ans auparavant quand la distribution tirée des options indiquait que les intervenants de marché assignaient une probabilité beaucoup plus forte à une inflation élevée (c'est-à-dire supérieure à 2,5 %). Après l'annonce de l'APP, le risque de déflation ressortant des prix des options sur l'inflation dans la zone euro a fortement diminué, tout en restant légèrement élevé pendant un certain temps par la suite. Toutefois, avec la poursuite de l'APP et l'amélioration des perspectives d'inflation générales, le spectre de la déflation dans la zone euro a progressivement disparu et est à présent considéré comme négligeable par les intervenants de marché.

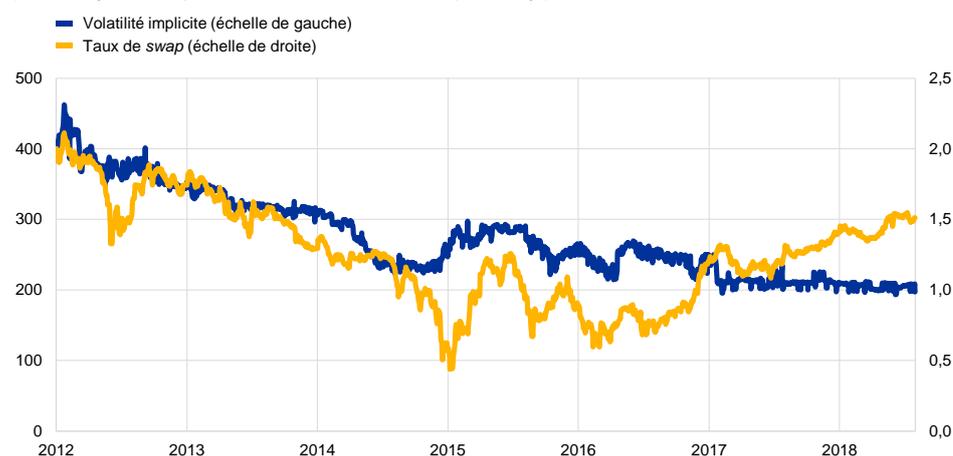
Les informations contenues dans les prix des options sur l'inflation dans la zone euro suggèrent également que les investisseurs ont commencé à intégrer progressivement la baisse de l'incertitude relative à l'inflation. Cette tendance n'apparaît pas uniquement dans le graphique 6, qui montre que la diminution régulière précitée du risque de déflation tiré des options ne s'est pas accompagnée d'une hausse concomitante de la probabilité d'une inflation élevée, et que la probabilité tirée des options actuellement attribuée aux résultats combinés d'une inflation élevée et d'une déflation est nettement inférieure au niveau qui prévalait vers le début de la

période sous revue. Cela ressort également du graphique 7 qui présente l'évolution de l'incertitude relative à l'inflation mesurée par la volatilité tirée des options – une mesure de l'étendue de la distribution (cf. la ligne bleue) – ainsi que les évolutions du taux de *swap* à cinq ans – une mesure de la tendance centrale de la distribution (cf. la ligne jaune)⁷¹. À l'évidence, la tendance à la baisse des volatilités tirées des options tout au long de la période comprise entre 2012 et 2014, qui allait de pair avec les baisses du taux de *swap*, ne s'est pas inversée par la suite. En fait, en dépit du redressement notable du taux de *swap* depuis le second semestre 2016, les volatilités implicites sont restées à des niveaux très faibles et ont même plutôt continué à diminuer. Cela tend à indiquer que l'incertitude des investisseurs concernant l'inflation dans la zone euro et les primes de risque qu'ils exigent restent relativement faibles, compte tenu également de l'amélioration substantielle des perspectives d'inflation (cf. également graphique 3).

Graphique 7

Incertitude relative à l'inflation ressortant des options sur l'inflation dans la zone euro

(échelle de gauche : en points de base ; échelle de droite : en pourcentage)



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

Notes : La « volatilité implicite » se rapporte à la moyenne des volatilités implicites des options zéro coupon sur l'inflation à cinq ans avec différents prix d'exercice (*strike*) (options « *cap* » et « *floor* »). Le « taux de *swap* » se rapporte aux *swaps* indexés sur l'IPCHxT de la zone euro à cinq ans. La dernière observation se rapporte au 31 juillet 2018.

Encadré 1

Interprétation des probabilités tirées des options

Benjamin Böninghausen, Gregory Kidd et Rupert de Vincent-Humphreys

Il est important de souligner que les probabilités « neutres au risque » tirées des options; même si elles contiennent des informations utiles, ne doivent pas être interprétées comme

⁷¹ La volatilité implicite est un concept important pour la valorisation des options. Elle représente le niveau de volatilité de l'actif sous-jacent de l'option sur la durée du contrat d'option qui, compte tenu d'un modèle de valorisation des options, est cohérent avec le prix de marché actuel de l'option. Intuitivement, des prix plus élevés pour les options permettant de se couvrir contre un événement donné sont associés à des probabilités plus élevées que cet événement se produise dans le futur. Toutes choses égales par ailleurs, des probabilités plus élevées impliquent à leur tour des niveaux plus élevés de la volatilité future du sous-jacent. Les volatilités implicites peuvent par conséquent être extraites des prix, en se fondant sur un modèle donné de valorisation des options. Par exemple, si les investisseurs se montrent plus incertains quant aux perspectives d'inflation, c'est-à-dire s'ils tablent sur une hausse de la volatilité à l'avenir, les prix des options sur l'inflation augmenteront. Il est important de noter la nature prospective et subjective de la volatilité implicite, qui la distingue du concept de volatilité historique, ou réalisée.

étant identiques aux probabilités « physiques » sous-jacentes des événements d'inflation. En pratique, cela signifie qu'une probabilité de déflation tirée d'une option de, par exemple, 25 % n'implique pas que les investisseurs pensent qu'il y a une chance sur quatre que la déflation se produise effectivement. Cela est légèrement paradoxal mais, comme l'explique cet encadré, cela est dû à l'existence de primes de risque sur les marchés financiers.

Les probabilités « neutres au risque » tirées des options sont obtenues dans le cadre de considérations classiques d'absence d'arbitrage, sans faire d'hypothèses sur les préférences des investisseurs en matière de risque. Dans cet article, les distributions calculées à partir des options pour les anticipations d'inflation de la zone euro s'appuient, entre autres, sur le modèle bien connu de valorisation des options de Black-Scholes. Ce modèle suppose que les investisseurs ne peuvent percevoir un bénéfice sans risque en achetant (ou en vendant) une option et en vendant (ou achetant) simultanément un portefeuille d'autres actifs qui reproduit le *pay-off* futur de l'option. Cette notion d'« absence d'arbitrage » est centrale dans la théorie de valorisation des actifs et donne lieu à des probabilités dans le cadre d'une mesure de probabilité neutre au risque, généralement appelée Q . De façon plus formelle, et pour simplifier, le prix d'un actif indexé sur l'inflation aujourd'hui (p_t) dépend des probabilités neutres au risque $P^Q(\pi)$ et des *pay-offs* attendus une période plus tard $E_t(x_{t+1}(\pi))$ associés à différents événements d'inflation $\pi \in \Pi$ et au taux sans risque r_f :

$$p_t = \sum_{\pi \in \Pi} \frac{1}{1+r_f} P^Q(\pi) E_t(x_{t+1}(\pi)) \quad (1)$$

Le prix d'un actif en l'absence d'arbitrage correspond par conséquent à une somme pondérée de la probabilité des *pay-offs* futurs attendus actualisés au taux sans risque. En laissant p_t égal au prix actuel du marché, il est possible de déterminer les probabilités neutres au risque $P^Q(\pi)$ en se fondant sur les *pay-offs* attendus $E_t(x_{t+1}(\pi))$ et le taux sans risque connu r_f .

Toutefois, les investisseurs ayant, dans les faits, tendance à présenter une aversion au risque, les probabilités neutres au risque extraites reflètent les préférences en matière de risque autant que les probabilités physiques sous-jacentes des différents résultats. Les investisseurs affichant une aversion au risque sont prêts à payer une prime pour se prémunir contre la désutilité liée à des résultats particulièrement défavorables. Par exemple, dans le contexte de l'inflation, cela peut signifier que les investisseurs valorisent davantage les *pay-offs* des options qui produisent un résultat dans le cas d'événements extrêmes tels que la déflation ou une inflation (très) élevée que ceux qui sont versés dans le cas d'une inflation faible, mais positive. Le vrai prix des options sur l'inflation reflète par conséquent la somme actualisée des valeurs que les investisseurs attribuent aux futurs *pay-offs* dans différents états du monde $\pi \in \Pi$, avec ces états pondérés par les probabilités réelles ou physiques $P(\pi)$ avec la mesure P .

En conséquence, les probabilités neutres au risque ont tendance à surestimer les probabilités physiques correspondantes pour les événements extrêmes et inversement pour les événements non extrêmes. Pour constater cela, il convient de noter qu'extraire $P^Q(\pi)$ en se fondant sur l'équation (1) est conditionné par les *pay-offs* futurs attendus $E_t(x_{t+1}(\pi))$ pour les différents événements d'inflation $\pi \in \Pi$, plutôt que par la valeur que les investisseurs leur attribuent effectivement. Ainsi, $E_t(x_{t+1}(\pi))$ représentera généralement une sous-estimation relative de ces valeurs dans le cas d'événements extrêmes et une surestimation relative dans le cas d'événements non extrêmes. Il est clair que pour un prix de marché donné p_t , cela doit être compensé par les probabilités neutres au risque extraites $P^Q(\pi)$ qui sont supérieures aux véritables probabilités

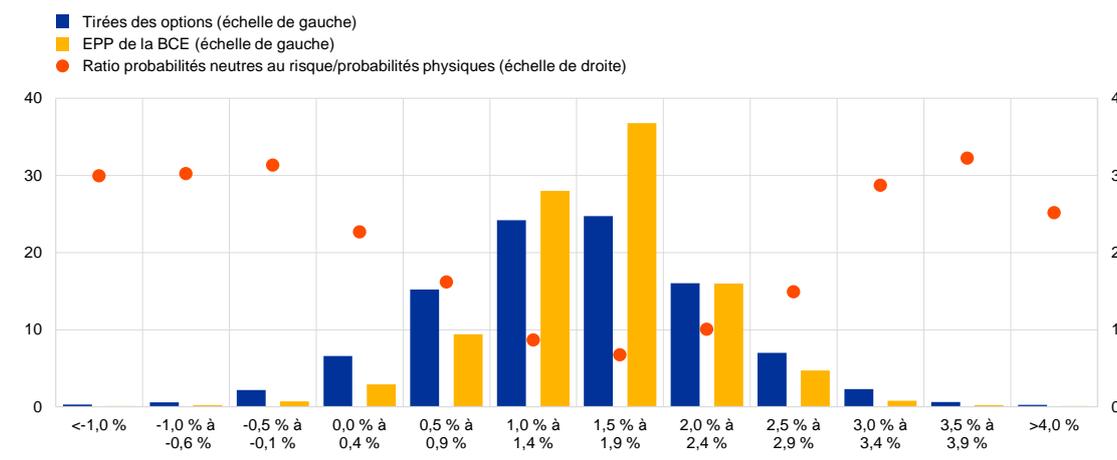
physiques $P(\pi)$ dans le cas d'évènements extrêmes, mais inférieures dans le cas d'évènements non extrêmes.

L'impact des primes de risque sur le niveau des probabilités neutres au risque tirées des options pour l'inflation dans la zone euro peut également être illustré en les comparant avec les résultats présentés dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP). L'EPP répond à cet objectif dans la mesure où elle interroge les participants non seulement sur leurs anticipations relatives à l'inflation dans la zone euro à différents horizons temporels, mais également sur les probabilités qu'ils attribuent aux différents résultats sur l'ensemble de l'éventail de l'inflation pour les mêmes horizons. Ces probabilités peuvent être interprétées comme de véritables probabilités physiques n'étant pas affectées par les primes de risque et fournissent par conséquent un point de référence naturel pour évaluer le degré auquel les intervenants de marché intègrent les primes de risque dans les options sur l'inflation.

Graphique A

Probabilités neutres au risque tirées des options par rapport aux probabilités physiques ressortant de l'enquête EPP de la BCE

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



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

Notes : « Tirées des options » se rapporte à la probabilité neutre au risque d'un résultat d'inflation donné, telle qu'extraite des prix des options zéro coupon à un an fondées sur la hausse (avec un décalage de trois mois) de l'indice des prix à la consommation harmonisé hors tabac (IPCHxT) pour la zone euro. « EPP de la BCE » se rapporte à la probabilité physique pour la hausse de l'IPCH de la zone euro sur l'année à venir, telle qu'elle ressort des réponses des prévisionnistes professionnels interrogés par la BCE (à partir des résultats pour le premier trimestre 2018). À des fins de comparaison, les probabilités neutres au risque sont évaluées à la date limite avant laquelle les participants à l'enquête doivent répondre (11 janvier 2018). Le « ratio des probabilités neutres au risque rapportées aux probabilités physiques » est calculé en divisant les probabilités tirées des options par les probabilités ressortant de l'EPP.

Le graphique A montre que les probabilités tirées des options ont de fait tendance à être plus importantes que les probabilités physiques ressortant de l'enquête dans les queues de distribution, ce qui est cohérent avec la notion selon laquelle les investisseurs demandent une prime de risque pour les événements d'inflation associés. Le graphique compare les résultats pour l'inflation de la zone euro dans un an, soit l'horizon qui permet la correspondance la plus étroite compte tenu de la disponibilité des options sur l'inflation de la zone euro et des horizons considérés dans l'EPP. Les probabilités tirées des options (cf. les barres bleues) dépassent nettement les probabilités qui ressortent de l'enquête (cf. les barres jaunes) pour les scénarios dans lesquels l'inflation est soit négative, soit supérieure à 3 %. Dans chaque cas, les probabilités neutres au risque sont environ trois fois plus élevées que les probabilités physiques (cf. les ronds rouges). En revanche, les probabilités physiques ont tendance à être plus élevées que leurs contreparties

neutres au risque pour les chiffres d'inflation faibles, mais positifs, entre les événements extrêmes précités. Ces observations sont cohérentes avec le fait que les investisseurs prudents valorisent le *pay-off* des options sur l'inflation à un niveau plus élevé dans des régimes de déflation ou d'inflation élevée, ce qui entraîne un écart plus important entre les probabilités neutres au risque et les probabilités physiques associées ⁷².

Même si les probabilités tirées des options doivent être interprétées en gardant à l'esprit les considérations précitées, le suivi de leur évolution au fil du temps apporte des informations importantes sur les variations de l'évaluation par les investisseurs des perspectives d'inflation dans la zone euro. La raison tient au fait que les variations des probabilités neutres au risque et de leurs contreparties physiques seront globalement en phase entre elles, à moins qu'il existe une corrélation négative entre les véritables probabilités physiques et les primes de risque. Toutefois, ce dernier scénario signifierait que, en cas de déflation par exemple, un investisseur devrait systématiquement réviser à la baisse la prime de risque de déflation chaque fois que les risques que cet événement se matérialise sont jugés en hausse. Cela semble improbable – en fait, les probabilités physiques et les primes de risque devraient généralement évoluer en phase au fil du temps (à des degrés divers). Le suivi de l'évolution des probabilités tirées des options fournit par conséquent des signaux utiles et rapides concernant les modifications des perspectives d'inflation sous-jacentes des investisseurs.

4 Conclusions

Les indicateurs de marché relatifs aux anticipations d'inflation pour la zone euro se sont redressés récemment dans le sillage d'une amélioration significative des perspectives macroéconomiques domestiques, après une baisse marquée entre 2014 et mi-2016. L'examen des évolutions des indicateurs de marché à plus long terme relatifs aux anticipations d'inflation réalisé dans le cadre de cet article laisse penser que cette baisse a été corrélée à des tendances similaires dans d'autres grandes juridictions. Une analyse plus approfondie indique que, outre des facteurs domestiques, les préoccupations mondiales concernant l'atonie de la demande agrégée et les pressions déflationnistes associées ont joué un rôle dans la baisse des mesures des anticipations d'inflation pour la zone euro extraites des instruments de marché. Le redressement qui a suivi est attribuable à une dissipation partielle de ces préoccupations et, en particulier, à une amélioration substantielle de l'environnement macroéconomique pour la zone euro, reflétant également notamment la politique monétaire accommodante de la BCE.

Les évolutions récentes des indicateurs de marché à plus long terme ont été liées principalement à la prime de risque d'inflation, qui a varié en phase avec les modifications de la balance des risques relatifs aux perspectives d'inflation.

Une décomposition des variations des indicateurs de marché montre que la

⁷² Il est important de noter que les probabilités déclarées dans les enquêtes s'appuient sur des distributions subjectives. Toutefois, des éléments montrent que les experts ont tendance à être excessivement confiants dans l'exactitude de leur évaluation de l'avenir – en d'autres termes, ils risquent d'attribuer une probabilité trop faible aux événements extrêmes. Une part de l'écart entre les probabilités d'événements extrêmes ressortant des enquêtes et leurs contreparties neutres au risque tirées des options peut par conséquent être imputable à cet « effet de confiance exagérée ».

composante relative aux anticipations pures et celle liée à la prime de risque d'inflation ont toutes deux contribué à la baisse initiale et à la reprise qui a suivi. Toutefois, on estime que l'essentiel de la baisse entre 2014 et mi-2016 est imputable à la prime de risque, dont la baisse est intervenue pratiquement au même moment que l'évolution à la baisse de la balance des risques liée à l'asymétrie des distributions de probabilités présentées dans l'EPP. Considérés ensemble, ces deux facteurs indiquent que les investisseurs ont peu ressenti le besoin de se couvrir contre des scénarios inflationnistes au moment du point bas de mi-2016, mais ont été au contraire préoccupés par la probabilité de résultats déflationnistes.

Les indicateurs de marché laissent également penser que le spectre de la déflation dans la zone euro a reculé de façon constante après la mise en place de l'APP par la BCE et est à présent considéré comme négligeable par les investisseurs. Cet article a utilisé les prix des options sur l'inflation qui permettent de se couvrir contre différents résultats d'inflation pour extraire les distributions de probabilités ressortant des marchés pour les perspectives d'inflation de la zone euro. La probabilité de déflation implicite a fortement augmenté, dépassant les niveaux enregistrés précédemment en janvier 2015 lorsque la BCE avait annoncé son programme d'achats d'actifs (APP). À ce moment-là, la balance des probabilités entourant les perspectives d'inflation des investisseurs était fortement orientée vers une dynamique de déflation et d'inflation faible mais positive. Toutefois, avec la poursuite de l'APP et l'amélioration des perspectives globales en matière économique et d'inflation dans la zone euro, le spectre de la déflation a progressivement disparu.

3 Tendances et évolutions de l'utilisation des espèces en euros au cours des dix dernières années

Laure Lalouette et Henk Esselink

1 Évolutions de la circulation des billets en euros

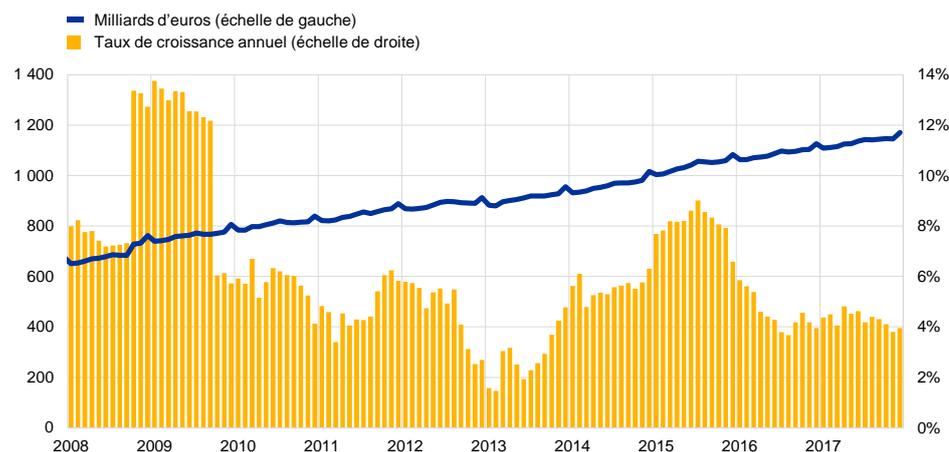
1.1 Évolutions globales de la circulation

La valeur des billets en euros en circulation a augmenté de façon continue au cours de la période allant de janvier 2008 à décembre 2017, affichant un taux de croissance annuel moyen de 6,1 %. Fin 2017, la valeur totale des billets en euros en circulation s'établissait à 1 171 milliards d'euros, affichant un rythme de croissance annuel de 4,0 %. Les fluctuations saisonnières de la circulation peuvent être observées notamment durant les vacances d'été et la période de Noël (cf. graphique 1). Le ratio billets en circulation/produit intérieur brut (PIB) nominal est passé de 7,9 % à 10,5 % au cours des dix dernières années, ce qui indique que, bien qu'en phase avec l'évolution de la croissance du PIB (cf. graphique 2), la valeur des billets en euros en circulation a progressé plus vite que l'économie globale, et que d'autres facteurs ont donc contribué à cette hausse. Certains de ces facteurs sont décrits de façon plus détaillée dans le présent article.

Graphique 1

Circulation des billets en euros

(variation annuelle en pourcentage, données mensuelles, milliards d'euros)

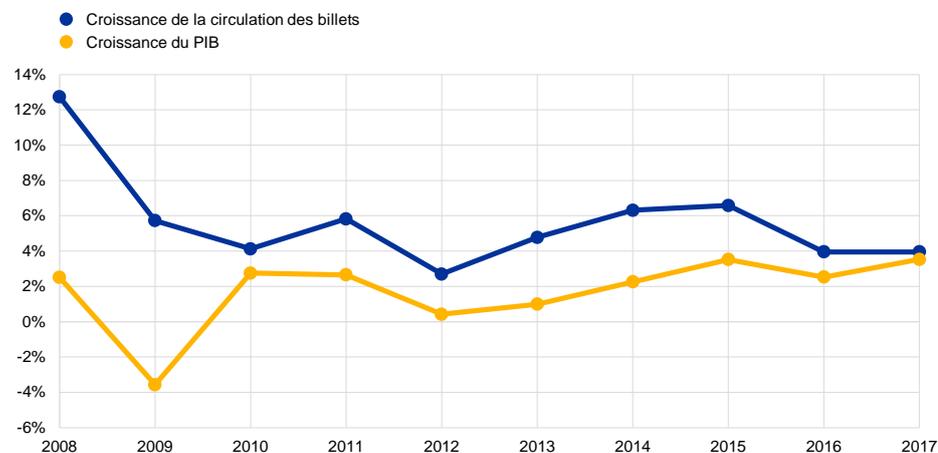


Source : Système d'information sur les données fiduciaires de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent au 31 décembre 2017.

