

Bulletin économique

Numéro 7 / 2019

Sommaire

Évolutions économiques et monétaires récentes	2
Synthèse	2
1 Environnement extérieur	5
2 Évolutions financières	10
3 Activité économique	13
4 Prix et coûts	17
5 Monnaie et crédit	20
Encadrés	25
1 Adieu Eonia, bienvenue à €STR !	25
2 Évolutions du secteur des services et de sa relation avec le secteur manufacturier	28
3 Un traceur stylisé des cycles du marché du travail dans la zone euro établi sur la base d'évaluations par des dirigeants d'entreprise	33
4 Comportement en matière de fixation des prix : informations tirées d'une enquête réalisée auprès de grandes entreprises	38
Article	44
1 Les évolutions des réserves de change des banques centrales et le cas de la BCE	44
Statistiques	S1

Évolutions économiques et monétaires récentes

Synthèse

Les données disponibles depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, début septembre, confirment l'évaluation précédente d'une atonie prolongée de la croissance au sein de la zone euro, la persistance de risques à la baisse élevés et la faiblesse des tensions inflationnistes. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse. Ils ont trait en particulier à la persistance des incertitudes, liées aux facteurs géopolitiques, à la montée du protectionnisme et aux vulnérabilités sur les marchés émergents. Dans le même temps, la poursuite de la croissance de l'emploi et l'augmentation des salaires continuent de soutenir la capacité de résistance de l'économie de la zone euro. Dans ce contexte général, lors de sa réunion d'octobre, le Conseil des gouverneurs a maintenu inchangée l'orientation de sa politique monétaire, confirmant les décisions prises lors de la précédente réunion en septembre. L'ensemble exhaustif de mesures de politique monétaire qui a été adopté lors de la réunion de septembre fournit une relance monétaire substantielle et contribuera ainsi à un nouvel assouplissement des conditions d'emprunt des entreprises et des ménages. Ces mesures favoriseront l'expansion de la zone euro, le renforcement en cours des tensions sur les prix domestiques et, partant, la convergence durable de l'inflation vers l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs.

Les indicateurs tirés d'enquêtes font état d'une activité économique modérée, mais qui se stabilise, au niveau mondial au troisième trimestre 2019. Après une période prolongée de faiblesse, l'indice des directeurs d'achat (PMI) pour la production manufacturière au niveau mondial s'est amélioré au cours des derniers mois et est revenu à des niveaux indiquant une expansion. L'indice mondial des directeurs d'achat relatif au secteur des services a continué d'indiquer une expansion au troisième trimestre. Le commerce mondial (hors zone euro) s'est contracté au premier semestre 2019 en raison de l'atonie des échanges commerciaux intra-asiatiques mais les indicateurs à court terme relatifs au commerce mondial font état d'une croissance faible mais positive au troisième trimestre. L'inflation mondiale est revenue au-dessous de 2 % en août, en partie sous l'effet du ralentissement de la hausse des prix de l'énergie, tandis que l'inflation hors produits alimentaires et énergie est restée stable à 2,3 %.

Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs en septembre 2019, les taux sans risque à long terme de la zone euro ont augmenté et la courbe anticipée de l'Eonia s'est déplacée vers le haut, reflétant largement une diminution des anticipations des marchés relatives à une nouvelle baisse du taux de la facilité de dépôt avant la fin de l'année. Les écarts de rendement souverains sont restés globalement stables, certains pays enregistrant une légère hausse au cours de la période sous revue. En dépit de taux d'actualisation plus élevés, les cours boursiers ont augmenté, sous

l'effet de la baisse de la prime de risque sur actions. Sur les marchés des changes, l'euro s'est globalement renforcé en termes pondérés des échanges commerciaux.

En glissement trimestriel, la croissance du PIB en volume de la zone euro a été confirmée à 0,2 % au deuxième trimestre 2019, après une hausse de 0,4 % au trimestre précédent. Les données économiques et les résultats d'enquêtes les plus récents continuent de signaler une croissance modérée mais positive dans la zone euro au deuxième semestre de cette année. Ce ralentissement de la croissance reflète principalement l'atonie actuelle des échanges commerciaux dans un contexte d'incertitudes mondiales persistantes, qui continuent de peser sur le secteur manufacturier de la zone euro et freinent la progression de l'investissement. Dans le même temps, l'activité dans les secteurs des services et de la construction reste robuste, en dépit d'un certain ralentissement. L'expansion de la zone euro est soutenue par les conditions de financement favorables, de nouvelles créations d'emplois et la hausse des salaires, l'orientation budgétaire légèrement expansionniste au sein de la zone euro et la croissance, bien qu'un peu plus faible, de l'activité mondiale.