Graphique 2

Circulation des billets en euros et PIB

(en pourcentage)



Sources : Système d'information sur les données fiduciaires de la BCE et entrepôt de données statistiques de la BCE (SDW).

Notes : Taux de croissance annuels calculés à la fin de l'année. PIB nominal aux prix du marché.

Au cours de la période sous revue, l'euro a été adopté successivement par Chypre et Malte (2008), la Slovaquie (2009), l'Estonie (2011), la Lettonie (2014) et la Lituanie (2015). Les effets de l'introduction de l'euro dans ces pays sur le nombre total et la valeur totale des billets en euros en circulation ont, toutefois, été très limités. Deux mois après les introductions respectives de l'euro dans ces pays, leurs contributions à la valeur totale des billets en euros en circulation étaient comprises entre 0,03 % et 0,35 %.

Abstraction faite de l'introduction de l'euro dans les six États membres mentionnés précédemment, la circulation des billets en euros au cours de la période allant de 2008 à fin 2017 a été caractérisée par quatre principaux événements.

La crise de Lehman Brothers – Entre janvier et septembre 2008, le taux de croissance annuel moyen de la circulation en valeur s'est établi à 7,6 %. Après la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008, les émissions nettes de billets en euros ont augmenté de 43,7 milliards d'euros en octobre, dont 13,7 milliards d'envois nets de billets en euros à destination de régions situées en dehors de la zone euro, soit la valeur la plus élevée depuis l'introduction de l'euro. D'octobre 2008 à fin septembre 2009, la valeur des billets en circulation a continué d'augmenter, affichant un rythme de croissance annuel moyen de 13,0 %. Au cours de cette période, la circulation en valeur a augmenté de 83,3 milliards d'euros, par rapport à 46,6 milliards seulement pour la période allant d'octobre 2007 à fin septembre 2008. On peut en déduire que le supplément de croissance de la circulation en valeur dû à la crise a représenté quelque 37 milliards d'euros. Les coupures de 50, 100 et 500 euros, qui ont représenté, respectivement, 18,4 %, 17,5 % et 56,9 % du supplément de croissance, ont apporté la plus forte contribution.

La crise de la dette souveraine – L'automne 2009 a marqué le début de la crise de la dette souveraine en Europe, dont les effets sur la demande de billets se sont fait sentir jusqu'à fin 2013. Dans un environnement d'incertitude sur les marchés

financiers, de manque de confiance dans la dette publique et de faiblesse de la croissance du PIB dans la zone euro, la demande de billets en euros s'est ralentie et le taux de croissance annuel de la circulation en valeur a atteint son point bas historique de 1,5 %. Cependant, sur l'intégralité de la période allant d'octobre 2009 à fin 2013, la croissance annuelle de la circulation en valeur est restée relativement soutenue, ressortant en moyenne à 4,6 %.

La reprise économique dans la zone euro – Conjuguée à la faiblesse des taux d'intérêt (cf. encadré 3), cette évolution s'est traduite par une accélération de la croissance de la circulation des billets depuis début 2014. En décembre 2014, la dépréciation du rouble russe vis-à-vis de l'euro a entraîné une augmentation exceptionnelle des achats de billets en euros de la part des régions situées en dehors de la zone euro, essentiellement en Russie. En décembre 2014, les envois nets s'élevaient à 6,5 milliards d'euros, ce qui représente le volume mensuel le plus élevé observé depuis la crise financière de 2008-2009. Au cours de la période allant de janvier 2014 à janvier 2016, le taux de croissance annuel moyen s'est établi à 6,8 %.

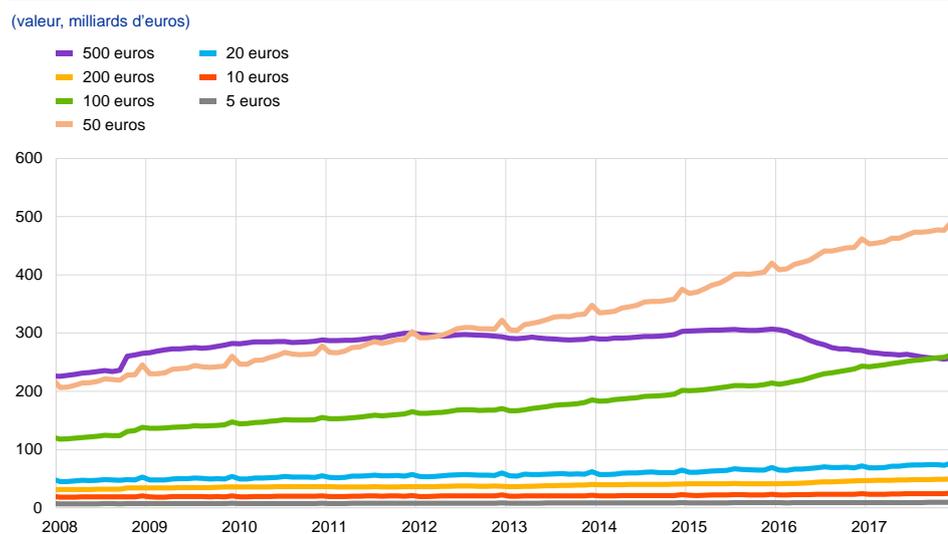
La décision du Conseil des gouverneurs relative à la coupure de 500 euros – Le 4 mai 2016, le Conseil des gouverneurs a décidé de cesser de produire le billet de 500 euros avec effet immédiat et d'arrêter son émission vers la fin 2018. La circulation des billets de 500 euros a reculé de façon continue depuis que les premières discussions sur le sujet ont été relayées par les médias en février 2016, même si cette baisse a marqué le pas depuis avril 2017. Fin 2017, la valeur des billets de 500 euros en circulation s'élevait à 256,8 milliards d'euros, contre 306,8 milliards fin 2015. Dans le même temps, la demande de coupures de 200, 100 et 50 euros a augmenté plus fortement que les années précédentes. Cette augmentation contrebalance dans une large mesure la baisse de la circulation de la coupure de 500 euros. En moyenne, de février 2016 à décembre 2017, la croissance annuelle de la circulation est ressortie à 4,4 %.

1.2 Structure par coupures des billets

La coupure de 50 euros est de loin le billet le plus représenté dans la circulation. Le billet de 500 euros était la coupure représentant la plus grande part des billets en circulation en termes de valeur jusqu'en avril 2012, période à partir de laquelle la coupure de 50 euros est devenue la plus importante. Fin 2017, la coupure de 50 euros représentait 42 % de la valeur totale de la circulation (cf. graphiques 3 et 4). La popularité de la coupure de 50 euros peut être attribuée au fait qu'elle est utilisée à la fois à des fins de transaction et comme réserve de valeur. Par suite de la décision du Conseil des gouverneurs d'arrêter l'émission de la coupure de 500 euros, l'augmentation de la valeur totale des billets de 50 euros et 100 euros en circulation s'est encore accélérée à compter de février 2016. En octobre 2017, la coupure de 100 euros a dépassé la coupure de 500 euros en tant que deuxième coupure la plus importante en circulation en termes de valeur. La valeur totale des billets de 200 euros en circulation ne s'est que légèrement accélérée après la décision relative à la coupure de 500 euros. Fin 2017, la part cumulée des trois plus grosses coupures en euros représentait 48,5 %. À titre de comparaison, le billet de 100 dollars représentait

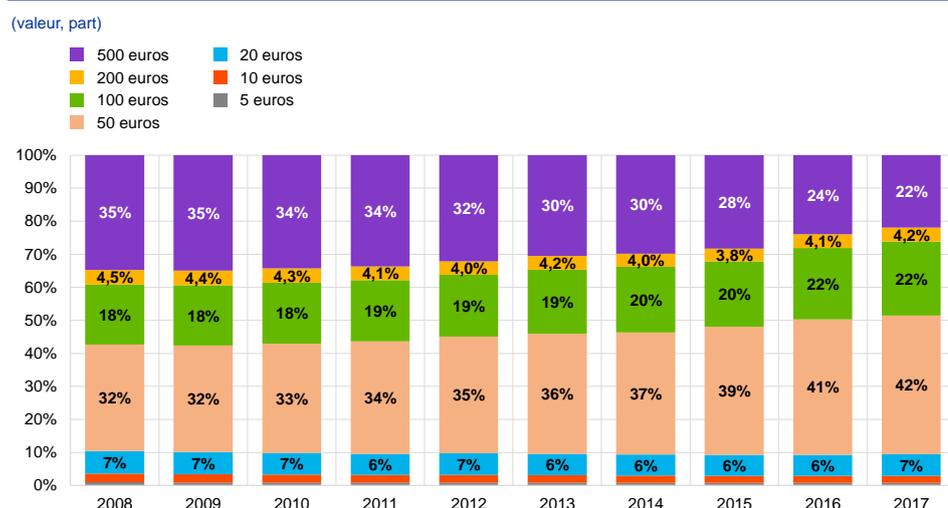
une part de 79,7 % de la valeur totale des billets en dollars en circulation au même moment. En revanche, depuis janvier 2008, les trois plus petites coupures (5, 10 et 20 euros), qui sont principalement utilisées à des fins de transaction, ont représenté des parts relativement stables de la circulation en valeur, soit un total cumulé de 10,5 % fin 2008 et 9,5 % fin 2017.

Graphique 3
Billets en euros en circulation par coupures



Source : Système d'information sur les données fiduciaires de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent au 31 décembre 2017.

Graphique 4
Part des billets en euros en circulation par coupures



Source : Système d'information sur les données fiduciaires de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent au 31 décembre 2017.

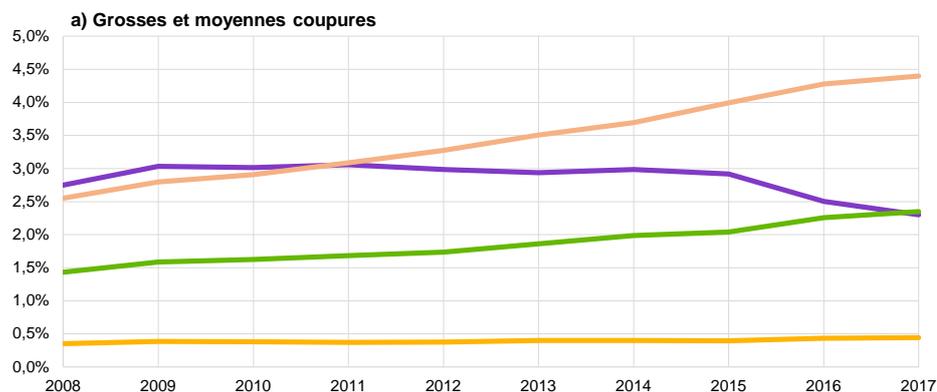
Si l'on examine la contribution de chaque coupure à la part que représente la valeur des billets en circulation en pourcentage du PIB (cf. graphique 5), il est manifeste que les billets de 50 euros et 100 euros en particulier ont contribué à

l'augmentation du ratio espèces/PIB. Le ratio des billets de 500 euros rapportés au PIB a augmenté pour atteindre 3 % durant la première année qui a suivi la crise de Lehman Brothers, avant de commencer à diminuer. Cette évolution s'est accélérée avec l'annonce de la décision d'arrêter l'émission du billet de 500 euros, le ratio atteignant 2,3 % fin 2017. En revanche, le ratio des billets de 200 euros rapportés au PIB n'a affiché qu'une augmentation très faible au cours des dix dernières années et les ratios des billets de 5 euros et 10 euros rapportés au PIB sont demeurés stables, confirmant que ces billets sont généralement utilisés à des fins de transaction. Étonnamment, le ratio des billets de 20 euros rapportés au PIB a augmenté plus vite que la taille de l'économie de la zone euro, indiquant que des facteurs autres que l'augmentation du nombre de transactions ont également contribué à la demande pour cette coupure. Le graphique 5(a) montre l'évolution des ratios pour les grosses et moyennes coupures, soit de 50 à 500 euros et le graphique 5(b) pour les trois petites coupures, soit 5, 10 et 20 euros.

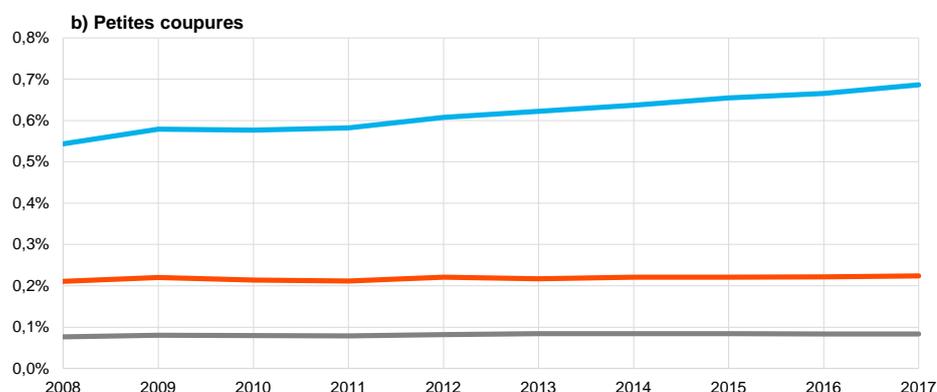
Graphique 5
Ratio billets en circulation/PIB nominal

(pourcentage du PIB nominal)

— 500 euros
— 200 euros
— 100 euros
— 50 euros



— 20 euros
— 10 euros
— 5 euros



Sources : Système d'information sur les données fiduciaires de la BCE et entrepôt de données statistiques de la BCE (SDW).
Note : PIB nominal aux prix du marché.

2 Les différents facteurs à l'origine de la circulation des billets en euros

2.1 L'utilisation des espèces pour les transactions domestiques

Les billets en euros sont utilisés comme instruments de paiement par 340 millions de citoyens européens pour leurs transactions quotidiennes, privées ou professionnelles. Les déterminants des espèces détenues et utilisées pour les transactions privées dans les points de vente sont décrits en détail dans une récente étude de la BCE ⁷³. Les espèces sont également détenues par les commerçants et dans les distributeurs automatiques, billetteries et machines à sous, et conservées par les institutions financières monétaires (IFM) en vue de leur distribution aux guichets des banques ou dans les DAB (cf. encadré 3).

Encadré 1

L'utilisation des espèces dans les points de vente, indications tirées d'une enquête

Elisabetta Maria Saini et Henk Esselink

Indications supplémentaires tirées de l'enquête relative à l'utilisation des espèces par les ménages dans la zone euro

L'étude (*Occasional Paper*) de la BCE intitulée « *The use of cash by households in the euro area* » a révélé que, dans la zone euro en 2016, une moyenne de 79 % de l'ensemble des transactions effectuées dans les points de vente l'ont été en espèces. En termes de valeur des transactions, les espèces ont représenté une part de 54 % ⁷⁴. La valeur moyenne d'une transaction réalisée à l'aide de n'importe quel moyen de paiement est ressortie à 18,10 euros. La valeur moyenne d'une transaction en espèces s'est établie à 12,38 euros. En effet, comme cela a déjà été montré dans cette étude, approximativement deux tiers de l'ensemble des paiements portaient sur un montant inférieur à 15 euros, 88 % d'entre eux étant effectués en espèces. En d'autres termes, les espèces sont généralement utilisées pour les transactions de faible valeur. Dans le même temps, seulement 8 % de l'ensemble des transactions dans les points de vente portaient sur des montants de 50 euros ou plus et seulement 2 % du nombre total des transactions effectuées dans les points de vente portaient sur des montants de 100 euros ou plus. Lorsqu'on examine la valeur des transactions, toutefois, le tableau est différent. En termes de valeur, en 2016 seulement 20 % de l'ensemble des transactions dans les points de vente portaient sur des montants inférieurs à 15 euros et celles portant sur des

⁷³ Cf. Esselink (H.) et Hernandez (L.), « *The use of cash by households in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 201, BCE, Francfort-sur-le-Main, novembre 2017.

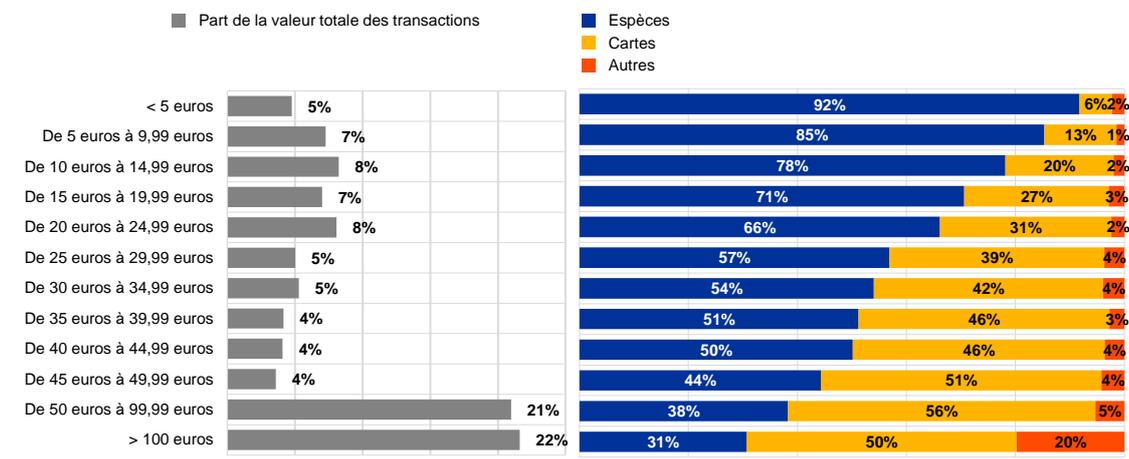
⁷⁴ L'étude est réalisée à partir d'une enquête fondée sur un carnet recensant les paiements dans 17 pays de la zone euro. Les résultats d'enquêtes séparées menées en Allemagne et aux Pays-Bas, en 2014 et en 2016, respectivement, ont été intégrés pour montrer la part des espèces dans les transactions effectuées dans les points de vente sur l'ensemble de la zone euro. En février 2018, la Deutsche Bundesbank a publié les résultats d'une étude fondée sur un carnet recensant les paiements intitulée « *Payment behaviour in Germany in 2017 - Fourth study of the utilisation of cash and cashless payment instruments* ». Les résultats ont fait ressortir une baisse de la part des paiements en espèces en Allemagne de 5 points de pourcentage en nombre et de 6 points de pourcentage en valeur par rapport à l'enquête de 2014, laissant supposer que les résultats pour la zone euro en termes d'utilisation des espèces auraient été légèrement plus faibles si les résultats de l'Allemagne pour 2016 avaient été disponibles en vue de l'étude relative à la zone euro.

montants de 50 euros ou plus représentaient 43 % de la valeur totale des transactions dans les points de vente, comme le montre le graphique A.

Graphique A

Utilisation des instruments de paiement dans les points de vente, par classes de valeur

(valeur des transactions, parts)



Sources : BCE, Deutsche Bundesbank et De Nederlandsche Bank.

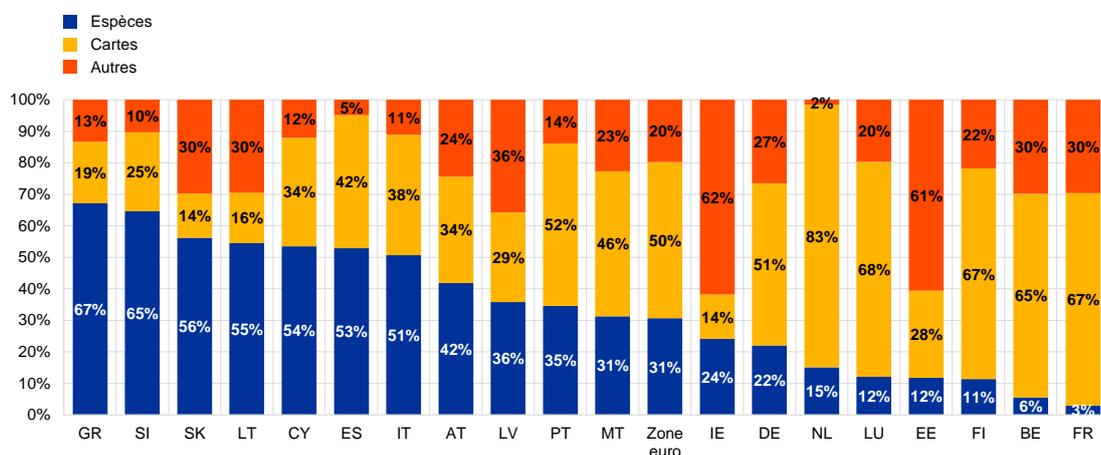
Note : La présente enquête a été réalisée en 2016.

Les transactions de valeur plus élevée sont principalement réalisées à l'aide de cartes de paiement, mais plus d'un tiers des transactions dans les points de vente portant sur des montants supérieurs à 100 euros sont toujours effectuées en espèces. Cependant, en phase avec d'autres conclusions de l'étude, il existe des différences importantes dans la zone euro concernant le recours aux espèces pour les paiements, y compris pour des montants supérieurs à 100 euros. Le graphique B montre que dans sept pays de la zone euro plus de 50 % des paiements dans les points de vente, en termes de valeur, ont été effectués en espèces, alors que dans d'autres pays comme la France et la Belgique la part des transactions de valeur élevée réalisées en espèces a été relativement mineure.

Graphique B

Valeurs des transactions par instrument et par pays pour des transactions effectuées dans les points de vente d'un montant supérieur à 100 euros

(pourcentage des transactions totales > 100 euros dans les points de vente ; valeur des transactions)



Sources : BCE, Deutsche Bundesbank et De Nederlandsche Bank.
Note : La présente enquête a été réalisée en 2016.

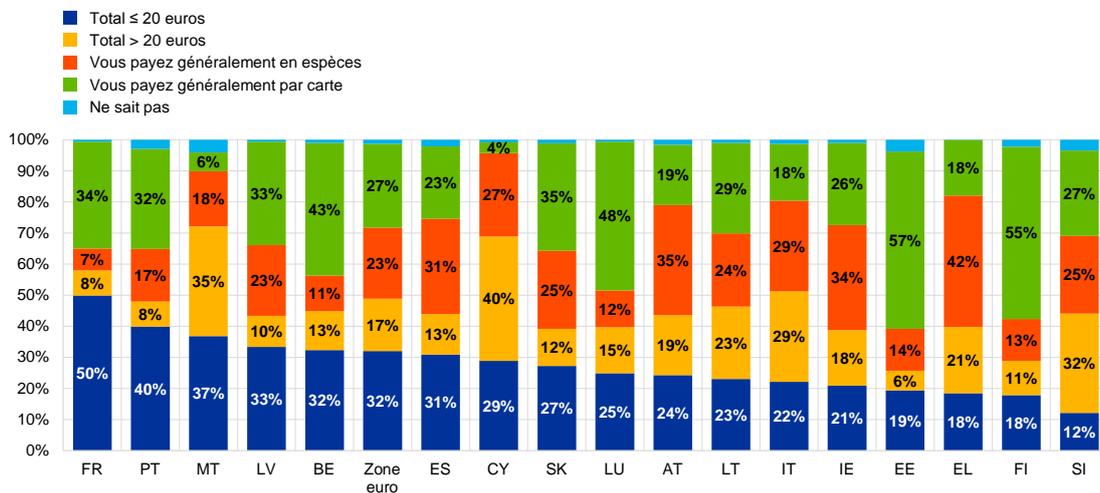
Le graphique A montre que plus le montant à payer est élevé, plus faible est la probabilité que les consommateurs effectuent le paiement en espèces. Toutefois, tous les consommateurs ne se comportent pas de la même manière en termes de seuil à partir duquel ils paient en espèces, par carte ou par d'autres moyens : seuls 49 % des participants dans les 17 pays de la zone euro où la question a été posée ont répondu qu'ils choisissaient leur instrument de paiement en fonction du montant à payer, approximativement un tiers des participants indiquant qu'ils réglait généralement les montants inférieurs à 20 euros en espèces (cf. graphique C). En revanche, 50 % des participants ont indiqué que leur comportement de paiement n'était normalement pas lié au montant à payer, 23 % ont déclaré qu'ils payaient toujours en espèces, et 27 % payaient en règle générale toujours par carte. Les résultats par pays sont cohérents avec les anticipations fondées sur d'autres résultats de l'enquête. Plus de 50 % des participants en Estonie et en Finlande ont indiqué qu'ils utilisaient généralement des cartes, indépendamment du montant, tandis qu'à Chypre, à Malte, en Grèce, en Italie et en Autriche, moins de 20 % des participants procédaient généralement ainsi.

Graphique C

Seuil en dessous duquel les espèces sont privilégiées

Question : Lorsque vous réalisez des achats en magasin, quel est le montant en dessous duquel vous payez généralement en espèces de préférence à tout autre mode de paiement ?

(pourcentages ; à partir de 20 772 participants issus de la zone euro)



Source : BCE.

Note : Résultats non comparables pour les Pays-Bas et non disponibles pour l'Allemagne. La présente enquête a été réalisée en 2016.

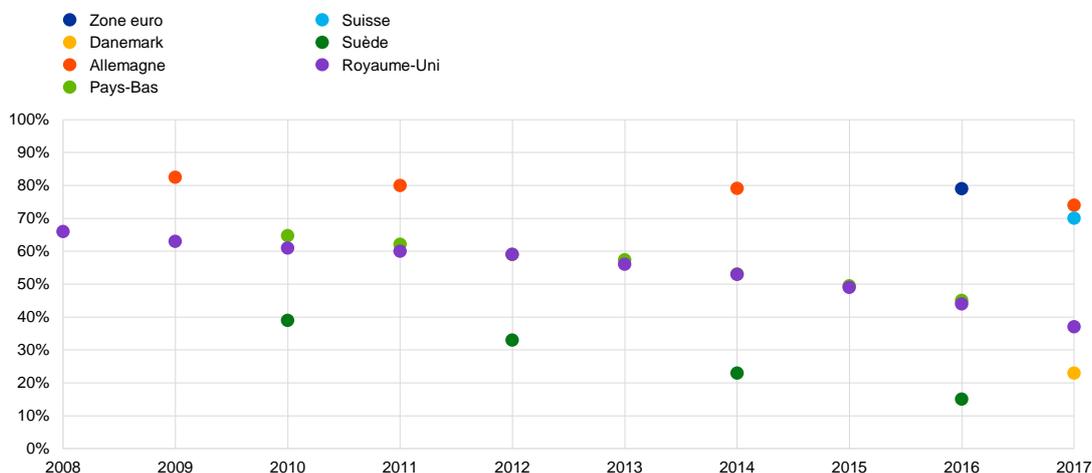
Quel avenir pour les espèces utilisées à des fins de transaction ?

Les résultats des récentes enquêtes relatives au comportement en matière de paiement sont présentés dans le graphique D. Le comportement des consommateurs en matière de paiement dans les pays en question est hétérogène, l'Allemagne et la Suisse étant des pays où les espèces jouent un rôle primordial et la Suède étant presque une société sans espèces. L'utilisation des espèces qui est faite dans la zone euro considérée dans son ensemble est comparable à celle de l'Allemagne. Il est intéressant de noter que le Royaume-Uni et les Pays-Bas ont suivi une tendance presque en tout point similaire de recul de l'utilisation des espèces. L'ensemble des pays qui ont mené des enquêtes dans la durée ont constaté que l'utilisation des espèces avait diminué en pourcentage du total des transactions, mais à des rythmes différents, et même si l'on ne peut pas prédire la vitesse du phénomène, il faut s'attendre également à une baisse comparable de l'utilisation des espèces pour la zone euro dans son ensemble.

Graphique D

Transactions en espèces en pourcentage des transactions dans les points de vente ou de l'ensemble des transactions

(pourcentages, nombre de transactions)



Sources : BCE, Danmarks Nationalbank, Deutsche Bundesbank, De Nederlandsche Bank, UK Finance (*UK Payment Markets Summary 2018*), Banque nationale suisse et Sveriges Riksbank.

Notes : Les enquêtes reposent sur des champs (par exemple l'accent mis sur les transactions dans les points de vente ou sur l'ensemble des transactions) et des méthodologies différents. Les données pour la Suède sont tirées de la question posée dans l'enquête suédoise : Comment avez-vous payé la dernière fois que vous avez effectué un paiement ?

L'introduction de la deuxième série de billets en euros (la série Europe) offre une occasion unique d'estimer le pourcentage de billets en circulation utilisés pour des motifs de transactions domestiques. Les coupures de 5 à 50 euros de la série Europe ont été introduites de façon successive depuis 2013 ⁷⁵. Le rythme de substitution de la deuxième série de billets en circulation à la première sur une période définie peut donner une indication du pourcentage de billets en circulation utilisés pour les opérations de paiement ⁷⁶. Les retours de billets de la première série à l'issue de cette période définie peuvent indiquer que ces billets ont été utilisés comme réserve de valeur ou détenus à l'étranger. Toutefois, les estimations fondées sur cette méthode présentent plusieurs limites. Premièrement, les deux séries ont été émises de différentes manières selon les coupures et les pays. À titre d'exemple, la période durant laquelle une coupure donnée de la première série continuait d'être émise par la banque centrale après l'introduction de la nouvelle série était différente selon les pays. Deuxièmement, même si la BCE a précisé que les billets de la première série continuaient d'avoir cours légal, l'annonce du lancement de la deuxième série peut, dans une certaine mesure, avoir incité à utiliser des billets de la première série qui sinon auraient été conservés à titre de réserve de valeur. Troisièmement, la période minimale à l'issue de laquelle un billet retourné peut être considéré comme ayant été utilisé à titre de réserve de valeur ne peut pas être déterminée de façon précise.

⁷⁵ Dates de lancement de la deuxième série : 5 euros le 2 mai 2013, 10 euros le 23 septembre 2014, 20 euros le 25 novembre 2015 et 50 euros le 4 avril 2017.

⁷⁶ Cf. également « *The demand for euro banknotes at the Bundesbank* », *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, mars 2018, p. 44-49, et Bartzsch (N.), « *Transaction balances of small denomination banknotes: findings from the introduction of ES2* », dans *International Cash Conference*, Deutsche Bundesbank, 2017, p. 288-311.

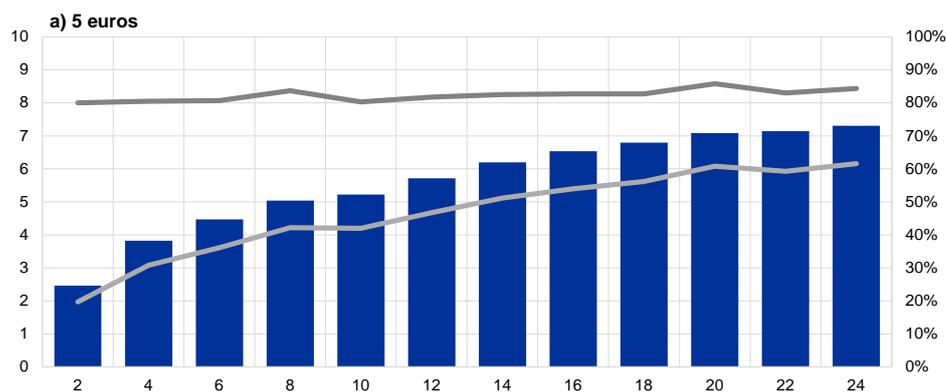
Les graphiques 6(a) à (d) montrent qu'après 12 mois les pourcentages de billets de la deuxième série dans la circulation totale s'établissaient à 57 % pour les coupures de 5 euros et 20 euros, à 67 % pour la coupure de 10 euros et à 31 % pour la coupure de 50 euros. En supposant que ces taux de saturation représentent la part active des billets de 5 à 50 euros en circulation, il peut être estimé que la valeur en circulation des billets de 5 à 50 euros utilisés à des fins de transactions s'établit à 220 milliards d'euros environ, soit un taux légèrement inférieur à celui de 20 % pour l'ensemble des coupures fin 2017. Toutefois, si l'on considère que la saturation ne s'est pas totalement stabilisée après 12 mois, la circulation active de ces coupures est probablement légèrement plus élevée. En outre, la part totale des espèces en circulation utilisées pour les transactions serait plus élevée si les valeurs des transactions réglées avec des coupures de 100, 200 et 500 euros étaient également prises en compte.

Comme le montrent également les graphiques 6(a) à (d), deux ans après l'introduction de la série Europe, 27 % des billets de 5 euros et 20 euros et 21 % des billets de 10 euros de la première série ne sont toujours pas revenus à la banque centrale. La valeur totale de tous les billets de 5 à 20 euros non retournés fin 2017 s'élevait à 24 milliards d'euros. Certains de ces billets non retournés peuvent avoir été perdus, emportés à l'étranger ou conservés quelque part et oubliés. De toute façon, l'intégralité des billets en euros de la première série peuvent continuer d'être utilisés ⁷⁷.

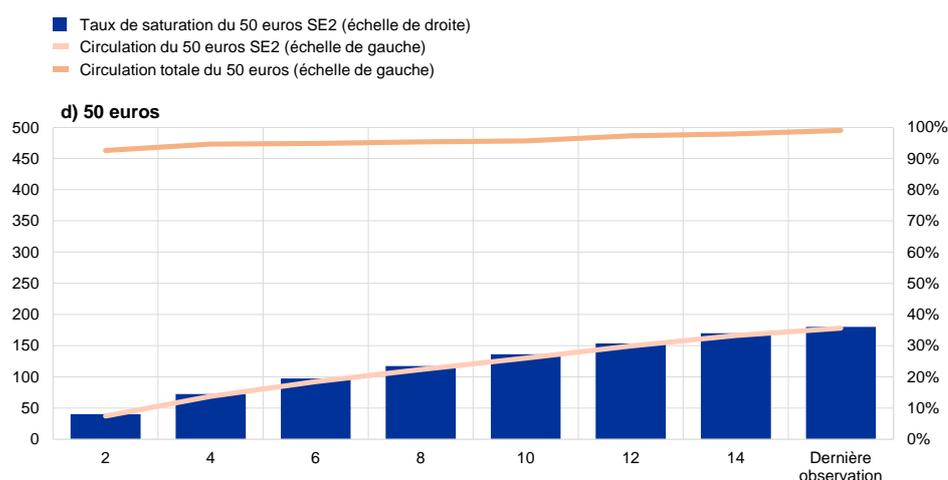
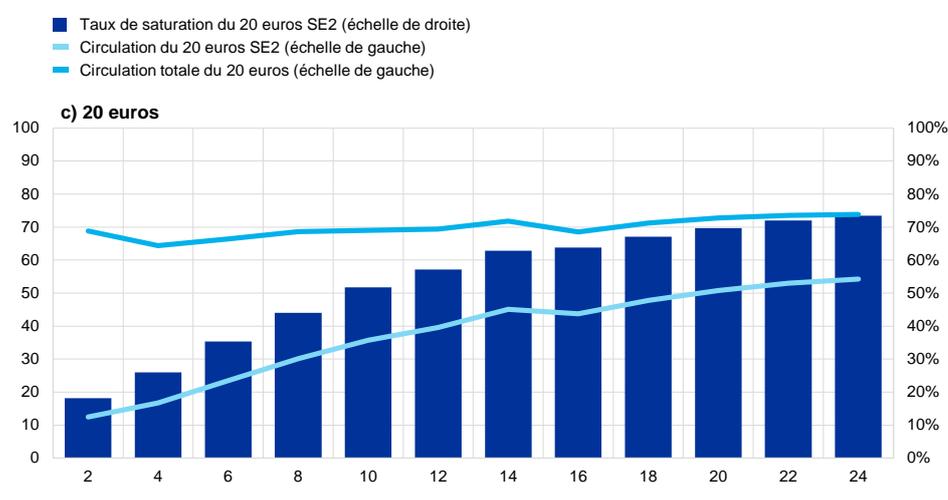
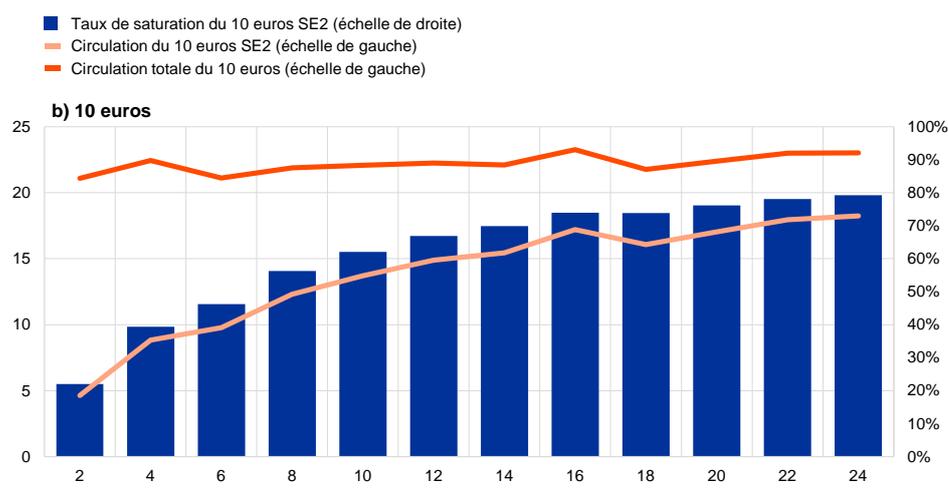
Graphique 6
Introduction de la deuxième série (SE2) de billets en euros

(valeur, milliards d'euros)

- Taux de saturation du 5 euros SE2 (échelle de droite)
- Circulation du 5 euros SE2 (échelle de gauche)
- Circulation totale du 5 euros (échelle de gauche)



⁷⁷ La BCE pourrait décider de leur retirer leur cours légal à un moment donné, après une annonce en temps voulu. Toutefois, l'ensemble des billets en euros conserveront toujours leur valeur parce qu'il sera toujours possible de les échanger auprès des banques centrales nationales de l'Eurosystème.



Source : Calculs de la BCE à partir des données issues du système d'information sur les données fiduciaires.
 Note : L'axe horizontal représente le nombre de mois après l'émission initiale des billets de la deuxième série.

La fréquence de retour des billets donne également une indication de l'usage qui en est fait. Une autre méthode pour estimer la circulation active repose sur la fréquence de retour des billets, soit le nombre de fois qu'un billet revient à la banque

centrale, ou dans une banque commerciale chargée par la banque centrale de détenir les billets pour son compte (*notes held to order – NHTO*), sur un an.

$$\text{Fréquence de retour} = \frac{\sum \text{billets retournés aux BCN et dépôts NHTO}, t}{(\text{circulation de billets}), t}$$

Une fréquence de retour faible indique que la coupure reste en circulation sur une longue période. Cela pourrait être un indicateur de sa fonction de réserve de valeur. Selon les données relatives à 2017, dans la zone euro les billets de 5, 10 et 20 euros sont revenus dans les banques centrales en moyenne deux à trois fois par an, tandis que la coupure de 50 euros est revenue en moyenne seulement une fois par an. Les grosses coupures, en revanche, reviennent seulement tous les deux à quatre ans. En considérant que la coupure de 10 euros est purement un billet de transaction⁷⁸ et en appliquant sa fréquence de retour à toutes les autres coupures, on obtient une estimation de leur utilisation à des fins de transaction. À partir de cette méthode, on peut estimer que la valeur en circulation de toutes les coupures utilisées à des fins de transaction est approximativement de 280 milliards d'euros, ce qui représente un quart de la valeur totale de la circulation fin 2017.

Tableau A

Valeur totale des espèces utilisées pour les transactions par coupures établie à partir de leur fréquence de retour

(valeur, milliards d'euros)

	500 euros	200 euros	100 euros	50 euros	20 euros	10 euros	5 euros	Total
Fréquence de retour	0,3	0,3	0,5	1,1	2,8	3,8	1,9	1,7
Valeur détenue pour les transactions	22,7	3,7	32,8	142,7	53,5	21,4	4,5	281,4

Source : Calculs de la BCE à partir des données issues du système d'information sur les données fiduciaires.
Notes : La circulation de la coupure de 10 euros est établie à partir de la circulation de la deuxième série.

D'un point de vue empirique, il est difficile de définir précisément la frontière entre les motifs de transaction et d'épargne. Les deux méthodes décrites précédemment ne donnent que des indications très grossières du pourcentage de billets en circulation utilisés pour les transactions. Elles font toutes deux l'hypothèse d'une distinction nette entre les espèces qui sont utilisées à des fins de transaction et les espèces qui sont utilisées comme réserve de valeur, ce qui n'est bien sûr jamais réellement le cas. L'intention du détenteur n'étant pas connue, la question se pose de savoir si les espèces doivent être considérées comme réserve de valeur après un mois, trois mois, un an, etc. Certains, par exemple, ont tendance à retirer un montant important d'espèces en une fois pour regarnir leurs portefeuilles progressivement à l'aide des billets qu'ils conservent chez eux. En outre, une partie des espèces qui sont

⁷⁸ Bien que la coupure de 5 euros soit typiquement une coupure de transaction, elle n'a pas été choisie comme référence pour l'estimation parce que sa fréquence de retour est plus faible que celle des billets de 10 euros et 20 euros. Cela peut s'expliquer par le fait que cette coupure n'est pas largement distribuée par le canal des DAB et qu'elle est remise en circulation par les commerçants et par les consommateurs et moins fréquemment rapatriée à la banque centrale ou dans une banque commerciale chargée par la banque centrale de conserver les espèces pour son compte.

thésaurisées pendant une longue période peuvent au final être utilisées pour procéder à des achats.

2.2 L'utilisation des billets en euros hors de la zone euro

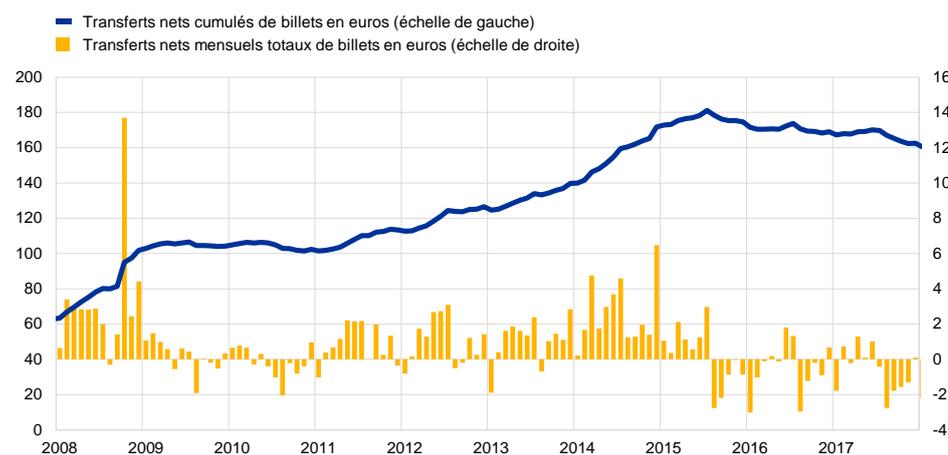
La demande internationale d'euros est forte, même si elle s'est stabilisée depuis mi-2015. Les billets en euros sont également détenus à l'extérieur de la zone euro à des fins de transaction (par exemple l'euroïsation ⁷⁹, les achats transfrontaliers, les voyages d'affaires ou d'agrément) et comme réserve de valeur (par exemple l'épargne, les réserves de change et la gestion de portefeuilles d'actifs). La demande extérieure à la zone euro est partiellement retracée par les données relatives aux transferts nets, qui recouvrent les flux de billets en euros enregistrés entre les banques centrales et les IFM de la zone euro, d'une part, et toute personne morale extérieure à la zone euro, d'autre part. À fin 2017, les transferts nets cumulés totaux (c'est-à-dire les exportations moins les importations) de billets en euros vers des régions extérieures à la zone euro s'élevaient à 162,5 milliards d'euros, soit 13,9 % de la valeur totale en circulation (cf. graphique 7).

Les transferts nets mensuels de billets en euros ont affiché une volatilité importante au cours de la période sous revue. Les pics de demande de billets en euros les plus élevés se sont produits en octobre 2008, après la faillite de Lehman Brothers, et lorsque le taux de change EUR/RUB a brusquement augmenté, passant de 57,5 fin novembre 2014 à 70,3 à la fin du mois suivant. Les transferts nets cumulés ont commencé à baisser en août 2015.