La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est ralentie, revenant de 1,0 % en août 2019 à 0,8 % en septembre, en raison de la diminution des prix des produits alimentaires et de l'énergie. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait se modérer encore légèrement, avant de s'accélérer à nouveau vers la fin de l'année. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont demeurées globalement modérées et les indicateurs des anticipations d'inflation s'établissent à de bas niveaux. Alors que les tensions sur les coûts de main-d'œuvre se sont accentuées dans un contexte de renforcement des tensions sur les marchés du travail, le fléchissement de la dynamique de la croissance retarde leur transmission à l'inflation. À moyen terme, l'inflation devrait s'accélérer, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE, par la poursuite de la croissance économique et par la croissance robuste des salaires.

S'agissant des évolutions monétaires, la croissance de la monnaie au sens large (M3) s'est accentuée pour s'établir à 5,7 % en août 2019, après 5,1 % en juillet.

L'expansion de M3 reste soutenue par la création de crédit bancaire et l'agrégat étroit M1 a continué d'apporter la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large. De plus, la croissance annuelle de l'agrégat monétaire large et des prêts au secteur privé est restée robuste, face à la diminution progressive de la contribution mécanique des achats nets réalisés dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme* – APP) et à l'essoufflement de la dynamique économique. Le rythme annuel de croissance des prêts aux sociétés non financières s'est accru, à 4,3 % en août, contre 4,0 % en juillet, tandis que le taux annuel de croissance des prêts aux ménages est resté inchangé, à 3,4 %. Dans le même temps, les conditions favorables de financement et de prêt des banques ont continué de soutenir les flux de prêts et, donc, la croissance économique. L'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE contribuera à préserver les conditions favorables d'octroi de crédits bancaires et continuera de soutenir l'accès au financement, en particulier pour les petites et moyennes entreprises.

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

Sur la base de cette évaluation, le Conseil des gouverneurs a décidé de maintenir inchangés les taux d'intérêt directeurs de la BCE et prévoit qu'ils resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

Le Conseil des gouverneurs a confirmé qu'il reprendra les achats nets dans le cadre de l'APP de la BCE à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros à partir du 1^{er} novembre 2019. Il prévoit d'y avoir recours aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants des taux directeurs de la BCE et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever ces taux.

Le Conseil des gouverneurs entend également poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Le Conseil des gouverneurs a rappelé la nécessité d'une orientation très accommodante de la politique monétaire pendant une période prolongée afin d'affermir les tensions inflationnistes et de soutenir l'inflation globale à moyen terme. En particulier, les indications du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*) permettront un ajustement des conditions financières par rapport aux évolutions des perspectives d'inflation. Dans tous les cas, le Conseil des gouverneurs reste prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie.