Graphique 7

Transferts nets de billets en euros vers/à partir de régions extérieures à la zone euro

(valeur, en milliards d'euros)



Source : Entrepôt de données statistiques de la BCE

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

La diminution des transferts nets à partir d'août 2015 peut être attribuée à une combinaison de facteurs. La perception d'une baisse de l'incertitude géopolitique et

⁷⁹ Le Monténégro et le Kosovo utilisent l'euro comme seule monnaie ayant cours légal, mais cette utilisation n'est pas régie par une convention monétaire.

d'un accroissement de la stabilité dans des régions frontalières de la zone euro (par exemple la Russie) ainsi que la décision du Conseil des gouverneurs relative à la coupure de 500 euros pourraient avoir entraîné une baisse des exportations de billets de 500 euros, tandis que les efforts des autorités locales en vue de favoriser l'utilisation des monnaies nationales dans les pays euroïsés (à savoir les Balkans occidentaux) pourraient avoir entraîné une augmentation des importations de billets en euros ⁸⁰. Cette analyse est étayée par les chiffres des graphiques 8 et 9. La diminution des transferts nets peut être attribuée à la fois à la baisse des exportations de billets en euros (en particulier de la coupure de 500 euros) et à la hausse des importations (principalement de la coupure de 50 euros) ⁸¹. De plus amples informations sur la circulation des billets en euros à l'extérieur de la zone euro sont fournies dans la section relative aux achats et ventes de billets en euros par région (encadré 2).

Le billet de 100 euros est la coupure préférée sur le marché international. Plus généralement, depuis février 2016, le billet de 100 euros est la coupure préférée sur le marché international, dépassant celui de 500 euros. Le billet de 50 euros est la coupure la plus importée, avec des importations totales cumulées supérieures aux exportations totales cumulées. Cela peut être vu comme indiquant que davantage de billets de 50 euros quittent la zone euro sans être comptabilisés et y reviennent *via* des canaux officiels plutôt que le contraire. Cela peut se produire par exemple lorsque des détenteurs rapportent des espèces dans leur pays d'origine ou dans des pays où vit leur famille, lorsque des touristes de la zone euro utilisent des billets en euros dans les pays voisins où ils sont acceptés (par exemple la Turquie ou la Bulgarie) et, probablement dans une moindre mesure, lorsque des touristes ou des personnes en voyage d'affaires non résidents de la zone euro quittent la zone euro en emportant des billets en euros. Les petites coupures et les billets de 200 euros jouent un rôle mineur dans la demande de l'étranger. Néanmoins, il convient de noter qu'un pourcentage élevé des billets de 200 euros exportés ne sont pas réimportés (de janvier 2013 à fin 2017, la valeur des billets de 200 euros exportés et importés a atteint, respectivement, 20,9 milliards d'euros et 4,6 milliards).

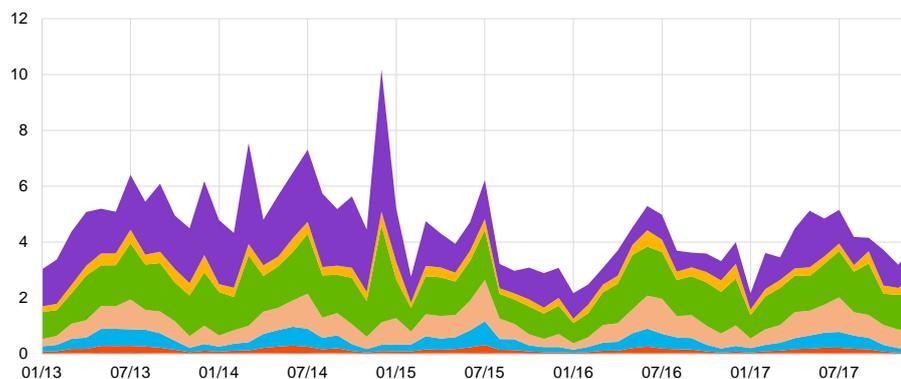
⁸⁰ Cf. « *The international role of the euro – Interim report* », BCE, juin 2018, p. 24-25.

⁸¹ La collecte de données sur les importations et les exportations de billets a commencé en janvier 2013.

Graphique 8

Exportations mensuelles de billets en euros

(valeur, en milliards d'euros)

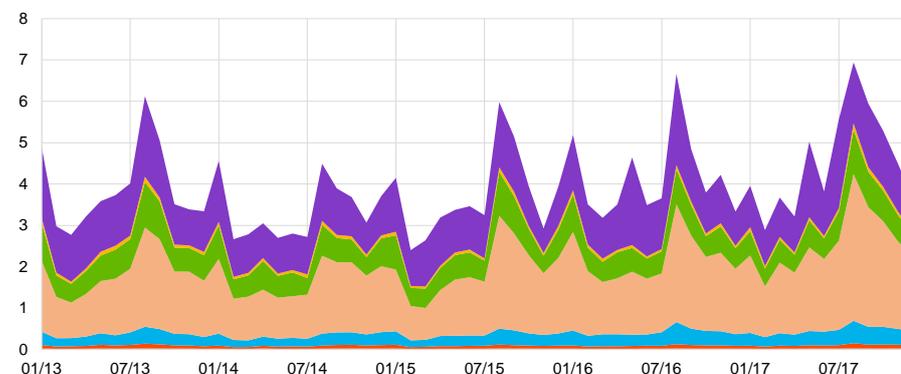


Source : Entrepôt de données statistiques de la BCE

Graphique 9

Importations mensuelles de billets en euros

(valeur, en milliards d'euros)



Source : Entrepôt de données statistiques de la BCE

Un pourcentage élevé de la quantité totale des billets en euros en circulation pourrait être détenu à l'étranger. Il est très difficile d'estimer le montant des espèces détenues en dehors de la zone euro. Une méthode publiée sur le site internet de la BCE ⁸² propose de calculer la valeur minimale et maximale des billets circulant en dehors de la zone euro sur la base des données relatives aux transferts nets (avec une correction pour les transferts nets négatifs de coupures de 50 euros), d'une part, et d'un ratio pièces/billets, en tenant compte des variations relatives de la valeur des pièces et des billets en circulation, d'autre part. Cette méthode repose sur l'hypothèse selon laquelle la circulation des pièces à l'étranger est négligeable et que

⁸² Cf. « *Estimation of euro currency in circulation outside the euro area* », BCE, avril 2017.

l'augmentation de la valeur des pièces en circulation résulte entièrement des besoins de transaction au sein de la zone euro. L'estimation finale est donnée par la moyenne des deux limites. Sur la base de cette méthode, on estime que 30 % environ de la valeur totale en circulation (quelque 350 milliards d'euros) étaient détenus en dehors de la zone euro à fin 2017.

Encadré 2

Ventes et achats de billets en euros à/depuis des régions extérieures à la zone euro

Olivier Strube

Les grossistes en billets agissent en tant qu'intermédiaires entre banques centrales nationales (BCN) et banques commerciales, bureaux de change et banques centrales dans les régions situées hors de la zone euro. Ils sont responsables de l'essentiel des opérations

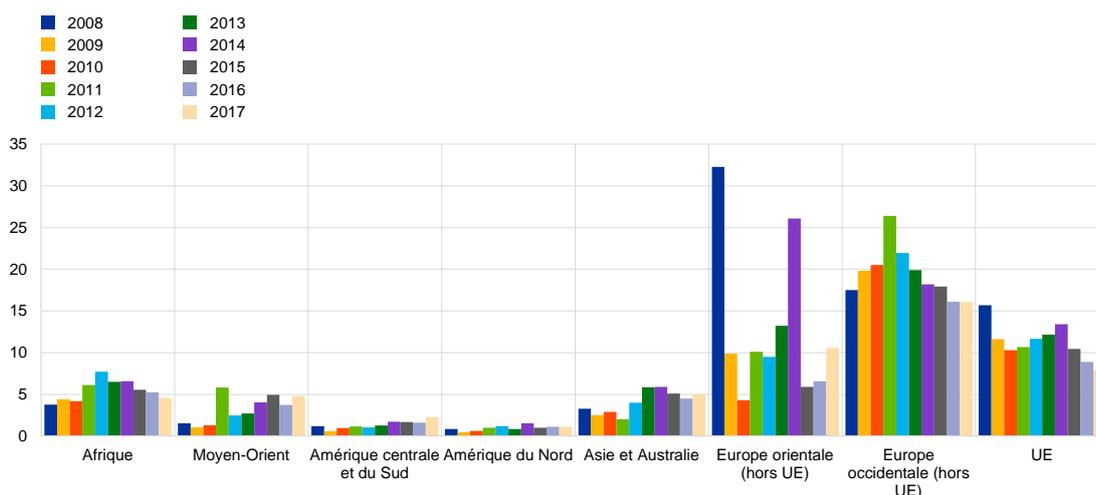
figurant dans les statistiques de transferts nets mensuels. La BCE collecte des données sur les échanges de billets en euros auprès de ces grossistes internationaux, dont dix environ opèrent à l'échelle mondiale ou au moins dans certaines régions du monde, sur une base annuelle.

En termes de valeur, de 2008 à 2017, les ventes des grossistes (exportations de billets en euros) ont diminué de quelque 30 % tandis que leurs achats (importations de billets en euros) ont augmenté de 40 % environ. En 2017, les ventes totales se sont élevées à 52 milliards d'euros et les achats totaux à 55 milliards. Les graphiques A et B présentent les ventes et les achats par région de 2008 à 2017. Le graphique A illustre la volatilité du marché russe, qui représente une part importante des ventes en Europe orientale (hors UE).

Graphique A

Séries chronologiques des ventes de billets en euros par région

(en milliards d'euros)

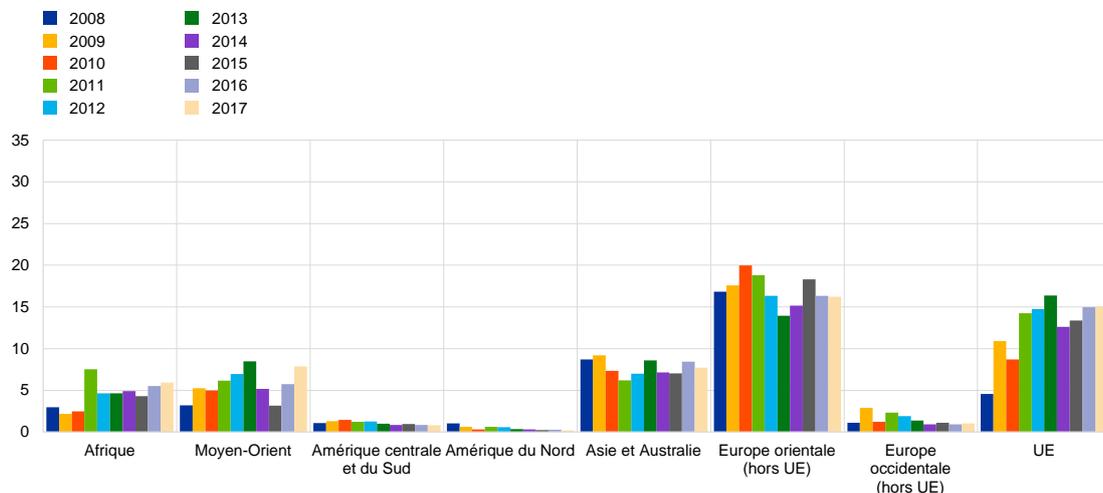


Source : Rapports des grossistes.

Graphique B

Séries chronologiques des achats de billets en euros par région

(en milliards d'euros)



Source : Rapports des grossistes.

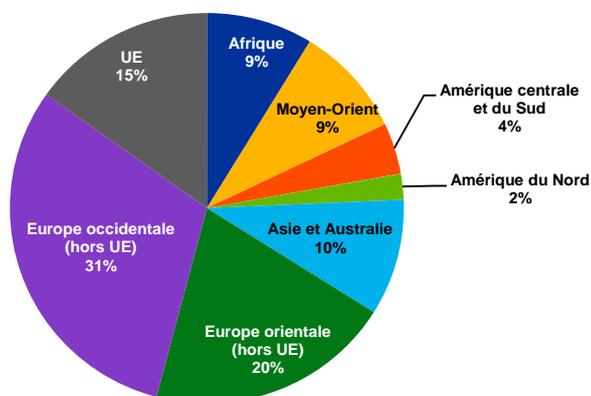
Les graphiques C et D indiquent qu'en 2017, deux tiers environ de la valeur de l'ensemble des transferts de billets en euros des banques opérant sur le marché de gros avaient trait aux opérations d'achat et de vente avec des pays européens, y compris la Russie et la Turquie.

S'agissant des ventes (cf. graphique C), les exportations vers la Suisse, qui appartient à l'Europe occidentale (hors UE), ont été prépondérantes, à hauteur de 28 % de l'ensemble des ventes de billets en euros en 2017. Les billets en euros sont délivrés par de nombreux DAB en Suisse et utilisés pour des achats dans les pays limitrophes de la zone euro. 20 % de l'ensemble des ventes ont été à destination de l'Europe orientale (hors UE), essentiellement la Russie, où les billets en euros servent principalement de réserve de valeur. L'UE, essentiellement le Royaume-Uni, représente 15 % du total des ventes. Cette demande peut être liée au tourisme, prenant la forme de retraits de billets en euros effectués par les résidents britanniques avant de partir à l'étranger. S'agissant des achats (cf. graphique D), les pays riverains de la Mer noire n'appartenant pas à l'UE, essentiellement la Turquie, ont eu une part prépondérante en 2017, à hauteur de 30 % de l'ensemble des achats de billets. Ces billets de banque en euros ont été apportés en Turquie soit par des Turcs travaillant dans la zone euro (transferts de fonds des migrants), soit par des touristes. De même, la forte proportion d'achats effectués par les pays de l'UE (28 %) peut s'expliquer par des transferts de fonds.

Graphique C

Exportations de billets en euros par région en 2017

(en pourcentage)

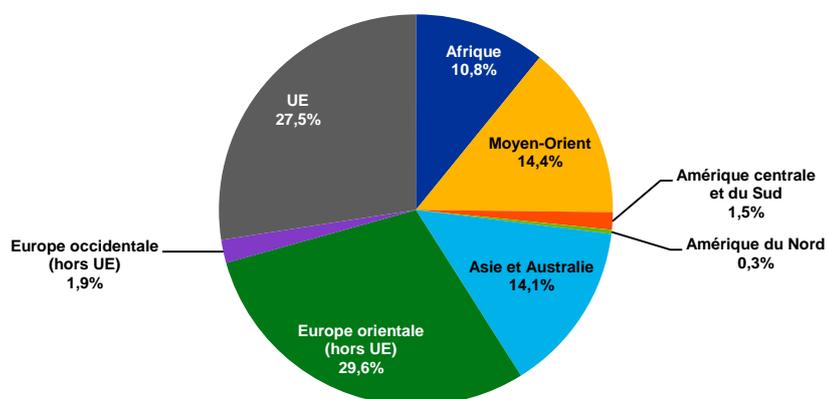


Source : Rapports des grossistes.

Graphique D

Importations de billets en euros par région en 2017

(en pourcentage)



Source : Rapports des grossistes.

L'Asie et l'Australie, le Moyen-Orient et l'Afrique (essentiellement l'Afrique subsaharienne) ont représenté des parts à peu près égales dans les ventes à des régions extérieures à la zone euro. S'agissant des achats, la Chine et les Émirats arabes unis ont eu une part prépondérante en raison de leur rôle de marchés internationaux sur lesquels les biens sont échangés en devises internationales. Les achats importants de l'Afrique (essentiellement l'Afrique du Nord) s'expliquent par les transferts de fonds des travailleurs immigrés et le tourisme. Les échanges de billets en euros avec l'Amérique ont été traditionnellement négligeables en raison du rôle prépondérant du dollar américain sur ce continent.

2.3 L'utilisation des espèces comme réserve de valeur intérieure

Conformément à l'approche keynésienne de la demande de monnaie, les motifs de spéculation et de précaution sont les deux autres justifications de la détention d'espèces. Comme observé dans les sections précédentes, les crises financières ou de change affectant les monnaies dans les régions voisines de la zone euro sont susceptibles d'accroître la demande de billets en euros à titre de précaution. Cependant, un manque de confiance dans l'euro peut avoir une incidence négative sur la demande de billets en euros. En termes de spéculation, le principal déterminant de la demande de numéraire a trait aux coûts d'opportunité de la détention d'espèces. Le bas niveau des taux d'intérêt de ces dix dernières années signifie que les coûts d'opportunité de la détention d'espèces ont été réduits pour les consommateurs et les entreprises. Dans le même temps, certaines banques ont utilisé des espèces pour échapper aux taux d'intérêt négatifs sur la facilité de dépôt de la BCE ou sur leurs comptes courants auprès des banques centrales (cf. encadré 3).

Encadré 3

Les avoirs en numéraire des institutions financières monétaires dans la zone euro

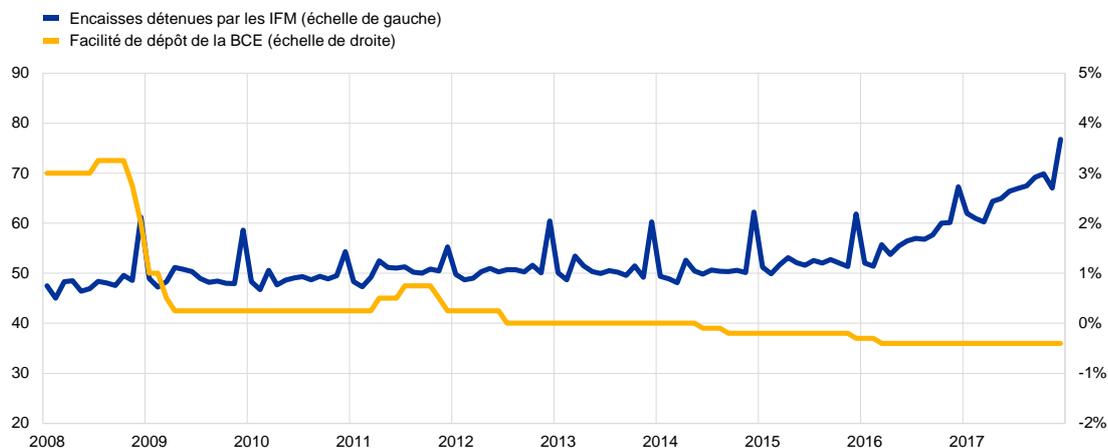
Laure Lalouette

Le taux d'intérêt de la facilité de dépôt de la BCE a été abaissé à 0 % le 11 juillet 2012. Il a encore été abaissé de 0,10 point de pourcentage le 11 juin 2014, le 10 septembre 2014 et de nouveau le 9 décembre 2015. Ces décisions n'ont pas eu d'incidence notable sur le montant des avoirs en numéraire des IFM (c'est-à-dire les encaisses conservées dans leurs coffres et dans leurs distributeurs automatiques de billets, dénommés encaisses des banques) jusqu'au 16 mars 2016, lorsque le Conseil des gouverneurs a décidé d'abaisser le taux d'intérêt de la facilité de dépôt de la BCE à - 0,40 %. Cette décision a représenté un tournant pour certaines IFM, après lequel elles ont décidé de convertir une partie de leurs liquidités en espèces, comme le montre le graphique A. Pour ces IFM, les coûts des espèces (c'est-à-dire les coûts associés au stockage et à la manipulation des espèces) étaient manifestement moindres que les pertes résultant des rendements négatifs de la facilité de dépôt de la BCE et des comptes courants ouverts auprès des BCN. Entre janvier 2008 et mars 2016, les IFM détenaient en moyenne 50,1 milliards d'euros d'encaisses en numéraire. De mars 2016 à décembre 2017, le montant des encaisses en numéraire détenues par les IFM a augmenté de 21,1 milliards d'euros pour atteindre 76,8 milliards, soit 6,6 % de la valeur totale en circulation. L'augmentation des encaisses en numéraire des banques est principalement le fait des IFM allemandes (69,4 % de la hausse) et, dans une moindre mesure, des IFM italiennes, françaises, autrichiennes et espagnoles.

Graphique A

Encaisses en numéraire détenues par les IFM et taux d'intérêt

(en valeur, en milliards d'euros)



Source : Entrepôt de données statistiques de la BCE

Notes : Les dernières observations se rapportent au 31 décembre 2017. Les taux de la facilité de dépôt sont les valeurs observées à la fin de chaque mois.

Cette augmentation des encaisses en numéraire des banques est toutefois restée limitée. Des contraintes logistiques, comme les capacités de stockage ou les montants maximums couverts par les assurances, sont les facteurs les plus susceptibles de limiter la hausse des encaisses en numéraire détenues par les IFM.

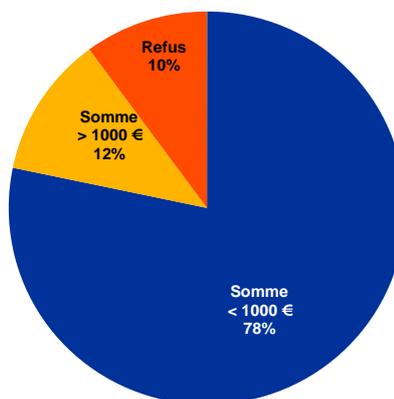
Plusieurs méthodes permettent d'estimer la part des espèces utilisées comme réserve de valeur, dont des méthodes directes (à l'aide d'enquêtes) et des méthodes indirectes. Les enquêtes ont tendance à sous-estimer l'utilisation des espèces comme réserve de valeur, les personnes interrogées étant souvent peu à l'aise pour révéler aux enquêteurs qu'elles détiennent des espèces à leur domicile ou dans un autre lieu sûr. En outre, les participants peuvent ne pas être disposés à divulguer le montant réel de leur épargne, en particulier lorsque ces montants sont élevés. L'étude sur l'utilisation des espèces par les ménages dans la zone euro (« *The use of cash by households in the euro area* ») mettant l'accent sur les espèces détenues au domicile des participants à titre de réserves de précaution fournit des indications relatives au comportement de thésaurisation dans la zone euro en 2016. Les résultats montrent que près de 25 % des participants possèdent au moins un certain montant d'espèces hors compte en banque, que ce soit à leur domicile ou dans un lieu sûr. Parmi eux, 78 % ont déclaré qu'ils disposent en tout de moins de 1 000 euros, 12 % de plus de 1 000 euros et 10 % ont refusé de répondre (cf. graphique 10). Les participants conservant au total plus de 1 000 euros en espèces pourraient avoir une incidence importante sur le montant moyen utilisé comme réserve de valeur, mais comme il n'existe aucune indication de la valeur exacte, on ne peut effectuer aucune estimation sur la base de ces résultats. Néanmoins, les résultats montrent que les particuliers conservent effectivement des espèces, et même, pour certains, des sommes considérables.