1

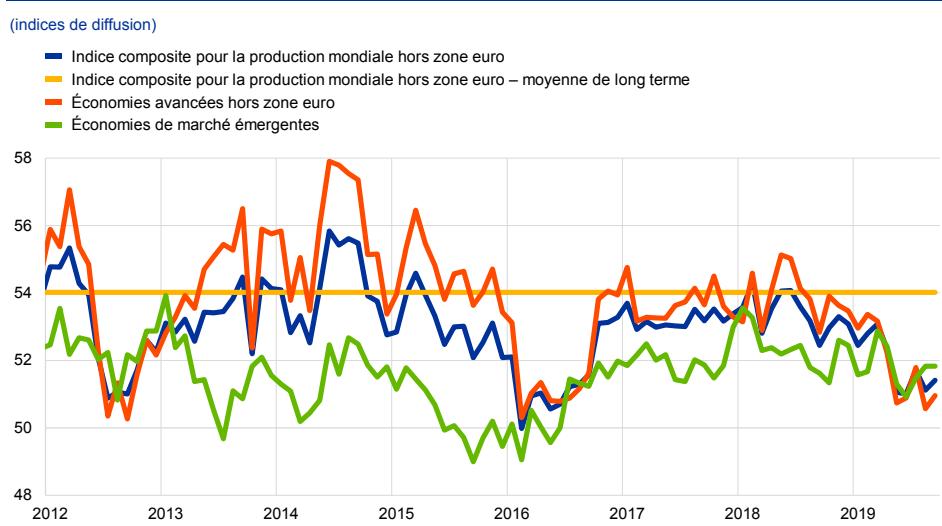
Environnement extérieur

Les indicateurs tirés d'enquêtes au niveau mondial relatifs à la croissance économique font état d'une activité économique modérée, mais qui se stabilise.

L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour l'ensemble de la production mondiale hors zone euro a continué d'indiquer une expansion au troisième trimestre 2019 et est resté globalement inchangé par rapport au deuxième trimestre. Les composantes du secteur manufacturier et celles des services sont demeurées stables. Après une période prolongée de faiblesse, l'indice des directeurs d'achat pour la production manufacturière au niveau mondial s'est amélioré au cours des derniers mois et est revenu à des niveaux indiquant une expansion, tandis que celui relatif aux services a continué de signaler une expansion au troisième trimestre. Les évolutions ont été contrastées entre les régions et au sein de celles-ci. Au troisième trimestre 2019, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production a augmenté aux États-Unis, mais a reculé au Japon et a chuté au-dessous du seuil indiquant une expansion au Royaume-Uni. Dans les économies de marché émergentes, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production a augmenté au Brésil et en Inde – même si l'indice pour l'Inde a enregistré une forte baisse pour s'établir au-dessous du seuil neutre en septembre – et il a légèrement fléchi en Chine et en Russie (cf. graphique 1).

Graphique 1

Indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale



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

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

Les risques pesant sur l'économie mondiale demeurent orientés négativement dans le contexte d'une nouvelle aggravation des différends commerciaux, de l'incertitude élevée liée au Brexit et d'un éventuel ralentissement de la reprise dans plusieurs économies de marché émergentes. Une escalade continue des conflits commerciaux impliquerait probablement des coûts d'ajustement plus élevés durant la transition vers un nouveau régime commercial et d'éventuelles nouvelles perturbations dans les chaînes d'approvisionnement mondiales au fil du temps.

Cela pourrait, en retour, amplifier l'impact sur l'activité économique des droits de douane déjà adoptés. Les risques liés au Brexit restent élevés. La reprise dans plusieurs économies de marché émergentes qui avaient connu de fortes récessions pourrait être moins vigoureuse qu'attendu. La vitesse de la reprise dépend de la mesure dans laquelle les politiques nationales remédient aux obstacles structurels affectant l'investissement et la croissance potentielle. Une reprise plus lente dans ces économies se traduirait en fin de compte par une croissance mondiale plus faible.

Les conditions financières mondiales sont demeurées globalement stables tant dans les économies avancées que dans les économies émergentes.

En septembre, le sentiment à l'égard du risque s'est légèrement amélioré dans le contexte d'anticipations renouvelées d'un accord commercial entre les États-Unis et la Chine, d'une diminution des risques d'un Brexit sans accord et de données économiques favorables aux États-Unis. Toutefois, depuis lors, l'appétence pour le risque s'est de nouveau atténuée et les cours boursiers mondiaux ont effacé une partie de leurs gains précédents. Tandis que le Comité fédéral de l'*open market* a une nouvelle fois abaissé les taux directeurs lors de sa réunion de septembre, des données économiques moins bonnes que prévu ont conduit les marchés financiers à intégrer un nouvel assouplissement monétaire dans les prix.

La dynamique du commerce mondial devrait rester modérée, en raison des droits de douane plus élevés qui entreront pleinement en vigueur à la fin de l'année. Le commerce mondial (hors zone euro) s'est contracté au premier semestre 2019 en raison de l'atonie des échanges commerciaux intra-Asie, reflétant un ralentissement de l'économie chinoise et des échanges liés à la technologie.

Les évolutions au premier semestre de l'année ont également été influencées par la forte volatilité des importations du Royaume-Uni, liée à l'accroissement de la constitution de stocks en liaison avec le Brexit. Les indicateurs à court terme relatifs au commerce mondial font état d'une croissance faible, mais positive.

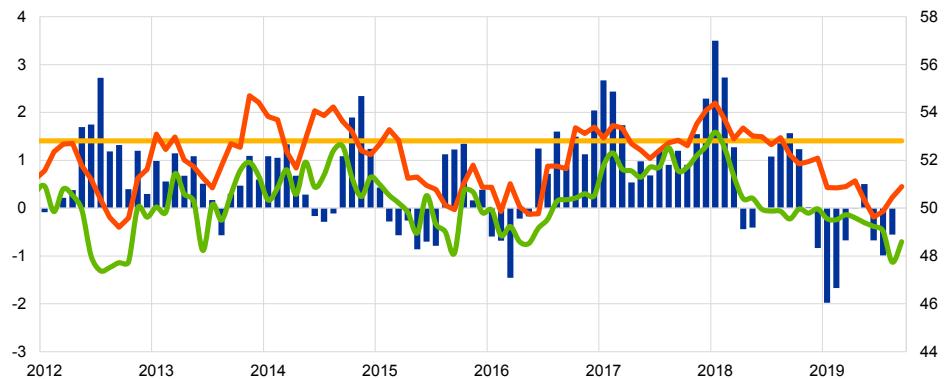
Les importations mondiales de marchandises ont continué d'augmenter en août en données mensuelles, indiquant une croissance positive du commerce mondial au troisième trimestre. Tout en restant au-dessous du seuil neutre, l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation s'est légèrement redressé en septembre après cinq mois consécutifs de baisse (cf. graphique 2).

Graphique 2

Enquêtes et échanges internationaux de biens

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

- Importations mondiales de marchandises hors zone euro (échelle de gauche)
- Moyenne des importations mondiales de marchandises hors zone euro, 1991-2018 (échelle de gauche)
- Indice mondial des directeurs d'achat, production manufacturière hors zone euro (échelle de droite)
- Indice mondial des directeurs d'achat, nouvelles commandes à l'exportation hors zone euro (échelle de droite)



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

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

L'inflation mondiale est restée modérée, en dépit de tensions sur le marché du travail dans les principales économies avancées. La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) est revenue au-dessous de 2 % en août, en partie sous l'effet du ralentissement de la hausse des prix de l'énergie, tandis que l'inflation hors produits alimentaires et énergie est restée stable à 2,3 %. Les tensions inflationnistes sont demeurées modérées dans les principales économies avancées, en dépit d'une situation tendue sur le marché du travail qui s'est traduite, jusqu'à présent, par des hausses seulement modestes des salaires. Globalement, les tensions inflationnistes sous-jacentes devraient rester modérées à court et à moyen terme.

Les prix du pétrole sont demeurés globalement inchangés dans un contexte de volatilité à court terme. Le 14 septembre 2019, l'attaque perpétrée par un drone contre les installations pétrolières de l'Arabie saoudite a eu pour conséquence une réduction de 6 % environ de l'offre de pétrole mondiale. Le prix du pétrole a fortement augmenté après l'attaque mais au 30 septembre, il était revenu aux niveaux observés avant l'attaque, en raison du recours par l'Arabie saoudite aux capacités inutilisées et aux stocks pour stabiliser l'offre dans un contexte de préoccupations concernant la demande mondiale de pétrole. Les évolutions des prix des matières premières hors pétrole sont restées contrastées, avec une baisse des prix des métaux et une hausse des prix des produits alimentaires.

Aux États-Unis, l'activité économique est restée solide dans l'ensemble. Le PIB en volume a augmenté de 2,0 % en rythme annualisé au deuxième trimestre 2019, après une hausse de 3,1 % le trimestre précédent. Le ralentissement reflète principalement l'inversion des facteurs temporaires – liés aux exportations nettes et aux stocks du secteur privé – qui avaient soutenu la croissance du PIB au premier trimestre. Globalement, la robustesse du marché du travail, la vigueur des dépenses de consommation et l'impulsion budgétaire liée au relèvement des plafonds de

dépenses pour l'exercice 2020-2021 devraient soutenir l'économie à court terme, contrebalançant largement les signes de faiblesse dans le secteur manufacturier. Les conditions financières demeurent favorables grâce à l'assouplissement monétaire du Comité fédéral de l'*open market*. Dans le même temps, les tensions commerciales actuelles et un environnement extérieur moins favorable accentuent l'incertitude entourant les perspectives économiques.