Graphique 10

Réserves d'encaisses de précaution

Question : Pouvez-vous indiquer le montant approximatif des espèces que vous conservez hors compte bancaire à titre de réserve de précaution ou comme autre mode d'épargne ?

(en pourcentage, à partir de 7 611 réponses provenant de la zone euro)



Sources : BCE et De Nederlandsche Bank.

Notes : Résultats allemands exclus en raison du manque de données disponibles. Cette enquête a été réalisée en 2016.

Une méthode indirecte simple pour estimer la part des espèces utilisée comme réserve de valeur consiste à prendre pour hypothèse que la thésaurisation domestique est le résidu de la circulation utilisée à des fins de transaction, détenue par les IFM ou détenue à l'étranger. Dans ce cas, on peut déduire des sections précédentes que plus d'un tiers de la circulation totale des billets en euros serait actuellement utilisée comme réserve de valeur dans la zone euro. Toutefois, compte tenu des nombreuses hypothèses posées, ces estimations doivent être considérées avec une grande prudence.

Encadré 4

Croissance de la circulation des pièces en euros au cours des dix dernières années

Laure Lalouette et Elisabetta Maria Saini

Contrairement à l'émission des billets en euros, l'émission des pièces en euros relève d'une compétence nationale. Les BCN sont responsables de la distribution physique des pièces en euros dans presque tous les pays de la zone euro, mais la BCE est responsable de l'approbation du volume annuel de pièces que ces pays peuvent émettre.

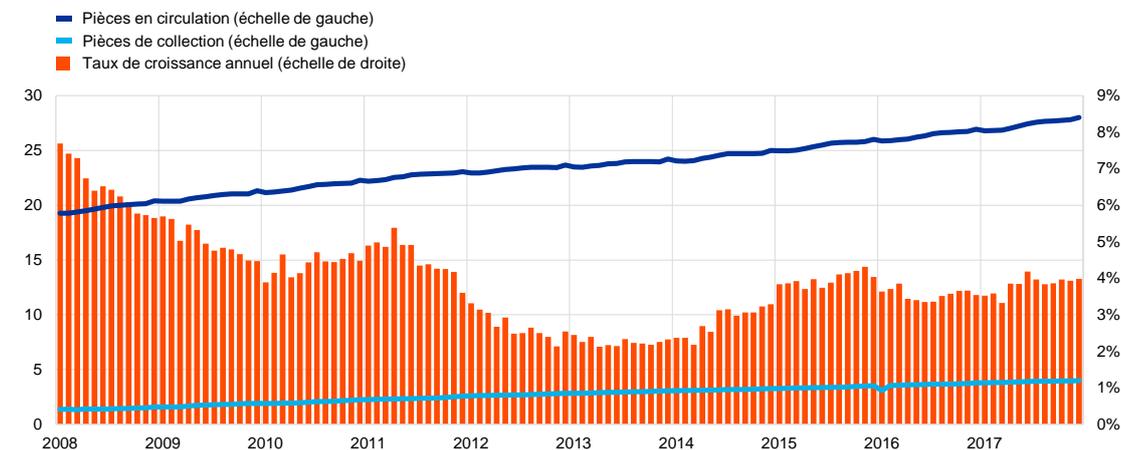
Comme pour la circulation des billets, la valeur des pièces en euros en circulation n'a cessé d'augmenter au cours de la période allant de 2008 à 2017, à un taux annuel moyen de 4,0 %. Globalement, la valeur totale des pièces en euros en circulation fin 2017 s'élevait à 28 milliards d'euros (cf. graphique A). Outre les pièces destinées à la circulation, chaque pays peut aussi émettre des pièces de collection. La valeur totale de ces pièces en circulation fin 2017 était de 4 milliards d'euros. Sur les huit dénominations de pièces en circulation, c'est celle de 2 euros qui représente la plus grande part des pièces en circulation, suivie par celle de 1 euro, à savoir 43,4 % et 25,7 %, respectivement, à fin 2017 (cf. graphique B). Les pièces de 1, 2 et 5 centimes d'euro ne représentent ensemble que 6,7 % de la valeur totale en circulation, même si elles comptent pour 64,1 % du nombre de pièces en circulation. Les exigences de production élevées des pièces de 1 et 2 centimes

d'euro rapportées à leur utilisation active limitée dans la circulation ont entraîné l'introduction de règles d'arrondi dans certains pays de la zone euro ⁸³.

Graphique A

Circulation des pièces en euros

(en valeur, en milliards d'euros)

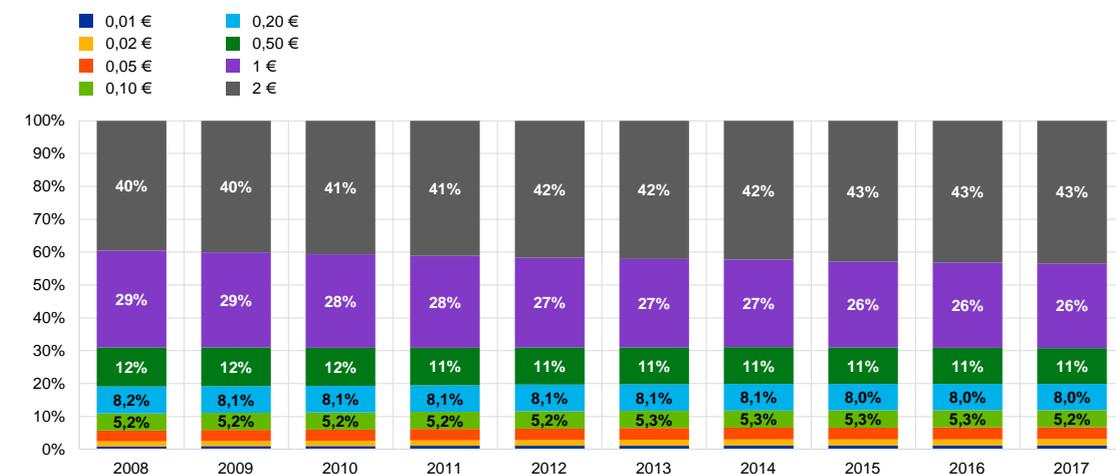


Source : Système d'information sur les données fiduciaires de la BCE.
Notes : Les dernières observations se rapportent au 31 décembre 2017.

Graphique B

Part des pièces en euros en circulation par coupure

(valeur, part)



Source : Système d'information sur les données fiduciaires de la BCE.
Notes : Les dernières observations se rapportent au 31 décembre 2017.

Afin de mieux comprendre l'usage qui est fait des pièces de 1 et 2 centimes, la BCE a introduit une question relative à ce que les gens font de ces pièces reçues dans leurs rendus de monnaie dans l'enquête de 2016 sur l'utilisation des espèces. Les résultats sont présentés dans le graphique C.

⁸³ En Irlande (depuis octobre 2015), aux Pays-Bas (depuis septembre 2004) et en Belgique (depuis 2014), les détaillants sont libres de décider s'ils souhaitent arrondir les paiements en espèces aux 5 centimes les plus proches, mais sont réticents à le faire dans ce dernier pays. En Finlande, la règle d'arrondi est obligatoire depuis l'introduction de l'euro. À Malte, la mise en place d'une règle d'arrondi est en cours d'examen. La Monnaie italienne a cessé de produire des pièces de 1 et 2 centimes d'euro en janvier 2018.

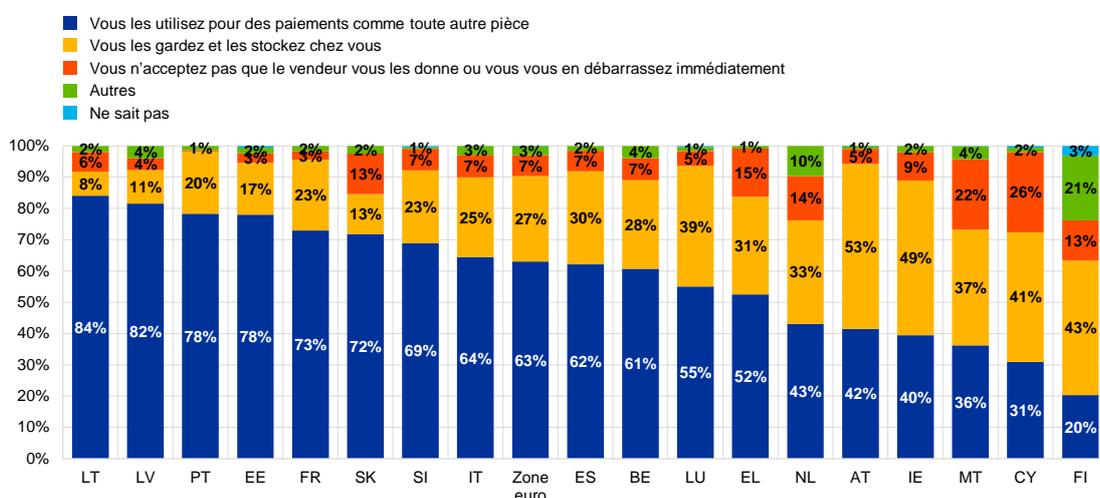
Selon ces résultats, 37 % des participants ont déclaré qu'ils n'utilisent pas ces pièces reçues dans leur rendu de monnaie, et la plupart d'entre eux les mettent dans un pot ou une boîte à la maison. Un peu moins des deux tiers des participants (63 %) ont déclaré les utiliser pour des paiements ultérieurs. Comme pour tous les aspects du comportement en matière de paiement, l'utilisation des pièces de 1 et 2 centimes d'euro varie fortement d'un pays à l'autre. En toute logique, dans les pays où des règles d'arrondi ont été introduites, moins de personnes ont tendance à utiliser les pièces de 1 et 2 centimes si elles en reçoivent.

Graphique C

Utilisation des pièces de 1 et 2 centimes d'euro par pays

Question : Que faites-vous généralement lorsque la monnaie qui vous est rendue contient des pièces de 1 et 2 centimes ?

(en pourcentage, à partir de 23 544 réponses provenant de la zone euro)



Sources : BCE et De Nederlandsche Bank.

Note : Résultats non disponibles pour l'Allemagne. Cette enquête a été réalisée en 2016.

3 Conclusions

Ces dernières années, la circulation des billets en euros a enregistré une croissance moyenne robuste supérieure à celle du PIB. La demande de billets de banque est déterminée par différents facteurs, l'un d'entre eux étant l'utilisation à des fins de transaction. Les résultats d'une étude sur le comportement en matière de paiement en 2016 montrent que les espèces étaient encore le mode de paiement le plus fréquemment utilisé aux points de vente dans la zone euro. La demande à des fins de transaction semble toutefois n'expliquer que partiellement la croissance de la circulation des billets. La demande de billets a également été affectée par plusieurs facteurs supplémentaires comme les crises financière et de la dette souveraine, les incertitudes géopolitiques, les évolutions des taux de change et les décisions de politique monétaire.

Les espèces devraient rester un important moyen de paiement aux points de vente dans la plupart des pays de la zone euro dans un avenir prévisible.

Néanmoins, la rapide progression de l'usage des paiements sans contact par carte et téléphone mobile, l'augmentation des achats en ligne et le développement des

paiements instantanés, sur la base desquels de nouvelles solutions de paiement de détail pourraient apparaître, peuvent tous avoir une incidence notable sur l'utilisation des espèces à des fins de transaction. Même s'il est impossible de prévoir la rapidité d'une diminution ultérieure de l'utilisation des espèces à des fins de transaction, il semble évident qu'elle se produira. Toutefois, comme expliqué dans cet article, l'utilisation des espèces à des fins de transaction n'est que l'un des facteurs de la demande de billets.

La plupart des billets en euros en circulation sont utilisés comme réserve de valeur dans la zone euro ou détenus à l'étranger. Compte tenu du niveau actuellement bas des coûts d'opportunité de la détention d'espèces, on peut s'attendre à voir revenir une partie des billets en euros thésaurisés si les taux d'intérêt augmentent. La diminution des envois nets de billets en euros vers des pays hors zone euro montre qu'une partie des espèces qui étaient détenues à l'étranger pour diverses raisons reviennent très graduellement. Cependant, ainsi que le montrent les évolutions de ces dix dernières années, la fonction de réserve de valeur n'est pas seulement déterminée par les taux d'intérêt, mais aussi par des événements extérieurs imprévisibles. Tandis que les évolutions à venir pourraient, par conséquent, entraîner une hausse ou une baisse de l'utilisation des espèces comme réserve de valeur en fonction de la confiance des utilisateurs dans l'euro, les évolutions actuelles indiquent que les billets en euros sont considérés comme un moyen fiable de détenir de la liquidité et de stocker de la richesse, tant à l'intérieur qu'en dehors de la zone euro. Les ménages et les entreprises appartenant ou non à la zone euro accordent manifestement de l'importance au fait que les billets en euros leur permettent de stocker une partie de leurs actifs en monnaie de banque centrale.

Statistiques

Table des matières

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

Informations complémentaires

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

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

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

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

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

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

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

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

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

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

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

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

Conventions utilisées dans les tableaux

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

1 Environnement extérieur

1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

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

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

1) Données trimestrielles cvs; données annuelles brutes.

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

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

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

	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs)									Importations de marchandises ¹⁾		
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat ²⁾			Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes
	Mondial ²⁾	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Secteur manufacturier	Services	Nouvelles commandes à l'exportation			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	53,1	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,0	3,6	-0,6
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	52,0	50,2	1,1	1,2	1,0
2017	53,3	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,9	53,8	52,8	5,3	3,1	6,9
2017 T3	53,3	54,9	54,1	51,8	51,9	56,0	52,7	53,5	51,9	1,5	1,2	1,7
T4	53,4	54,6	55,1	52,6	51,9	57,2	53,5	53,4	52,2	1,4	1,4	1,5
2018 T1	53,6	54,6	53,4	52,1	53,0	57,0	53,8	53,5	52,3	2,2	0,7	3,2
T2	53,9	55,9	54,3	52,3	52,5	54,7	53,2	54,2	50,2	-0,6	-1,0	-0,3
2018 Mars	52,8	54,2	52,4	51,3	51,8	55,2	52,9	52,8	51,2	2,2	0,7	3,2
Avril	53,6	54,9	53,2	53,1	52,3	55,1	53,5	53,6	50,3	0,2	-0,3	0,6
Mai	54,1	56,6	54,5	51,7	52,3	54,1	53,1	54,4	50,3	-0,3	-1,0	0,1
Juin	54,1	56,2	55,2	52,1	53,0	54,9	53,0	54,5	50,0	-0,6	-1,0	-0,3
Juillet	53,6	55,7	53,5	51,8	52,3	54,3	52,7	53,9	50,0	.	.	.
Août	53,2	54,7	54,2	52,0	52,0	54,5	52,8	53,3	49,9	.	.	.

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

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

2) Hors zone euro.

2 Évolutions financières

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; valeurs moyennes sur la période)

	Zone euro ¹⁾					États-Unis	Japon
	Dépôts à vue (Eonia)	Dépôts à 1 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Euribor)	Dépôts à 6 mois (Euribor)	Dépôts à 12 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Libor)	Dépôts à 3 mois (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2017	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018							
Février	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,87	-0,06
Mars	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,17	-0,05
Avril	-0,37	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,35	-0,04
Mai	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,34	-0,03
Juin	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,18	2,33	-0,04
Juillet	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,18	2,34	-0,04
Août	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,32	-0,04

Source : BCE.

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

2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux			Taux à terme instantanés			
	Zone euro ^{1), 2)}					Zone euro ^{1), 2)}	États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro ^{1), 2)}			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018												
Février	-0,66	-0,68	-0,57	0,01	0,71	1,39	0,80	0,81	-0,64	-0,26	0,96	1,65
Mars	-0,67	-0,70	-0,61	-0,10	0,55	1,25	0,65	0,61	-0,67	-0,35	0,75	1,47
Avril	-0,63	-0,66	-0,57	-0,04	0,63	1,29	0,72	0,73	-0,63	-0,30	0,85	1,56
Mai	-0,63	-0,72	-0,69	-0,25	0,40	1,12	0,63	0,73	-0,76	-0,52	0,57	1,34
Juin	-0,62	-0,71	-0,68	-0,26	0,38	1,09	0,54	0,60	-0,75	-0,52	0,53	1,31
Juillet	-0,62	-0,65	-0,59	-0,16	0,46	1,11	0,54	0,60	-0,64	-0,39	0,61	1,36
Août	-0,63	-0,67	-0,63	-0,23	0,37	1,04	0,41	0,71	-0,68	-0,46	0,50	1,28

Source : BCE.

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

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

2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2015	356,2	3 444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2 061,1	19 203,8
2016	321,6	3 003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2 094,7	16 920,5
2017	376,9	3 491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2 449,1	20 209,0
2018														
Fév.	380,6	3 426,7	783,7	264,7	703,6	306,9	190,1	629,7	488,3	263,2	291,3	792,0	2 705,2	21 991,7
Mars	375,9	3 374,3	769,1	258,0	699,7	308,0	183,6	622,9	498,9	268,9	292,0	775,6	2 702,8	21 395,5
Avril	383,3	3 457,6	772,6	260,7	724,8	331,3	185,5	627,7	496,3	281,3	302,6	789,1	2 653,6	21 868,8
Mai	392,3	3 537,1	806,4	272,3	735,3	351,0	182,5	653,1	527,3	287,9	302,6	819,1	2 701,5	22 590,1
Juin	383,4	3 442,8	797,5	273,1	719,5	346,7	169,0	647,2	543,6	279,9	290,9	828,1	2 754,4	22 562,9
Juillet	383,8	3 460,9	793,5	273,8	711,4	353,1	169,4	647,6	536,6	287,9	291,0	838,8	2 793,6	22 309,1
Août	382,5	3 436,8	785,2	273,0	711,6	357,5	167,9	653,3	529,4	282,1	288,7	834,2	2 857,8	22 494,1

Source : BCE.

2 Évolutions financières

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

		Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement				Indicateur composite du coût d'emprunt	
		À vue	Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux	Taux variable et période ≤ 1 an	TAE ³⁾		Par période de fixation initiale du taux					TAE ³⁾
				≤ 2 ans	> 2 ans							Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans			> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2017	Août	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	5,32	5,89	6,34	2,38	1,75	2,01	1,91	1,94	2,21	1,91
	Septembre	0,05	0,44	0,35	0,74	6,26	16,80	5,07	5,71	6,20	2,37	1,70	1,93	1,96	1,96	2,20	1,89
	Octobre	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	4,94	5,68	6,16	2,43	1,68	1,91	1,93	1,96	2,18	1,88
	Novembre	0,04	0,44	0,33	0,75	6,21	16,80	4,73	5,69	6,14	2,38	1,67	1,92	1,95	1,94	2,16	1,87
	Décembre	0,04	0,44	0,34	0,73	6,09	16,84	4,47	5,39	5,80	2,31	1,68	1,86	1,92	1,87	2,15	1,83
2018	Janvier	0,04	0,44	0,36	0,69	6,16	16,90	5,02	5,83	6,28	2,30	1,67	1,87	1,91	1,90	2,14	1,84
	Février	0,04	0,44	0,34	0,69	6,19	16,86	4,72	5,70	6,19	2,37	1,64	1,88	1,93	1,91	2,14	1,84
	Mars	0,04	0,45	0,35	0,67	6,14	16,87	4,71	5,57	6,05	2,34	1,63	1,84	1,95	1,91	2,14	1,84
	Avril	0,04	0,45	0,34	0,61	6,12	16,84	4,95	5,67	6,15	2,36	1,62	1,85	1,96	1,90	2,13	1,83
	Mai	0,04	0,46	0,34	0,57	6,10	16,87	4,83	5,88	6,39	2,39	1,58	1,87	1,97	1,90	2,13	1,83
	Juin	0,03	0,46	0,33	0,63	6,04	16,84	4,47	5,64	6,10	2,31	1,60	1,84	1,97	1,88	2,12	1,82
	Juillet ^(p)	0,03	0,45	0,33	0,63	6,01	16,80	4,85	5,75	6,22	2,41	1,63	1,85	1,93	1,85	2,12	1,81

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		
2017	Août	0,04	0,10	0,36	2,44	2,49	2,71	2,43	1,74	1,79	1,82	1,24	1,44	1,59	1,75
	Septembre	0,04	0,07	0,44	2,43	2,44	2,73	2,41	1,71	1,69	1,77	1,19	1,47	1,59	1,73
	Octobre	0,04	0,11	0,40	2,40	2,39	2,69	2,38	1,70	1,66	1,73	1,23	1,35	1,61	1,73
	Novembre	0,04	0,08	0,30	2,36	2,43	2,61	2,37	1,71	1,62	1,72	1,23	1,33	1,57	1,71
	Décembre	0,04	0,06	0,32	2,35	2,40	2,46	2,31	1,70	1,67	1,71	1,34	1,28	1,53	1,71
2018	Janvier	0,04	0,05	0,39	2,35	2,39	2,52	2,33	1,65	1,61	1,72	1,12	1,37	1,60	1,67
	Février	0,04	0,09	0,42	2,36	2,37	2,48	2,33	1,66	1,62	1,74	1,18	1,34	1,63	1,70
	Mars	0,04	0,08	0,40	2,33	2,42	2,53	2,34	1,67	1,61	1,70	1,26	1,39	1,66	1,73
	Avril	0,04	0,06	0,31	2,32	2,36	2,42	2,33	1,68	1,61	1,74	1,23	1,29	1,65	1,70
	Mai	0,03	0,08	0,43	2,28	2,31	2,47	2,37	1,65	1,61	1,74	1,07	1,23	1,65	1,62
	Juin	0,04	0,07	0,74	2,29	2,27	2,44	2,31	1,64	1,56	1,70	1,21	1,33	1,70	1,68
	Juillet ^(p)	0,03	0,09	0,38	2,27	2,16	2,41	2,28	1,67	1,59	1,68	1,14	1,31	1,66	1,64

Source : BCE.