Au Japon, l'activité économique est demeurée atone, la faiblesse des exportations contrebalançant la robustesse de la consommation intérieure.

Le PIB en volume a enregistré une hausse de 0,3 %, en rythme trimestriel, au deuxième trimestre, reflétant la relative faiblesse de la dynamique de fond de la croissance. Le ralentissement économique mondial a eu un impact négatif sur l'économie du Japon qui est orientée vers les exportations, ce qui a pesé sur la confiance des dirigeants des grandes entreprises du secteur manufacturier. La consommation a soutenu la croissance, en partie en raison des anticipations d'achats avant la hausse de la taxe sur la valeur ajoutée, passée de 8 % à 10 % en octobre 2019. Toutefois, la dynamique globale de la consommation privée reste faible en raison de l'effet défavorable des mauvaises conditions météorologiques, de l'effritement de la confiance des consommateurs et des hausses modérées des salaires. La Banque du Japon a maintenu la politique monétaire en attente en septembre et a évoqué la nécessité de « réexaminer » les évolutions économiques et les évolutions de prix lors de la réunion d'octobre. Dans le même temps, l'inflation est demeurée modérée, en dépit des tensions sur le marché du travail. La hausse annuelle de l'IPC total s'est encore ralentie, ressortant à 0,2 %, en septembre, tandis que l'inflation sous-jacente hors produits alimentaires et énergie est revenue à 0,3 %.

Au Royaume-Uni, l'incertitude relative au Brexit continue de peser sur les perspectives économiques. Le PIB en volume a reculé de 0,2 % en glissement trimestriel au deuxième trimestre. Cette évolution a reflété, en grande partie, une compensation de la croissance plus forte observée au premier trimestre qui était principalement soutenue par la constitution de stocks qui avait précédé la date limite initiale pour le Brexit fixée à fin mars. À plus long terme, les indicateurs tirés d'enquêtes vont dans le sens d'un ralentissement de la consommation, de l'investissement des entreprises et de la croissance des exportations au cours des derniers trimestres de 2019, l'incertitude liée au Brexit continuant de peser sur le climat économique. Dans le même temps, les nouvelles dépenses budgétaires annoncées par le gouvernement en septembre devraient porter la croissance du PIB en territoire positif pour le reste de l'année.

En Chine, la croissance du PIB est restée modérée, des obstacles conjoncturels s'ajoutant au ralentissement structurel. La croissance du PIB en volume est revenue à 6,0 % en glissement annuel au troisième trimestre 2019 sous l'effet d'une décélération de la contribution des exportations nettes. La production industrielle et l'investissement se sont encore ralenti en août, soulignant le fait que les tensions commerciales avec les États-Unis pèsent de plus en plus sur les entreprises du secteur manufacturier en Chine. Du côté positif, l'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier a retrouvé un niveau supérieur au seuil neutre en septembre, signalant peut-être que le point bas est atteint dans ce secteur.

De plus, les ventes de voitures se sont légèrement redressées en août par rapport aux bas niveaux de début 2019, mais leur croissance annuelle reste en territoire négatif. Globalement, le ralentissement de la croissance chinoise est lié à des facteurs conjoncturels aussi bien que structurels. Le ralentissement structurel résulte d'un rééquilibrage de l'économie au détriment de l'investissement et implique un fléchissement de la croissance potentielle qui reflète principalement le rythme plus lent de l'accumulation de capital et une démographie défavorable. Dans le même temps, des obstacles conjoncturels, qui reflètent le ralentissement de l'activité dans le secteur manufacturier dans un contexte d'incertitude liée aux tensions commerciales, ajoutent des pressions à la baisse sur la croissance. Les mesures de politique budgétaire et monétaire continuent d'apporter un soutien avec pour objectif de stabiliser la croissance.

2

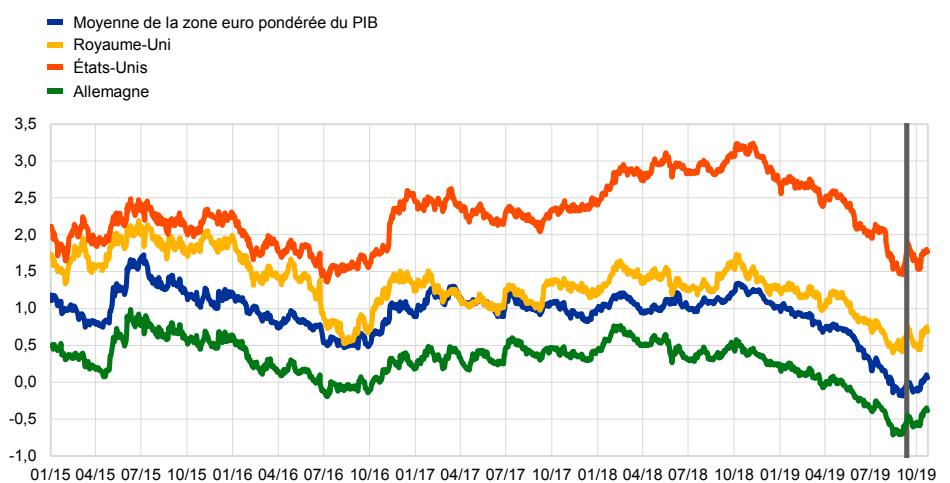
Évolutions financières

Les rendements souverains à long terme ont légèrement augmenté dans la zone euro, avec toutefois quelques fluctuations, mettant un terme à la tendance baissière amorcée fin 2018. Au cours de la période sous revue (du 12 septembre au 23 octobre 2019), le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro a augmenté de 11 points de base, pour s'établir à 0,06 % (cf. graphique 3), en liaison avec des taux sans risque plus élevés sur fond d'atténuation des tensions géopolitiques mondiales. Au Royaume-Uni, les rendements des obligations souveraines à dix ans ont également augmenté au cours de la période sous revue, ressortant à 0,69 % environ, tandis que les rendements équivalents aux États-Unis ont légèrement baissé, revenant à 1,77 %.

Graphique 3

Rendements des obligations souveraines à dix ans

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : Données quotidiennes. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (12 septembre 2019). Les dernières observations se rapportent au 23 octobre 2019.

Les écarts entre les rendements des obligations souveraines de la zone euro et le taux des swaps au jour le jour (OIS) sans risque sont demeurés globalement stables au cours de la période sous revue. Les écarts de rendement des obligations souveraines à dix ans allemandes, françaises et italiennes se sont accrus de 3, 5 et 7 points de base, respectivement, pour ressortir à – 0,24 %, 0,07 % et 1,23 %. En revanche, les écarts de rendement espagnols, portugais et grecs ont diminué de 9, 15 et 34 points de base, respectivement, à 0,43 %, 0,35 % et 1,47 %, laissant inchangé l'écart de rendement pondéré du PIB pour la zone euro, à 0,21 %.

Les indices boursiers larges de la zone euro ont augmenté dans un contexte de baisse de la prime de risque sur actions. Au cours de la période sous revue, les prix des actions des sociétés financières et non financières (SNF) de la zone euro ont augmenté de 5,2 % et 0,2 %, respectivement. L'effet négatif de la hausse des taux sans risque et de la légère baisse des anticipations de bénéfices à long terme sur les prix des actions a été plus que compensé par une réduction de la prime de risque sur

actions, qui peut refléter en partie une certaine atténuation des tensions commerciales au plan mondial et des risques imminents liés au Brexit.

Les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises de la zone euro sont demeurés stables au cours de la période sous revue. Les plus-values boursières mentionnées précédemment ne se sont pas reflétées dans les variations des écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises. Les écarts de rendement des obligations les mieux notées émises par les SNF et le secteur financier par rapport au taux sans risque sont demeurés presque inchangés depuis le début de la période sous revue et se sont établis à 67 et 146 points de base, respectivement. Dans l'ensemble, bien que les écarts de rendement des obligations d'entreprises se situent actuellement au-dessus des points bas atteints début 2018, ils restent inférieurs de quelque 25 points de base aux niveaux observés en mars 2016, avant l'annonce puis le lancement du programme d'achats de titres du secteur des entreprises.