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

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

2 Évolutions financières

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

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

	Encours							Émissions brutes ¹⁾						
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques	
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques
Court terme														
2015	1 269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1 241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1 241	519	156	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2018														
Février	1 288	540	159	.	80	444	65	362	172	48	.	34	78	30
Mars	1 307	542	161	.	84	453	67	389	168	63	.	41	84	33
Avril	1 322	543	167	.	94	450	69	396	181	50	.	43	73	49
Mai	1 311	539	163	.	99	445	66	384	182	39	.	44	79	41
Juin	1 293	523	163	.	90	457	59	382	157	65	.	43	82	36
Juillet	1 307	528	168	.	97	453	60	428	197	63	.	48	79	42
Long terme														
2015	15 250	3 786	3 285	.	1 060	6 481	637	216	68	46	.	13	80	9
2016	15 397	3 695	3 233	.	1 186	6 643	641	219	62	53	.	18	78	8
2017	15 352	3 560	3 141	.	1 190	6 819	642	248	66	75	.	17	83	7
2018														
Février	15 387	3 566	3 157	.	1 172	6 864	629	207	57	44	.	12	88	7
Mars	15 437	3 580	3 146	.	1 183	6 904	624	287	68	91	.	24	96	7
Avril	15 440	3 578	3 161	.	1 192	6 886	624	232	61	67	.	14	85	4
Mai	15 526	3 586	3 192	.	1 201	6 927	621	202	49	53	.	17	80	3
Juin	15 532	3 574	3 190	.	1 204	6 944	620	222	64	64	.	14	72	7
Juillet	15 552	3 566	3 199	.	1 210	6 957	620	228	55	62	.	17	87	8

Source : BCE.

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

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

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

	Titres de créance							Actions cotées			
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques				
Encours											
2015	16 518,8	4 303,1	3 432,4	.	1 122,0	6 958,9	702,4	6 814,4	584,3	985,3	5 244,9
2016	16 638,7	4 212,9	3 368,7	.	1 245,5	7 108,1	703,5	7 089,5	537,6	1 097,8	5 454,1
2017	16 592,7	4 079,4	3 296,1	.	1 260,1	7 257,3	699,8	7 954,8	612,5	1 263,0	6 079,3
2018											
Février	16 675,3	4 106,4	3 316,0	.	1 252,1	7 307,4	693,4	7 920,3	638,6	1 293,1	5 988,6
Mars	16 744,0	4 122,2	3 307,4	.	1 267,9	7 356,1	690,5	7 814,0	599,0	1 253,4	5 961,7
Avril	16 762,3	4 121,0	3 327,9	.	1 285,5	7 335,1	692,8	8 143,3	620,8	1 351,3	6 171,2
Mai	16 837,8	4 125,4	3 354,6	.	1 299,4	7 371,5	686,8	8 028,1	531,2	1 301,5	6 195,3
Juin	16 824,6	4 096,7	3 352,6	.	1 294,1	7 401,4	679,8	7 959,7	543,5	1 278,8	6 137,5
Juillet	16 859,0	4 094,0	3 367,2	.	1 306,5	7 410,3	680,8	8 168,5	576,1	1 304,6	6 287,9
Taux de croissance											
2015	0,3	-7,0	5,7	.	4,9	1,8	0,6	1,1	4,2	1,6	0,6
2016	0,3	-3,0	-1,6	.	7,6	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	0,1	.	6,3	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3
2018											
Février	1,4	-1,0	1,3	.	5,6	2,3	-0,8	0,9	3,1	2,8	0,4
Mars	1,6	-0,1	2,2	.	6,0	2,0	-2,7	1,0	1,5	3,6	0,4
Avril	1,6	0,5	1,2	.	6,0	2,0	-0,8	1,3	1,5	5,4	0,5
Mai	1,1	-0,1	0,3	.	6,1	1,5	-1,9	1,4	1,6	5,3	0,5
Juin	1,1	-0,6	1,2	.	6,0	1,7	-4,0	1,3	1,6	4,9	0,5
Juillet	1,1	-0,9	0,4	.	5,1	2,3	-2,5	1,2	0,4	4,7	0,6

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM ²⁾)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2015	91,7	87,6	88,6	82,8	81,3	88,2	105,7	87,0
2016	94,4	89,5	90,9	84,9	80,5	89,3	109,7	88,9
2017	96,6	91,4	92,0	85,8	80,6	90,0	112,0	90,0
2017 T3	98,6	93,2	93,8	87,6	81,4	91,5	114,5	91,8
T4	98,6	93,2	93,5	87,4	81,0	91,3	115,0	92,0
2018 T1	99,6	94,0	94,4	88,0	81,7	91,7	117,0	93,4
T2	98,4	93,1	93,2	.	.	.	117,0	93,4
2018 Mars	99,7	94,2	94,5	–	–	–	117,7	93,9
Avril	99,5	93,9	94,2	–	–	–	117,9	94,0
Mai	98,1	92,8	92,8	–	–	–	116,6	93,1
Juin	97,9	92,6	92,5	–	–	–	116,7	93,0
Juillet	99,2	93,8	93,6	–	–	–	118,2	94,2
Août	99,0	93,6	93,2	–	–	–	119,0	94,8
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>							
2018 Août	-0,2	-0,3	-0,4	–	–	–	0,7	0,6
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>							
2018 Août	-0,1	0,0	-1,1	–	–	–	3,5	2,7

Source : BCE.

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

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

2.9 Taux de change bilatéraux

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

	Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2017 T3	7,834	7,426	26,085	7,438	306,418	130,349	4,258	0,898	4,5822	9,557	1,131	1,175
T4	7,789	7,533	25,650	7,443	311,597	132,897	4,232	0,887	4,6189	9,793	1,162	1,177
2018 T1	7,815	7,438	25,402	7,447	311,027	133,166	4,179	0,883	4,6553	9,971	1,165	1,229
T2	7,602	7,398	25,599	7,448	317,199	130,045	4,262	0,876	4,6532	10,330	1,174	1,191
2018 Mars	7,798	7,438	25,429	7,449	312,194	130,858	4,209	0,883	4,6613	10,161	1,168	1,234
Avril	7,735	7,421	25,365	7,448	311,721	132,158	4,194	0,872	4,6578	10,372	1,189	1,228
Mai	7,529	7,391	25,640	7,448	316,930	129,572	4,285	0,877	4,6404	10,342	1,178	1,181
Juin	7,551	7,382	25,778	7,449	322,697	128,529	4,304	0,879	4,6623	10,279	1,156	1,168
Juillet	7,850	7,397	25,850	7,452	324,597	130,232	4,324	0,887	4,6504	10,308	1,162	1,169
Août	7,909	7,426	25,681	7,456	323,021	128,200	4,286	0,897	4,6439	10,467	1,141	1,155
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2018 Août	0,7	0,4	-0,7	0,0	-0,5	-1,6	-0,9	1,1	-0,1	1,5	-1,8	-1,2
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2018 Août	0,4	0,3	-1,6	0,2	6,1	-1,2	0,4	-1,6	1,4	9,6	0,1	-2,2

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

		Total ¹⁾			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute
		Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)													
2017	T2	24 750,0	25 174,2	-424,2	10 943,9	8 779,9	8 121,0	10 632,4	-46,0	5 048,5	5 761,9	682,7	13 843,7
	T3	24 511,8	24 961,5	-449,7	10 603,3	8 508,3	8 268,7	10 664,8	-57,1	5 022,0	5 788,3	674,8	13 742,3
	T4	24 655,4	24 897,1	-241,7	10 518,9	8 485,9	8 516,7	10 611,7	-51,7	5 001,8	5 799,5	669,7	13 566,5
2018	T1	24 600,8	25 193,6	-592,8	10 392,4	8 520,4	8 491,5	10 660,8	-85,6	5 129,1	6 012,4	673,4	13 810,7
<i>encours en pourcentage du PIB</i>													
2018	T1	218,0	223,2	-5,3	92,1	75,5	75,2	94,5	-0,8	45,5	53,3	6,0	122,4
Flux													
2017	T3	69,2	-57,7	126,9	-153,1	-146,3	187,4	53,1	-10,3	44,6	35,6	0,5	-
	T4	85,2	-67,8	153,0	36,3	-1,9	90,9	23,4	10,7	-54,6	-89,3	1,9	-
2018	T1	474,8	322,4	152,5	95,2	-38,7	193,5	141,7	-4,2	178,8	219,4	11,6	-
	T2	134,4	117,6	16,9	-10,0	22,6	10,6	-67,9	17,0	110,2	162,9	6,6	-
2018	Janvier	347,0	330,3	16,7	42,6	1,4	102,5	84,1	0,2	199,3	244,8	2,3	-
	Février	137,6	101,7	35,8	33,6	0,9	44,6	-3,7	-0,6	60,1	104,5	-0,1	-
	Mars	-9,7	-109,6	99,9	18,9	-41,1	46,4	61,3	-3,8	-80,6	-129,8	9,4	-
	Avril	94,4	100,2	-5,8	20,4	-13,0	18,0	-9,4	1,7	58,0	122,5	-3,6	-
	Mai	130,1	141,6	-11,5	9,2	27,1	-4,2	-31,3	7,0	115,6	145,9	2,3	-
	Juin	-90,0	-124,2	34,2	-39,6	8,5	-3,2	-27,2	8,3	-63,3	-105,5	7,9	-
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>													
2018	Juin	763,7	314,5	449,2	-31,6	-164,3	482,4	150,1	13,3	279,0	328,7	20,5	-
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>													
2018	Juin	6,7	2,8	3,9	-0,3	-1,4	4,2	1,3	0,1	2,5	2,9	0,2	-

Source: BCE.

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

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	PIB											
	Total	Demande intérieure							Solde extérieur ¹⁾			
		Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks ²⁾	Total	Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾	
					Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellec- tuelle					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2015	10 532,4	10 057,5	5 742,9	2 172,7	2 109,1	1 015,3	639,3	448,6	32,8	474,9	4 864,5	4 389,5
2016	10 809,4	10 332,9	5 877,1	2 222,8	2 205,2	1 055,2	676,1	468,4	27,8	476,4	4 935,7	4 459,3
2017	11 188,4	10 668,0	6 058,7	2 277,2	2 294,5	1 120,0	713,3	455,7	37,7	520,4	5 288,1	4 767,7
2017 T3	2 814,2	2 676,2	1 518,1	571,1	574,9	282,0	180,1	111,4	12,2	138,0	1 324,0	1 186,0
T4	2 841,1	2 701,2	1 531,5	575,5	587,0	287,5	184,6	113,5	7,2	139,8	1 358,6	1 218,7
2018 T1	2 861,5	2 721,8	1 544,0	577,8	591,0	292,1	183,6	113,9	9,0	139,7	1 355,1	1 215,4
T2	2 883,8	2 753,5	1 553,0	584,1	600,7	296,1	188,3	114,8	15,8	130,3	1 369,4	1 239,1
<i>en pourcentage du PIB</i>												
2017	100,0	95,3	54,2	20,4	20,5	10,0	6,4	4,1	0,3	4,7	-	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2017 T3	0,7	0,3	0,4	0,4	-0,1	1,2	2,2	-6,6	-	-	1,3	0,6
T4	0,7	0,2	0,2	0,2	1,4	0,8	2,3	1,5	-	-	2,1	1,3
2018 T1	0,4	0,6	0,5	0,1	0,3	0,9	-0,5	0,0	-	-	-0,7	-0,3
T2	0,4	0,6	0,2	0,4	1,2	0,8	2,2	0,7	-	-	0,6	1,1
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2015	2,1	2,4	1,8	1,3	4,8	0,5	5,4	15,3	-	-	6,5	7,7
2016	1,9	2,3	2,0	1,9	3,9	2,9	5,6	3,6	-	-	2,9	4,1
2017	2,4	1,7	1,6	1,1	2,5	3,7	5,0	-3,6	-	-	5,2	3,9
2017 T3	2,8	2,0	1,9	1,3	2,4	4,0	5,8	-6,0	-	-	5,9	4,2
T4	2,7	1,3	1,5	1,2	2,6	4,1	6,7	-6,8	-	-	6,5	3,7
2018 T1	2,4	1,9	1,6	1,1	3,4	3,5	5,6	0,1	-	-	3,8	2,7
T2	2,1	1,8	1,3	1,1	2,8	3,7	6,4	-4,5	-	-	3,2	2,7
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>												
2017 T3	0,7	0,3	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,1	0,3	-	-
T4	0,7	0,2	0,1	0,0	0,3	0,1	0,2	0,1	-0,2	0,4	-	-
2018 T1	0,4	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,2	-	-
T2	0,4	0,6	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,2	-	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>												
2015	2,1	2,3	1,0	0,3	0,9	0,0	0,3	0,6	0,0	-0,2	-	-
2016	1,9	2,2	1,1	0,4	0,8	0,3	0,3	0,2	0,0	-0,4	-	-
2017	2,4	1,6	0,9	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,2	0,0	0,8	-	-
2017 T3	2,8	1,9	1,0	0,3	0,5	0,4	0,4	-0,3	0,1	0,9	-	-
T4	2,7	1,3	0,8	0,2	0,5	0,4	0,4	-0,3	-0,3	1,4	-	-
2018 T1	2,4	1,8	0,9	0,2	0,7	0,3	0,3	0,0	0,0	0,6	-	-
T2	2,1	1,7	0,7	0,2	0,6	0,4	0,4	-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)												
2015	9 459,4	158,3	1 904,0	467,1	1 784,3	432,9	470,1	1 077,0	1 029,6	1 807,2	328,7	1 073,1
2016	9 697,5	156,0	1 958,5	484,2	1 829,8	449,3	462,2	1 100,0	1 070,0	1 853,2	334,4	1 111,9
2017	10 030,3	169,3	2 026,6	509,0	1 909,9	466,7	455,1	1 131,6	1 120,8	1 898,7	342,6	1 158,0
2017 T3	2 523,8	42,6	511,6	128,3	480,4	117,7	114,1	284,2	282,1	476,7	86,2	290,4
T4	2 546,9	42,9	519,0	130,4	484,5	118,5	113,9	285,8	285,2	480,0	86,5	294,2
2018 T1	2 564,5	42,6	517,7	133,1	488,1	120,2	114,5	288,1	289,4	483,6	87,3	297,0
T2	2 583,9	42,0	521,0	134,9	492,8	121,1	113,4	289,9	292,4	488,9	87,5	299,9
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2017	100,0	1,7	20,2	5,1	19,0	4,7	4,5	11,3	11,2	18,9	3,4	–
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2017 T3	0,7	0,1	1,5	0,5	0,5	1,6	-0,2	0,4	0,6	0,4	0,5	0,4
T4	0,7	0,2	1,3	1,1	0,7	0,4	0,1	0,3	0,8	0,3	0,1	0,6
2018 T1	0,4	1,4	-0,7	0,9	0,7	2,0	-0,3	0,5	0,9	0,5	0,4	0,4
T2	0,4	0,2	0,2	0,6	0,5	0,6	0,2	0,1	0,7	0,3	0,1	0,5
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2015	1,9	-1,4	3,9	0,6	2,2	3,4	-0,2	0,6	2,8	0,9	0,7	3,4
2016	1,8	-1,9	3,1	1,3	1,6	3,4	0,2	0,6	2,6	1,5	0,9	2,9
2017	2,4	1,4	2,9	2,9	3,2	4,6	-1,0	1,3	4,0	1,1	1,2	2,5
2017 T3	2,9	1,3	4,3	3,3	3,7	4,9	-1,0	1,5	4,4	1,2	1,5	2,4
T4	2,8	2,2	3,8	4,1	3,5	4,3	-0,5	1,4	4,5	1,1	1,3	2,2
2018 T1	2,5	1,5	3,1	3,7	2,8	5,4	-0,2	1,5	3,3	1,6	1,5	1,8
T2	2,1	1,9	2,3	3,1	2,5	4,6	-0,2	1,3	3,0	1,5	1,1	1,9
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2017 T3	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	–
T4	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	–
2018 T1	0,4	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	–
T2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	–
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2015	1,9	0,0	0,8	0,0	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	–
2016	1,8	0,0	0,6	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	–
2017	2,4	0,0	0,6	0,1	0,6	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	–
2017 T3	2,9	0,0	0,9	0,2	0,7	0,2	0,0	0,2	0,5	0,2	0,1	–
T4	2,8	0,0	0,8	0,2	0,7	0,2	0,0	0,2	0,5	0,2	0,0	–
2018 T1	2,5	0,0	0,6	0,2	0,5	0,3	0,0	0,2	0,4	0,3	0,1	–
T2	2,1	0,0	0,5	0,2	0,5	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi ¹⁾

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique									
		Salariés	Tra- vailleurs indé- pendants	Agric- ulture, sylvicul- ture et pêche	Industrie manu- factu- rière, énergie et services publics	Cons- truction	Commer- ce, transport, hébergement et restaura- tion	Informa- tion et commu- nication	Activités finan- cières et d'assu- rance	Activités immobi- lières	Activités spéciali- sées de ser- vices aux entre- prises et de soutien	Adminis- tration publique, ensei- gnement, santé et action sociale	Arts, spec- tacles et autres activités de ser- vices
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personnes employées													
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,9	2,7	2,6	1,0	13,3	24,3	7,0
2016	100,0	85,4	14,6	3,3	14,8	5,9	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,3	7,0
2017	100,0	85,7	14,3	3,2	14,7	5,9	24,9	2,8	2,5	1,0	13,7	24,2	7,0
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2015	1,0	1,3	-0,3	-1,1	0,1	0,1	1,4	1,5	-0,4	1,1	2,8	1,1	0,6
2016	1,4	1,6	-0,2	-0,1	0,8	-0,2	1,6	2,9	0,0	2,0	2,8	1,4	0,8
2017	1,6	2,0	-0,5	-0,3	1,2	1,8	1,7	3,1	-1,2	1,3	3,1	1,3	1,4
2017 T3	1,7	2,1	-0,5	-1,2	1,4	2,0	1,8	2,9	-1,3	1,2	3,1	1,3	2,1
T4	1,6	2,0	-0,5	-1,0	1,4	2,6	1,5	3,1	-1,6	1,7	3,4	1,3	1,1
2018 T1	1,5	1,9	-0,7	-0,7	1,5	2,1	1,5	2,7	-1,0	2,0	3,2	1,3	0,6
T2	1,5	1,8	-0,5	-0,4	1,5	2,4	1,2	2,5	-0,8	1,8	3,1	1,2	0,6
Heures travaillées													
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2015	100,0	80,3	19,7	4,4	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,0	21,9	6,2
2016	100,0	80,6	19,4	4,3	15,4	6,6	25,8	2,9	2,7	1,0	13,2	21,9	6,2
2017	100,0	81,0	19,0	4,2	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,4	21,8	6,2
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2015	1,2	1,4	0,1	-0,4	0,5	0,6	1,1	2,7	-0,2	1,4	2,9	1,2	1,1
2016	1,5	1,8	0,1	-0,2	0,9	0,1	1,7	2,5	0,7	2,4	3,0	1,4	1,0
2017	1,3	1,9	-0,9	-1,1	1,2	1,9	1,4	3,0	-1,5	1,6	3,0	1,1	0,8
2017 T3	1,8	2,3	-0,5	-1,1	1,8	2,2	2,0	3,0	-1,2	1,1	3,4	1,2	1,6
T4	1,8	2,4	-0,7	-0,7	2,1	3,6	1,5	3,0	-1,8	3,0	3,6	1,3	0,5
2018 T1	1,4	2,0	-1,0	-0,9	1,7	2,1	1,2	2,4	-1,1	2,5	3,2	1,2	0,2
T2	1,7	2,3	-0,7	-0,1	1,9	2,5	1,2	2,9	-0,4	1,4	3,6	1,5	1,1
Heures travaillées par personne employée													
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2015	0,1	0,2	0,4	0,7	0,4	0,5	-0,3	1,1	0,1	0,2	0,2	0,0	0,5
2016	0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,1	-0,3	0,7	0,4	0,2	0,0	0,2
2017	-0,3	-0,1	-0,4	-0,8	0,0	0,0	-0,4	-0,2	-0,3	0,3	-0,1	-0,3	-0,6
2017 T3	0,1	0,2	0,0	0,0	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,3	-0,1	-0,5
T4	0,1	0,4	-0,2	0,3	0,6	1,0	0,0	-0,1	-0,2	1,3	0,2	0,0	-0,6
2018 T1	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,5	0,0	-0,1	-0,4
T2	0,3	0,5	-0,3	0,4	0,4	0,1	0,0	0,4	0,4	-0,4	0,5	0,3	0,5

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Popu- lation active, millions ¹⁾	Sous- emploi, % de la popu- lation active ¹⁾	Chômage										Taux de vacance d'em- ploi ²⁾	
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ¹⁾	Par âge				Par sexe				% du total des postes
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
						Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la po- pulation active	Millions	% de la po- pulation active	Millions	% de la po- pulation active	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% du total en 2016			100,0		81,7		18,3		52,2		47,8			
2015	160,717	4,6	17,469	10,9	5,6	14,304	9,8	3,165	22,3	9,262	10,7	8,207	11,1	1,5
2016	162,012	4,3	16,254	10,0	5,0	13,289	9,0	2,964	20,9	8,483	9,7	7,771	10,4	1,7
2017	162,636	4,1	14,763	9,1	4,4	12,094	8,1	2,669	18,8	7,636	8,7	7,127	9,5	1,9
2017 T3	163,319	4,0	14,602	9,0	4,2	11,962	8,0	2,640	18,5	7,568	8,6	7,034	9,3	1,9
T4	163,108	3,9	14,205	8,7	4,2	11,645	7,8	2,560	17,9	7,326	8,4	6,879	9,1	2,0
2018 T1	162,582	4,0	13,957	8,6	4,2	11,461	7,7	2,496	17,5	7,205	8,2	6,753	9,0	2,1
T2	.	.	13,519	8,3	.	11,107	7,5	2,412	16,9	6,973	7,9	6,546	8,7	2,1
2018 Février	-	-	13,956	8,6	-	11,443	7,7	2,513	17,6	7,223	8,2	6,733	8,9	-
Mars	-	-	13,814	8,5	-	11,355	7,6	2,459	17,2	7,124	8,1	6,691	8,9	-
Avril	-	-	13,661	8,4	-	11,216	7,5	2,445	17,1	7,056	8,0	6,605	8,7	-
Mai	-	-	13,442	8,2	-	11,046	7,4	2,396	16,8	6,930	7,9	6,512	8,6	-
Juin	-	-	13,454	8,2	-	11,060	7,4	2,394	16,8	6,933	7,9	6,521	8,6	-
Juillet	-	-	13,381	8,2	-	11,017	7,4	2,365	16,6	6,916	7,9	6,466	8,5	-