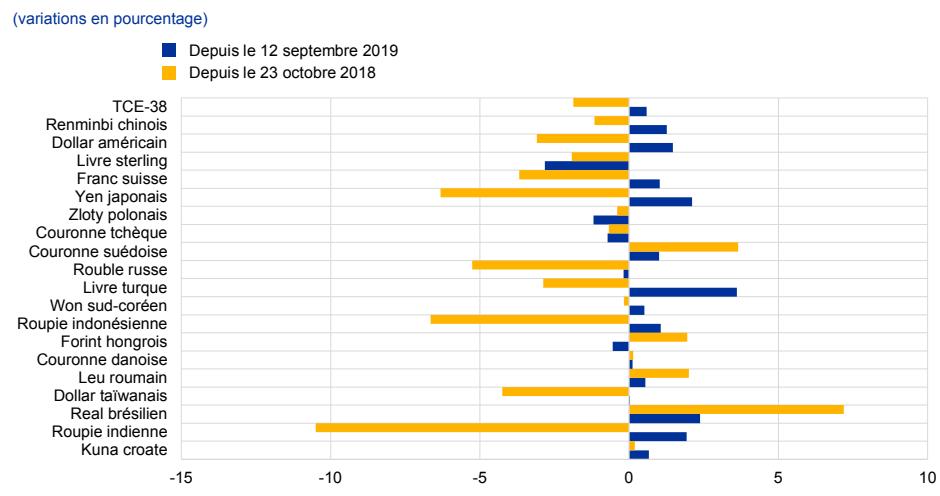
Le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) et le nouveau taux de référence à court terme de l'euro (€STR) sont ressortis en moyenne à – 45 et – 54 points de base, respectivement, au cours de la période sous revue. Les deux taux sont inférieurs d'environ 10 points de base aux niveaux moyens enregistrés en août 2019, reflétant la réduction du taux de la facilité de dépôt qui a pris effet le 18 septembre 2019. La méthodologie pour le calcul de l'Eonia a changé le 2 octobre 2019 ; ce taux correspond désormais à l'€STR majoré d'un *spread* fixe de 8,5 points de base (cf. encadré 1). L'excédent de liquidité a diminué de quelque 74 milliards d'euros pour ressortir à 1 687 milliards environ. Cette baisse reflète essentiellement des remboursements volontaires des fonds empruntés dans le cadre de la deuxième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II) et, dans une moindre mesure, une augmentation des facteurs autonomes d'absorption de la liquidité.

La courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est déplacée vers le haut au cours de la période sous revue, indiquant une baisse des anticipations par le marché d'une nouvelle réduction du taux de la facilité de dépôt. La courbe atteint un point bas à – 0,53 % environ début 2021, ce qui signifie qu'une nouvelle réduction de 10 points de base du taux de la facilité de dépôt n'est plus complètement intégrée par les marchés. Dans l'ensemble, la courbe demeure inférieure à zéro pour les horizons allant jusqu'à 2026, reflétant la poursuite des anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux d'intérêt négatifs.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est globalement renforcé en termes pondérés des échanges commerciaux au cours de la période sous revue (cf. graphique 4), soutenu par une hausse des différentiels de taux d'intérêt. Le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est apprécié de 0,6 %. Cette appréciation reflète un renforcement de l'euro vis-à-vis des principales devises, notamment le dollar américain (de 1,5 %), le renminbi chinois (de 1,3 %), le yen japonais (de 2,1 %) et le franc suisse (de 1,0 %). L'euro s'est également apprécié par rapport aux devises de la plupart des économies de marché émergentes. Sur la même période, l'euro s'est affaibli par rapport à la livre sterling (de 2,8 %) sur fond

d'informations allant dans le sens d'une probabilité accrue d'un Brexit en douceur et s'est également légèrement déprécié contre le zloty polonais (de 1,2 %), la couronne tchèque (de 0,7 %) et le forint hongrois (de 0,5 %).