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

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	
1999-2014	99,8	-5,8	80,7	-12,7	-14,5	-9,5	6,9	–	51,1	52,4	52,9	52,7
2015	103,8	-2,8	81,3	-6,2	-22,4	1,0	8,7	88,5	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,2	-2,6	81,8	-7,7	-16,4	0,3	10,6	89,0	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,8	5,0	83,3	-2,5	-4,0	2,1	14,1	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2017 T3	111,8	6,1	83,7	-1,5	-2,2	1,9	14,5	90,1	57,4	58,0	55,3	56,0
T4	114,3	8,9	84,2	-0,2	1,7	3,9	16,1	90,1	59,7	60,7	56	57,2
2018 T1	114,0	8,5	84,4	0,5	4,7	2,8	16,3	90,3	58,2	58,9	56,4	57,0
T2	112,5	7,0	84,2	0,0	5,8	0,3	14,5	90,4	55,6	55,1	54,5	54,7
2018 Mars	112,8	7,0	–	0,1	5,2	0,8	16,0	–	56,6	55,9	54,9	55,2
Avril	112,7	7,3	84,3	0,3	4,6	-0,7	14,7	90,2	56,2	56,2	54,7	55,1
Mai	112,5	6,9	–	0,2	7,1	0,7	14,4	–	55,5	54,8	53,8	54,1
Juin	112,3	6,9	–	-0,6	5,6	0,7	14,4	–	54,9	54,2	55,2	54,9
Juillet	112,1	5,8	84,1	-0,5	5,4	0,3	15,3	90,6	55,1	54,4	54,2	54,3
Août	111,6	5,5	–	-1,9	6,4	1,7	14,7	–	54,6	54,7	54,4	54,5

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- sment financier	Investis- sment non financier (brut)	Valeur nette ²⁾	Patrimoine immobilier	Partici- pation aux bénéfices ³⁾	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette ⁴⁾	Investis- sment financier	Investis- sment non financier (brut)	Finan- cement
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté)		Variations annuelles en pourcentage					En pourcentage de la valeur ajoutée nette	En pourcentage du PIB	Variations annuelles en pourcentage			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015	12,5	94,1	1,6	2,0	1,4	3,0	1,8	33,9	7,2	136,0	4,6	9,3	2,5
2016	12,2	94,2	1,9	2,0	6,0	3,4	2,7	33,0	8,0	136,7	3,8	1,6	2,0
2017	12,0	94,0	1,3	2,0	6,7	5,0	5,5	33,9	7,7	133,8	3,6	7,0	2,0
2017 T2	12,0	94,1	1,1	2,0	5,0	4,4	3,8	33,5	7,3	135,3	4,2	10,0	2,4
T3	11,9	94,0	1,6	2,0	6,5	4,7	4,7	33,7	7,4	134,0	4,2	3,7	2,4
T4	12,0	94,0	1,5	2,0	6,5	5,0	5,5	33,9	7,7	133,8	3,6	3,6	2,0
2018 T1	12,0	93,7	1,9	1,9	5,7	4,6	5,8	33,9	7,8	133,7	2,8	1,6	1,4

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital ¹⁾		
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires			
		Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	T3	988,9	873,2	115,7	575,6	482,9	214,5	186,3	171,9	138,5	26,9	65,4	7,1	8,4
	T4	996,3	893,9	102,4	590,1	496,3	218,0	190,2	160,1	144,8	28,0	62,5	12,1	10,4
2018	T1	985,5	874,4	111,1	579,7	489,2	213,5	186,1	164,0	139,5	28,3	59,6	9,1	6,4
	T2	987,1	909,9	77,2	578,4	511,6	215,5	187,9	166,6	148,9	26,6	61,5	7,3	6,1
2018	Janvier	328,1	291,9	36,3	197,1	166,5	71,1	61,6	50,8	44,7	9,2	19,1	3,0	1,9
	Février	327,1	288,3	38,8	190,7	161,2	70,6	61,6	56,9	48,3	8,9	17,2	2,2	1,6
	Mars	330,2	294,2	36,0	191,9	161,5	71,8	62,9	56,3	46,4	10,2	23,3	3,9	2,9
	Avril	328,7	299,4	29,3	189,9	168,2	72,1	62,4	57,6	48,8	9,1	20,0	2,1	2,0
	Mai	329,1	304,7	24,4	192,2	170,4	72,3	63,4	55,5	52,1	9,0	18,9	2,3	2,1
	Juin	329,3	305,7	23,5	196,2	173,0	71,1	62,2	53,5	48,0	8,5	22,6	2,9	1,9
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2018	Juin	3 957,7	3 551,4	406,3	2 323,7	1 980,0	861,5	750,6	662,5	571,8	109,9	249,0	35,6	31,2
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2018	Juin	34,7	31,2	3,6	20,4	17,4	7,6	6,6	5,8	5,0	1,0	2,2	0,3	0,3

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

3.9 Échanges de biens de la zone euro 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	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<i>Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>														
2017	T3	6,0	8,0	546,8	257,0	114,6	164,1	459,7	485,9	272,9	81,0	123,1	355,1	48,5
	T4	6,1	7,7	561,7	268,2	116,0	167,0	471,3	501,2	285,2	81,4	125,5	360,7	58,7
2018	T1	2,1	1,9	560,7	269,7	113,5	168,1	469,5	503,6	291,1	81,1	123,4	356,8	65,0
	T2	4,2	5,7	566,0	.	.	.	472,6	514,6	.	.	.	361,0	.
2018	Janvier	9,1	6,2	190,3	92,8	38,2	56,6	158,8	170,9	98,7	27,7	41,7	120,7	23,1
	Février	1,8	1,7	183,9	88,6	37,4	54,7	153,9	165,8	96,3	26,1	40,2	117,4	21,5
	Mars	-3,2	-2,0	186,5	88,3	38,0	56,8	156,8	166,9	96,0	27,3	41,4	118,7	20,3
	Avril	8,2	8,5	187,4	88,7	39,2	55,4	156,6	169,7	98,6	26,0	42,5	119,6	21,1
	Mai	-0,9	0,6	187,8	89,9	38,0	55,0	157,4	170,9	99,3	26,5	41,9	121,7	21,4
	Juin	5,7	8,5	190,8	.	.	.	158,5	174,0	.	.	.	119,7	.
<i>Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>														
2017	T3	3,7	3,4	123,7	121,8	124,8	127,9	124,0	114,2	113,9	115,8	114,1	117,9	100,2
	T4	4,4	4,1	126,3	125,8	125,8	130,2	126,8	114,8	114,7	113,3	115,7	118,5	105,9
2018	T1	2,3	1,9	125,7	125,4	123,1	131,6	126,2	114,2	114,7	112,3	114,8	117,0	110,3
	T2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017	Décembre	-0,3	0,0	128,8	127,6	130,2	132,6	129,9	114,0	115,1	106,9	114,3	117,4	111,2
2018	Janvier	8,6	5,1	127,5	129,0	123,5	132,6	127,7	114,6	115,4	112,4	114,7	117,2	114,1
	Février	2,2	2,4	124,1	124,0	122,1	128,3	124,3	113,5	114,4	110,6	112,8	116,3	110,4
	Mars	-2,5	-1,5	125,7	123,2	123,6	133,8	126,5	114,4	114,4	114,0	116,9	117,5	106,3
	Avril	8,2	7,4	125,8	123,2	127,2	130,1	125,9	114,7	115,8	106,4	118,8	117,2	104,6
	Mai	-1,3	-2,0	125,3	124,3	123,3	127,5	126,1	115,3	115,1	111,6	117,9	120,2	99,6

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

4 Prix et coûts

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) ²⁾						Pour mémoire : prix administrés	
	Indice : 2015 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
		1	2											Total, hors produits alimentaires et énergie	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2018	100,0	100,0	70,7	55,6	44,4	100,0	12,1	7,5	26,3	9,7	44,4	86,6	13,4
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	1,0
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,7	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2017 T3	101,8	1,4	1,2	1,4	1,5	0,2	0,7	0,3	0,1	-0,9	0,3	1,5	1,1
T4	102,4	1,4	0,9	1,6	1,2	0,5	0,5	1,1	0,1	2,6	0,1	1,5	1,2
2018 T1	102,3	1,3	1,0	1,2	1,3	0,5	0,7	0,1	0,1	1,9	0,5	1,2	1,9
T2	103,7	1,7	0,9	2,0	1,3	0,5	0,8	0,7	0,0	1,9	0,5	1,7	1,6
2018 Mars	103,0	1,3	1,0	1,2	1,5	0,1	0,7	0,1	-0,1	-0,8	0,3	1,2	2,0
Avril	103,3	1,3	0,8	1,4	1,0	0,1	0,3	0,2	0,0	0,8	0,0	1,2	1,6
Mai	103,8	1,9	1,1	2,1	1,6	0,4	0,0	0,7	0,0	2,2	0,3	1,9	1,6
Juin	104,0	2,0	0,9	2,5	1,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,9	0,0	2,0	1,6
Juillet	103,6	2,1	1,1	2,8	1,4	0,2	0,1	0,0	0,1	0,7	0,2	2,1	2,4
Août ³⁾	103,8	2,0	1,0	.	1,3	0,1	0,2	0,4	0,0	0,4	0,0	.	.

	Biens						Services						Divers
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communica-tions	Services de loisirs et per-sonnels		
	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 2018	19,6	12,1	7,5	36,0	26,3	9,7	10,6	6,4	7,3	3,2	15,3	8,1	
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2	
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	1,2	
2017	1,8	1,6	2,2	1,6	0,4	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,5	2,1	0,7	
2017 T3	1,6	2,0	0,9	1,3	0,5	3,4	1,3	1,2	2,3	-1,8	2,4	0,8	
T4	2,2	2,1	2,3	1,3	0,4	3,5	1,2	1,2	1,7	-1,7	2,0	0,4	
2018 T1	1,7	2,6	0,3	0,9	0,5	2,1	1,3	1,3	1,7	-1,0	1,8	1,2	
T2	2,6	2,7	2,3	1,7	0,3	5,5	1,2	1,2	1,3	-0,7	1,8	1,3	
2018 Mars	2,1	2,9	0,8	0,7	0,2	2,0	1,3	1,3	1,9	-0,9	2,1	1,2	
Avril	2,4	3,0	1,5	0,9	0,3	2,6	1,3	1,3	0,8	-0,7	1,2	1,2	
Mai	2,5	2,6	2,4	1,8	0,3	6,1	1,3	1,3	1,7	-0,6	2,5	1,3	
Juin	2,7	2,6	2,9	2,4	0,4	8,0	1,1	1,0	1,5	-0,8	1,7	1,3	
Juillet	2,5	2,4	2,6	2,9	0,5	9,5	1,1	1,1	1,3	-0,6	2,1	1,4	
Août ³⁾	2,5	2,4	2,5	.	0,3	9,2	.	.	.	.	.	.

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

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

4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production dans l'industrie hors construction ¹⁾										Construction	Prix de l'immobilier résidentiel ²⁾	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commercial ²⁾
	Total (indice : 2015 = 100)	Total	Industrie hors construction et énergie							Énergie			
			Secteur manufacturier	Total	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation						
							Total	Produits alimentaires, boissons et tabac	Produits non alimentaires				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% du total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2015	100,0	-2,6	-2,3	-0,5	-1,2	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,7	0,4	1,7	2,3
2016	97,8	-2,2	-1,4	-0,5	-1,6	0,4	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,6	3,4	5,0
2017	100,8	3,1	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,7	0,2	5,9	2,1	3,7	5,1
2017 T3	100,5	2,4	2,7	2,1	3,0	1,0	2,2	3,1	0,2	3,3	1,9	3,7	5,7
T4	101,7	2,5	2,5	2,0	3,2	0,9	1,6	2,0	0,3	3,8	2,4	3,9	6,6
2018 T1	102,5	1,8	1,7	1,6	2,4	1,0	0,9	1,1	0,5	2,2	2,3	4,3	.
T2	103,2	2,8	2,7	1,4	2,5	1,0	0,4	0,2	0,5	6,9	.	.	.
2018 Février	102,5	1,7	1,4	1,6	2,4	1,0	0,8	1,0	0,5	1,9	-	-	-
Mars	102,5	2,0	1,7	1,4	2,2	1,0	0,9	1,2	0,5	3,6	-	-	-
Avril	102,5	1,9	1,8	1,3	2,1	1,0	0,5	0,4	0,4	3,5	-	-	-
Mai	103,3	3,0	2,9	1,4	2,4	1,0	0,4	0,1	0,5	7,7	-	-	-
Juin	103,7	3,6	3,4	1,6	3,0	1,1	0,2	0,0	0,5	9,5	-	-	-
Juillet	104,1	4,0	3,4	1,7	3,2	1,1	0,1	-0,3	0,6	10,7	-	-	-

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

1) Ventes domestiques uniquement.

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

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie (en euros)					
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Demande intérieure				Exportations ¹⁾	Importations ¹⁾		Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾		
			Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimentaires	Non alimentaires	Total	Alimentaires	Non alimentaires
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% du total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2015	106,0	1,4	0,4	0,3	0,5	0,8	0,4	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,8	0,7	0,4	0,3	0,4	0,7	-1,4	-2,4	39,9	-3,7	-4,0	-3,3	-7,4	-10,4	-3,0
2017	107,9	1,1	1,5	1,5	1,3	1,5	1,8	2,9	48,1	5,9	-3,5	16,4	5,5	-3,2	17,5
2017 T3	108,2	1,3	1,6	1,4	1,3	1,5	1,4	2,0	44,0	2,0	-7,4	12,3	2,7	-5,7	13,5
T4	108,5	1,3	1,6	1,4	1,5	1,6	1,2	1,8	52,2	-2,5	-9,5	4,6	0,0	-5,2	6,3
2018 T1	108,8	1,5	1,4	1,2	1,4	1,7	0,4	0,3	54,6	-8,9	-14,5	-3,6	-7,6	-12,6	-1,9
T2	109,3	1,4	1,6	1,5	1,8	1,9	1,1	1,6	62,6	1,6	-6,5	9,6	1,2	-7,1	10,9
2018 Mars	-	-	-	-	-	-	-	-	53,9	-9,3	-12,8	-6,0	-8,8	-12,3	-4,8
Avril	-	-	-	-	-	-	-	-	58,4	-4,9	-10,2	0,1	-5,2	-11,1	1,5
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	64,9	3,9	-4,8	12,6	3,2	-5,8	13,8
Juin	-	-	-	-	-	-	-	-	64,4	6,2	-4,6	17,0	5,8	-4,2	18,0
Juillet	-	-	-	-	-	-	-	-	63,7	1,6	-6,3	9,7	2,5	-4,4	11,2
Août	-	-	-	-	-	-	-	-	63,3	2,6	-1,8	6,5	4,8	1,9	8,1

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

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

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

4 Prix et coûts

4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)					Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Évolution des prix à la consomma- tion sur les 12 derniers mois	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière	Commerce de détail	Services	Construction		Industrie manufacturière	Services	Industrie manufacturière	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2014	4,4	–	–	-3,1	33,5	57,2	56,5	–	49,8
2015	-3,1	3,1	2,3	-13,2	-0,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-1,0	2,2	4,1	-7,2	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	8,7	5,0	6,7	2,6	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6
2017 T3	8,1	4,3	6,6	3,4	10,4	60,4	55,7	54,4	51,4
T4	10,9	7,1	8,2	8,2	13,8	67,9	56,9	56,3	52,1
2018 T1	12,5	6,7	8,9	10,9	17,4	68,4	57,2	57,9	52,9
T2	9,8	6,7	9,0	12,2	18,5	65,6	57,6	56,5	52,3
2018 Mars	11,9	6,4	8,3	11,8	16,5	65,8	56,3	57,3	52,1
Avril	9,9	6,1	9,0	9,8	16,3	63,9	56,5	57,5	51,8
Mai	9,3	7,3	9,0	14,3	18,0	65,3	57,6	56,4	52,0
Juin	10,1	6,8	9,0	12,5	21,1	67,6	58,6	55,7	53,2
Juillet	9,6	6,8	9,0	12,3	20,7	66,6	57,9	55,6	53,0
Août	10,3	7,8	9,2	13,0	19,6	65,3	58,1	55,1	52,7

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

4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2012 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Économie marchande	Principalement économie non marchande	
	1	2	3	4	5	6	7
% du total en 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2015	104,3	1,6	2,0	0,7	1,6	1,6	1,5
2016	105,8	1,5	1,5	1,6	1,4	1,6	1,4
2017	107,5	1,6	1,7	1,2	1,7	1,4	1,5
2017 T3	104,2	1,6	1,6	1,4	1,8	1,0	1,5
T4	114,0	1,4	1,5	0,8	1,6	0,9	1,5
2018 T1	102,5	2,0	1,8	2,6	2,4	1,1	1,7
T2							2,2

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

4 Prix et coûts

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

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

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

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								Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans
1	2	3	4	5								
Encours												
2015	1 037,7	5 575,8	6 613,5	1 444,1	2 159,7	3 603,8	10 217,2	74,5	485,1	75,6	635,2	10 852,4
2016	1 075,5	6 083,9	7 159,4	1 329,8	2 221,2	3 551,0	10 710,4	70,4	523,2	91,7	685,2	11 395,7
2017	1 112,0	6 635,7	7 747,7	1 194,4	2 261,2	3 455,6	11 203,3	75,7	509,4	75,8	660,8	11 864,1
2017 T3	1 104,8	6 531,0	7 635,8	1 224,1	2 251,4	3 475,4	11 111,3	66,6	530,5	77,4	674,6	11 785,8
T4	1 112,0	6 635,7	7 747,7	1 194,4	2 261,2	3 455,6	11 203,3	75,7	509,4	75,8	660,8	11 864,1
2018 T1	1 113,4	6 746,1	7 859,5	1 171,5	2 258,5	3 430,0	11 289,5	71,6	505,7	74,6	651,9	11 941,4
T2	1 133,3	6 906,2	8 039,5	1 183,4	2 269,8	3 453,2	11 492,7	73,9	506,7	69,2	649,8	12 142,5
2018 Février	1 115,6	6 720,6	7 836,1	1 178,4	2 258,0	3 436,4	11 272,5	72,8	502,5	63,0	638,3	11 910,8
Mars	1 113,4	6 746,1	7 859,5	1 171,5	2 258,5	3 430,0	11 289,5	71,6	505,7	74,6	651,9	11 941,4
Avril	1 122,2	6 759,0	7 881,2	1 158,9	2 263,4	3 422,3	11 303,5	77,4	510,6	75,3	663,3	11 966,7
Mai	1 128,3	6 850,3	7 978,6	1 163,1	2 265,3	3 428,4	11 407,0	71,3	504,4	65,1	640,8	12 047,8
Juin	1 133,3	6 906,2	8 039,5	1 183,4	2 269,8	3 453,2	11 492,7	73,9	506,7	69,2	649,8	12 142,5
Juillet ^(a)	1 136,5	6 913,5	8 050,0	1 158,2	2 277,5	3 435,7	11 485,7	67,0	511,4	65,6	644,0	12 129,7
Flux												
2015	66,5	566,9	633,3	-134,5	12,3	-122,2	511,2	-47,4	49,7	-27,2	-24,9	486,2
2016	37,9	541,7	579,6	-105,4	16,0	-89,3	490,3	-4,2	38,0	16,9	50,7	541,0
2017	36,6	588,3	624,9	-112,3	36,3	-76,0	548,9	6,7	-13,7	-19,1	-26,0	522,8
2017 T3	9,4	157,0	166,4	-32,9	10,8	-22,1	144,3	-1,1	16,8	3,1	18,9	163,1
T4	7,2	109,0	116,2	-21,6	9,9	-11,7	104,5	9,4	-21,4	-5,9	-17,9	86,7
2018 T1	1,4	107,2	108,6	-21,2	5,9	-15,3	93,3	-3,9	-3,6	-0,2	-7,6	85,7
T2	19,9	149,5	169,4	8,6	10,6	19,2	188,6	-0,9	1,3	-7,2	-6,8	181,8
2018 Février	1,1	30,1	31,2	-21,1	1,1	-20,1	11,1	-2,1	-12,1	0,6	-13,6	-2,5
Mars	-2,2	27,2	25,1	-6,3	0,6	-5,7	19,3	-1,2	3,4	12,3	14,6	33,9
Avril	8,8	9,6	18,4	-13,3	4,9	-8,4	10,0	3,0	4,8	0,2	8,0	18,0
Mai	6,2	84,8	90,9	1,4	1,5	2,9	93,8	-6,6	-6,1	-11,1	-23,8	70,0
Juin	5,0	55,2	60,2	20,6	4,1	24,7	84,8	2,7	2,6	3,8	9,0	93,9
Juillet ^(a)	2,1	8,2	10,3	-24,2	7,7	-16,5	-6,2	-6,8	4,5	-3,3	-5,7	-11,9
Taux de croissance												
2015	6,8	11,3	10,6	-8,5	0,6	-3,3	5,3	-38,9	11,4	-25,4	-3,8	4,7
2016	3,7	9,7	8,8	-7,3	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	22,2	8,0	5,0
2017	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,9	-3,8	4,6
2017 T3	3,6	11,0	9,9	-10,4	1,4	-3,2	5,4	-13,2	5,6	-10,8	1,3	5,2
T4	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,9	-3,8	4,6
2018 T1	2,4	8,5	7,6	-8,7	1,7	-2,1	4,4	-1,6	-4,8	-23,3	-7,0	3,7
T2	3,5	8,2	7,5	-5,3	1,7	-0,9	4,8	5,2	-1,3	-13,0	-2,0	4,5
2018 Février	2,8	9,4	8,4	-9,3	1,8	-2,3	4,9	7,7	-2,3	-32,4	-5,4	4,3
Mars	2,4	8,5	7,6	-8,7	1,7	-2,1	4,4	-1,6	-4,8	-23,3	-7,0	3,7
Avril	2,8	7,8	7,0	-8,4	1,8	-1,9	4,2	5,3	-1,7	-5,4	-1,4	3,8
Mai	3,2	8,3	7,5	-7,6	1,7	-1,7	4,6	-3,6	-2,9	-20,9	-5,1	4,0
Juin	3,5	8,2	7,5	-5,3	1,7	-0,9	4,8	5,2	-1,3	-13,0	-2,0	4,5
Juillet ^(a)	3,6	7,5	6,9	-6,5	1,9	-1,1	4,4	-2,1	-1,3	-16,1	-3,1	4,0

Source : BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3 ¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques ⁴⁾
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2015	1 953,2	1 503,9	323,6	117,4	8,3	5 750,7	3 060,7	695,0	1 992,3	2,7	957,9	226,6	365,5
2016	2 082,5	1 617,4	296,5	160,3	8,4	6 052,3	3 400,9	644,8	2 004,7	1,9	989,1	198,2	383,2
2017	2 244,0	1 787,8	287,1	159,7	9,5	6 300,9	3 696,7	561,5	2 042,0	0,6	1 009,9	202,2	409,9
2017 T3	2 219,9	1 770,4	286,0	158,3	5,3	6 255,9	3 633,7	583,6	2 036,6	2,0	977,1	201,0	419,2
T4	2 244,0	1 787,8	287,1	159,7	9,5	6 300,9	3 696,7	561,5	2 042,0	0,6	1 009,9	202,2	409,9
2018 T1	2 258,6	1 820,7	273,3	157,1	7,6	6 375,2	3 788,4	542,8	2 042,5	1,5	991,1	209,5	413,2
T2	2 298,7	1 856,8	278,6	156,4	6,9	6 462,8	3 870,2	535,9	2 055,7	1,0	1 025,1	220,7	425,9
2018 Février	2 267,3	1 813,5	287,0	157,9	8,9	6 359,5	3 767,5	548,7	2 041,5	1,8	981,3	207,9	413,8
Mars	2 258,6	1 820,7	273,3	157,1	7,6	6 375,2	3 788,4	542,8	2 042,5	1,5	991,1	209,5	413,2
Avril	2 270,1	1 837,6	269,5	155,4	7,7	6 406,2	3 815,3	539,4	2 049,7	1,8	953,2	211,5	417,7
Mai	2 296,2	1 863,5	269,9	156,2	6,7	6 432,8	3 843,0	536,6	2 051,9	1,3	985,2	217,7	418,1
Juin	2 298,7	1 856,8	278,6	156,4	6,9	6 462,8	3 870,2	535,9	2 055,7	1,0	1 025,1	220,7	425,9
Juillet ^(a)	2 295,5	1 861,9	270,1	156,1	7,4	6 490,9	3 893,5	533,1	2 062,5	1,8	990,3	216,7	422,7
Flux													
2015	85,1	124,3	-32,9	4,9	-11,2	194,7	303,8	-109,8	1,2	-0,4	88,3	-0,5	29,6
2016	128,2	151,8	-24,0	0,2	0,2	299,8	333,3	-46,3	13,7	-0,8	30,9	-29,6	18,8
2017	178,2	180,4	-3,2	-0,2	1,1	253,9	303,7	-81,9	33,4	-1,3	54,1	5,9	26,9
2017 T3	34,8	41,7	-6,0	0,3	-1,1	65,9	75,1	-16,8	8,0	-0,3	12,2	4,8	16,1
T4	23,2	16,4	1,2	1,4	4,2	47,6	65,2	-21,8	5,5	-1,3	42,6	2,2	-8,9
2018 T1	17,4	34,9	-12,9	-2,7	-1,9	76,6	84,8	-18,4	9,4	0,9	-16,8	7,6	3,2
T2	32,6	31,6	2,6	-0,8	-0,7	85,3	80,9	-7,8	12,6	-0,5	26,8	10,8	12,3
2018 Février	-18,4	-11,4	-5,5	0,3	-1,7	28,9	35,0	-7,6	1,4	0,1	-7,5	3,9	1,0
Mars	-7,7	7,8	-13,5	-0,8	-1,3	16,2	21,1	-5,8	1,1	-0,3	10,4	2,1	-0,6
Avril	9,5	15,5	-4,4	-1,7	0,1	30,2	26,5	-3,8	7,1	0,3	-41,7	1,8	4,4
Mai	21,4	23,4	-1,8	0,8	-1,0	25,0	27,3	-3,6	1,9	-0,5	28,5	5,9	0,2
Juin	1,7	-7,3	8,7	0,1	0,2	30,1	27,1	-0,4	3,6	-0,3	39,9	3,1	7,7
Juillet ^(a)	-2,1	5,9	-8,2	-0,3	0,5	28,4	23,5	-2,6	6,8	0,7	-34,4	-3,9	-3,2
Taux de croissance													
2015	4,6	9,0	-9,2	4,4	-57,6	3,5	11,0	-13,6	0,1	-13,2	10,2	-0,2	8,8
2016	6,7	10,1	-7,5	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,6	-29,9	3,1	-13,0	5,2
2017	8,6	11,2	-1,1	-0,1	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	3,0	7,0
2017 T3	8,1	12,2	-7,4	-1,8	-42,3	4,6	9,9	-12,5	1,6	-25,3	5,7	-2,0	8,9
T4	8,6	11,2	-1,1	-0,1	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	3,0	7,0
2018 T1	5,3	8,1	-7,6	-0,2	17,9	4,0	8,3	-12,5	1,6	-42,2	5,4	10,4	5,4
T2	4,9	7,2	-5,2	-1,2	6,8	4,5	8,6	-10,8	1,8	-54,2	6,7	13,0	5,6
2018 Février	6,7	9,0	-2,9	0,1	31,1	4,2	8,7	-12,5	1,7	-33,3	7,0	6,0	5,7
Mars	5,3	8,1	-7,6	-0,2	17,9	4,0	8,3	-12,5	1,6	-42,2	5,4	10,4	5,4
Avril	5,5	8,3	-7,6	-0,6	13,4	4,2	8,4	-12,0	1,8	-40,6	1,6	7,2	5,0
Mai	5,7	8,7	-8,2	-0,9	7,1	4,2	8,5	-11,7	1,7	-48,3	3,7	11,6	4,5
Juin	4,9	7,2	-5,2	-1,2	6,8	4,5	8,6	-10,8	1,8	-54,2	6,7	13,0	5,6
Juillet ^(a)	4,4	6,8	-7,1	-1,0	20,6	4,7	8,7	-10,4	2,0	-13,9	1,9	11,8	3,2

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

5.3 Créances sur les résidents de la zone euro ¹⁾

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

	Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro								
	Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts						Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires
					Total	Aux sociétés non financières ³⁾	Aux ménages ⁴⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension ³⁾	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension	Titres de créance		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours												
2015	3 901,4	1 113,6	2 785,4	12 599,6	10 509,4	10 804,8	4 285,9	5 310,8	789,0	123,8	1 307,8	782,4
2016	4 393,8	1 083,6	3 297,1	12 877,2	10 707,8	10 978,8	4 310,1	5 449,0	836,0	112,7	1 385,4	784,0
2017	4 631,3	1 032,7	3 584,7	13 112,9	10 871,3	11 168,3	4 324,9	5 598,1	839,6	108,7	1 440,1	801,5
2017 T3	4 548,3	1 050,5	3 483,6	13 048,9	10 816,0	11 103,5	4 302,2	5 556,2	845,6	111,9	1 439,0	794,0
T4	4 631,3	1 032,7	3 584,7	13 112,9	10 871,3	11 168,3	4 324,9	5 598,1	839,6	108,7	1 440,1	801,5
2018 T1	4 600,7	1 021,7	3 565,2	13 196,1	10 945,8	11 232,8	4 344,9	5 631,8	857,1	112,0	1 466,4	783,9
T2	4 599,8	1 017,9	3 567,6	13 280,1	10 995,9	11 332,4	4 354,8	5 659,7	861,1	120,3	1 497,2	787,0
2018 Février	4 598,6	1 023,6	3 560,7	13 188,5	10 936,3	11 224,7	4 349,3	5 615,1	858,1	113,8	1 459,5	792,8
Mars	4 600,7	1 021,7	3 565,2	13 196,1	10 945,8	11 232,8	4 344,9	5 631,8	857,1	112,0	1 466,4	783,9
Avril	4 594,5	1 021,6	3 559,0	13 252,6	10 964,5	11 256,1	4 358,6	5 644,5	843,4	117,9	1 484,3	803,8
Mai	4 576,9	1 023,3	3 539,3	13 302,0	11 010,0	11 302,0	4 384,5	5 650,5	854,4	120,6	1 490,5	801,5
Juin	4 599,8	1 017,9	3 567,6	13 280,1	10 995,9	11 332,4	4 354,8	5 659,7	861,1	120,3	1 497,2	787,0
Juillet ^(p)	4 618,4	1 010,4	3 593,8	13 333,9	11 024,8	11 351,2	4 382,6	5 676,9	844,8	120,6	1 520,0	789,0
Flux												
2015	295,0	-21,3	316,0	83,8	56,7	76,4	-16,6	101,2	-22,2	-5,7	25,6	1,5
2016	487,4	-34,5	521,8	317,6	233,9	257,9	82,4	119,7	42,9	-11,1	79,7	4,0
2017	290,6	-43,1	333,1	361,2	272,1	315,5	82,4	173,0	20,4	-3,7	64,2	24,8
2017 T3	88,7	-10,8	99,6	74,2	75,9	86,8	21,4	40,6	14,5	-0,7	2,3	-4,0
T4	90,1	-15,8	105,8	87,6	74,9	92,3	33,6	48,3	-3,8	-3,2	5,9	6,8
2018 T1	-39,9	-10,2	-29,7	115,6	101,9	97,6	39,7	39,2	19,7	3,4	28,9	-15,2
T2	35,5	-4,3	39,5	89,0	55,4	108,5	14,2	36,0	-2,9	8,1	31,2	2,4
2018 Février	3,1	-7,5	10,5	2,1	0,7	-3,3	-4,0	10,4	-7,0	1,3	6,6	-5,1
Mars	-12,8	-2,0	-10,4	29,4	30,2	31,6	11,9	20,8	-0,8	-1,7	7,5	-8,3
Avril	-4,0	-0,1	-3,9	46,2	13,9	17,9	13,6	12,2	-17,7	5,8	17,6	14,7
Mai	25,9	1,3	24,3	56,3	48,5	51,9	26,7	11,2	8,1	2,6	6,2	1,5
Juin	13,6	-5,5	19,1	-13,5	-7,0	38,6	-26,1	12,6	6,8	-0,2	7,3	-13,8
Juillet ^(p)	26,6	-6,1	32,7	57,5	35,2	25,0	30,4	19,1	-14,5	0,2	22,8	-0,5
Taux de croissance												
2015	8,2	-1,9	12,8	0,7	0,5	0,7	-0,4	1,9	-2,7	-4,4	2,0	0,2
2016	12,4	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,1	0,5
2017	6,7	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,3	4,6	3,2
2017 T3	8,3	-4,0	12,7	2,8	2,4	2,7	1,5	3,0	3,5	2,0	5,7	2,6
T4	6,7	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,3	4,6	3,2
2018 T1	3,9	-4,0	6,4	2,6	2,6	3,0	2,2	3,0	2,3	-0,4	4,0	-0,1
T2	3,9	-3,9	6,4	2,8	2,9	3,5	2,5	3,0	3,3	6,8	4,8	-1,3
2018 Février	5,2	-4,1	8,2	2,8	2,7	3,1	2,0	2,9	4,5	2,0	5,0	1,1
Mars	3,9	-4,0	6,4	2,6	2,6	3,0	2,2	3,0	2,3	-0,4	4,0	-0,1
Avril	3,2	-4,0	5,5	2,9	2,7	3,1	2,4	3,0	2,7	3,7	5,2	1,9
Mai	3,4	-3,6	5,6	3,2	3,1	3,3	2,8	3,1	3,8	8,1	4,6	2,0
Juin	3,9	-3,9	6,4	2,8	2,9	3,5	2,5	3,0	3,3	6,8	4,8	-1,3
Juillet ^(p)	3,7	-3,9	6,1	3,0	3,0	3,4	3,0	3,3	1,2	5,6	5,0	-1,0

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)

	Passif des IFM						Actif des IFM			
	Dépôts de l'administration centrale ²⁾	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Position extérieure nette	Autre		
		Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total	Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾	Prises en pension de contreparties centrales ³⁾
Encours										
2015	284,7	6 999,2	2 119,4	80,0	2 255,8	2 543,9	1 350,6	284,7	205,9	135,6
2016	314,2	6 956,7	2 090,9	70,9	2 146,5	2 648,4	1 133,3	262,2	205,9	121,6
2017	356,5	6 768,8	1 968,8	59,7	2 016,1	2 724,2	934,2	311,0	143,8	93,4
2017 T3	365,3	6 730,6	2 007,3	61,5	2 015,9	2 645,8	1 022,3	262,2	140,6	85,4
T4	356,5	6 768,8	1 968,8	59,7	2 016,1	2 724,2	934,2	311,0	143,8	93,4
2018 T1	339,7	6 748,3	1 952,1	59,4	2 020,0	2 716,7	911,2	321,3	136,2	87,0
T2	318,2	6 698,6	1 949,9	58,5	2 020,1	2 670,1	862,1	417,3	174,3	184,9
2018 Février	347,1	6 741,1	1 958,3	59,8	2 016,0	2 707,0	840,5	371,4	124,3	81,8
Mars	339,7	6 748,3	1 952,1	59,4	2 020,0	2 716,7	911,2	321,3	136,2	87,0
Avril	349,7	6 768,0	1 956,2	59,3	2 019,9	2 732,6	880,5	356,8	147,1	153,6
Mai	329,3	6 750,2	1 950,8	58,9	2 029,8	2 710,7	858,3	390,1	177,5	187,9
Juin	318,2	6 698,6	1 949,9	58,5	2 020,1	2 670,1	862,1	417,3	174,3	184,9
Juillet ^(p)	352,8	6 691,1	1 954,6	57,8	2 011,5	2 667,2	848,7	372,6	184,2	193,9
Flux										
2015	8,9	-216,5	-106,3	-13,5	-210,9	114,2	-87,5	-12,7	21,4	-4,0
2016	26,7	-122,7	-69,6	-9,1	-118,4	74,4	-274,9	-85,3	12,8	-12,0
2017	46,1	-83,1	-84,7	-8,7	-70,6	80,8	-91,8	-74,1	-60,9	-27,6
2017 T3	65,0	-23,6	-25,4	-2,9	-30,5	35,2	30,9	10,7	-13,6	-24,3
T4	-8,9	-35,4	-17,8	-1,8	-10,6	-5,1	-76,0	-59,2	3,2	7,9
2018 T1	-16,7	11,7	-16,3	-1,3	12,4	17,0	62,2	-57,1	-7,6	-6,4
T2	-21,5	-46,2	-5,4	-0,9	-25,8	-14,1	-67,3	56,9	16,4	19,7
2018 Février	30,6	-23,2	-3,7	-0,4	-16,3	-2,9	10,0	-10,3	-8,6	-2,4
Mars	-7,4	19,3	-5,8	-0,4	8,7	16,7	79,8	-50,5	11,9	5,2
Avril	10,1	6,9	3,3	-0,2	-9,2	13,0	-38,1	30,8	-10,8	-11,6
Mai	-20,4	-38,8	-7,7	-0,4	-6,8	-24,0	-51,7	-19,8	30,3	34,4
Juin	-11,1	-14,3	-1,0	-0,4	-9,8	-3,1	22,5	45,9	-3,2	-3,1
Juillet ^(p)	34,4	11,3	5,2	-0,7	-4,7	11,6	0,2	-50,4	9,8	9,0
Taux de croissance										
2015	3,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,6	4,6	-	-	11,6	-2,9
2016	9,4	-1,7	-3,3	-11,5	-5,3	2,8	-	-	6,3	-9,0
2017	14,5	-1,2	-4,1	-12,4	-3,4	3,1	-	-	-29,7	-22,7
2017 T3	22,1	-1,0	-4,1	-12,5	-3,8	4,2	-	-	-31,3	-33,4
T4	14,5	-1,2	-4,1	-12,4	-3,4	3,1	-	-	-29,7	-22,7
2018 T1	11,8	-0,9	-4,1	-12,5	-1,5	2,5	-	-	-25,6	-22,2
T2	5,7	-1,4	-3,2	-10,8	-2,7	1,3	-	-	-3,6	-17,3
2018 Février	17,0	-1,3	-3,7	-12,6	-2,7	2,0	-	-	-27,4	-21,6
Mars	11,8	-0,9	-4,1	-12,5	-1,5	2,5	-	-	-25,6	-22,2
Avril	7,3	-0,6	-3,6	-12,8	-1,6	2,8	-	-	-28,5	-27,3
Mai	5,9	-1,3	-3,6	-10,3	-2,4	1,6	-	-	-6,8	-11,5
Juin	5,7	-1,4	-3,2	-10,8	-2,7	1,3	-	-	-3,6	-17,3
Juillet ^(p)	10,2	-1,1	-2,5	-10,4	-2,9	1,5	-	-	22,5	24,6

Source : BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

6 Évolutions budgétaires

6.1 Déficit/excédent

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

6.3 Ratio dette publique/PIB

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

	Total	Instrument financier			Détenteur		Durée initiale		Durée résiduelle			Devises		
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents	Créanciers non-résidents	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2014	91,9	2,7	17,1	72,0	44,0	25,6	47,9	10,0	81,9	18,8	31,9	41,2	89,8	2,1
2015	89,9	2,8	16,2	71,0	44,1	27,1	45,8	9,3	80,6	17,6	31,2	41,1	87,9	2,0
2016	89,0	2,7	15,5	70,8	46,1	30,4	42,9	9,0	80,0	17,2	29,9	41,9	87,0	2,0
2017	86,7	2,6	14,3	69,8	46,7	31,8	40,1	8,3	78,5	16,0	28,8	41,9	84,9	1,8
2017 T2	89,1	2,7	14,9	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	88,1	2,8	14,7	70,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	86,7	2,6	14,4	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 T1	86,8	2,6	14,1	70,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Évolutions budgétaires

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

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Variation du ratio dette/PIB ²⁾	Déficit (+) /excédent (-) primaire	Ajustement dette-déficit								Écart croissance/taux d'intérêt	Pour mémoire : besoin de financement
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers					Effets de valorisation et autres variations en volume	Autres		
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	0,3	-0,1	-0,2	-0,5	0,2	-0,5	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,6	2,2
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,3	-0,8	1,3
2016	-1,0	-0,6	-0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	1,6
2017	-2,3	-1,1	-0,1	0,4	0,4	0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,5	-1,0	0,8
2017 T2	-1,7	-0,9	-0,6	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,0	-0,3	0,8
T3	-1,6	-1,0	0,1	0,7	0,8	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,5	-0,7	1,2
T4	-2,3	-1,1	-0,2	0,4	0,4	0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,5	-1,0	0,8
2018 T1	-2,5	-1,2	-0,1	0,5	0,5	0,0	-0,1	0,2	-0,1	-0,5	-1,2	0,7

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

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

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

6.5 Titres de créance des administrations publiques 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				Opérations		
		Échéances ≤ 3 mois	Échéances ≤ 3 mois	Échéances ≤ 3 mois	Échéances ≤ 3 mois		Total	Taux variable	Coupon zéro	Taux fixe		Émissions	Remboursements
	Durées ≤ 1 an												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	14,7	12,8	4,3	1,9	0,5	6,6	2,9	1,4	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2017 T2	13,8	12,1	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2
T3	13,0	11,3	3,8	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1
T4	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018 T1	13,0	11,4	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
2018 Février	12,7	11,1	4,1	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,4	1,2
Mars	13,0	11,4	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
Avril	12,9	11,3	4,0	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
Mai	12,9	11,3	3,7	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,0
Juin	12,9	11,3	3,6	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9
Juillet	12,8	11,3	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,2	2,7	2,5	0,4	1,0

Source : BCE.

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

6 Évolutions budgétaires

6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

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

	Belgique	Allemagne	Estonie	Irlande	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2014	-3,1	0,5	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-9,0	
2015	-2,5	0,8	0,1	-1,9	-5,7	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3	
2016	-2,5	1,0	-0,3	-0,5	0,6	-4,5	-3,4	-2,5	0,3	
2017	-1,0	1,3	-0,3	-0,3	0,8	-3,1	-2,6	-2,3	1,8	
2017 T2	-1,6	1,0	-0,7	-0,5	1,1	-3,6	-3,1	-2,5	0,8	
T3	-1,3	1,3	-0,7	-0,6	1,1	-3,2	-2,9	-2,4	1,8	
T4	-1,0	1,2	-0,3	-0,4	0,8	-3,1	-2,6	-2,3	1,8	
2018 T1	-1,0	1,4	-0,6	-0,4	1,1	-3,0	-2,6	-2,2	2,4	
Dettes des administrations publiques										
2014	107,0	74,7	10,7	104,5	178,9	100,4	94,9	131,8	107,5	
2015	106,1	71,0	10,0	76,9	176,8	99,4	95,6	131,5	107,5	
2016	105,9	68,2	9,4	72,8	180,8	99,0	96,6	132,0	106,6	
2017	103,1	64,1	9,0	68,0	178,6	98,3	97,0	131,8	97,5	
2017 T2	106,3	66,1	8,9	75,5	176,1	99,5	99,3	134,9	105,6	
T3	107,2	65,2	8,9	72,9	177,4	98,5	98,3	134,2	102,5	
T4	103,4	64,1	9,0	68,4	178,6	98,3	96,8	131,8	97,5	
2018 T1	106,3	62,9	8,7	69,3	180,4	98,8	97,7	133,4	94,7	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
	Lettonie	Lituanie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Autriche	Portugal	Slovénie	Slovaquie	Finlande
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
2014	-1,5	-0,6	1,3	-1,8	-2,3	-2,7	-7,2	-5,5	-2,7	-3,2
2015	-1,4	-0,2	1,4	-1,1	-2,1	-1,0	-4,4	-2,9	-2,7	-2,8
2016	0,1	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,8
2017	-0,5	0,5	1,5	3,9	1,1	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,6
2017 T2	0,3	0,7	1,1	2,1	0,8	-1,2	-3,5	-1,0	-1,6	-1,0
T3	0,1	0,9	1,4	3,3	1,0	-0,9	-2,4	-0,5	-1,6	-1,2
T4	-0,5	0,5	1,5	3,9	1,2	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,6
2018 T1	0,2	0,4	1,4	3,3	1,6	-0,5	-0,7	0,4	-1,0	-0,4
Dettes des administrations publiques										
2014	40,9	40,5	22,7	63,8	68,0	84,0	130,6	80,3	53,5	60,2
2015	36,8	42,6	22,0	58,7	64,6	84,6	128,8	82,6	52,3	63,5
2016	40,5	40,1	20,8	56,2	61,8	83,6	129,9	78,6	51,8	63,0
2017	40,1	39,7	23,0	50,8	56,7	78,4	125,7	73,6	50,9	61,4
2017 T2	39,9	41,7	23,4	55,0	58,9	81,4	131,7	79,8	51,7	61,8
T3	38,2	39,4	23,4	53,4	57,2	80,2	130,5	78,5	51,3	60,6
T4	40,1	39,7	23,0	50,7	57,1	78,3	125,7	73,6	50,9	61,3
2018 T1	35,8	36,3	22,2	50,4	55,2	77,2	126,4	75,1	50,8	59,8

Source: Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2018**

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

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 12 septembre 2018.

ISSN 2363-3425 (PDF)
Numéro de catalogue UE QB-BP-18-006-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général