Graphique 4 Évolutions du taux de change de l'euro vis-à-vis d'une sélection de devises



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. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 23 octobre 2019.

3

Activité économique

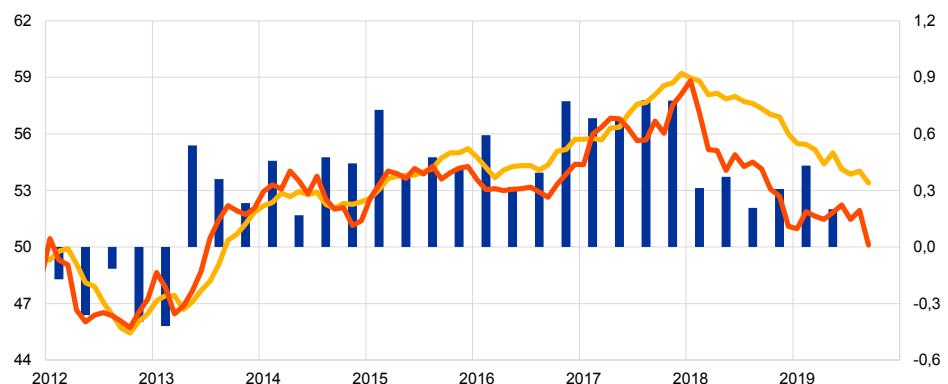
La croissance du PIB en volume s'est ralentie au deuxième trimestre 2019 en raison de la faiblesse des échanges commerciaux. La production dans la zone euro a augmenté de 0,2 %, en rythme trimestriel, au deuxième trimestre 2019, après une croissance de 0,4 % au premier trimestre (cf. graphique 5). La demande intérieure a continué de contribuer positivement à la croissance du PIB, alors que les exportations nettes ont apporté une contribution négative. La variation des stocks a apporté une contribution neutre (proche de zéro). Les indicateurs économiques font état d'une poursuite de la croissance au second semestre 2019, mais à un rythme lent.

Graphique 5

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

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

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



Sources : Eurostat, Commission européenne, Markit et calculs de la BCE.

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

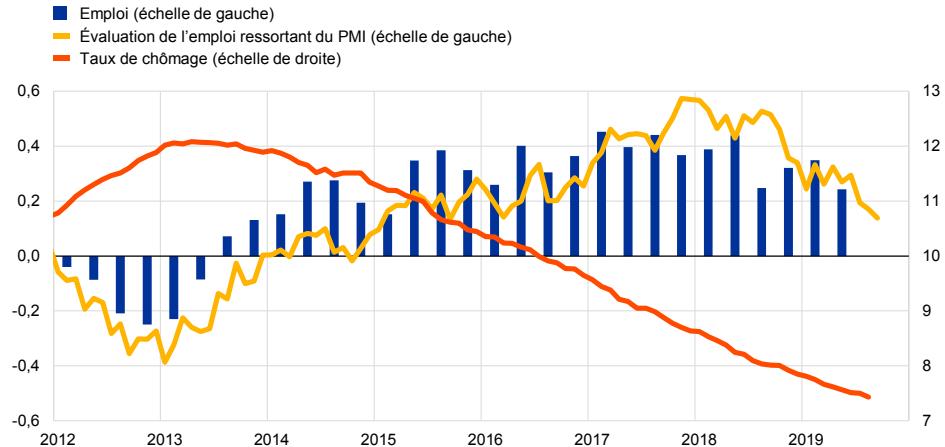
Les marchés du travail de la zone euro ont continué de bien résister. L'emploi a augmenté de 0,2 % au deuxième trimestre 2019, après 0,4 % au premier trimestre, évolution cohérente avec le ralentissement de la croissance de la production. La croissance de l'emploi a concerné l'ensemble des pays et des secteurs. L'emploi a enregistré 24 trimestres consécutifs de hausse depuis mi-2013, le nombre de personnes employées augmentant de près de 11,2 millions. La croissance de la productivité horaire a été nulle en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2019, après une légère hausse au premier trimestre.

Pour les prochains mois, les données récentes et les indicateurs tirés d'enquêtes continuent de laisser présager une croissance positive mais modérée de l'emploi. Le taux de chômage dans la zone euro s'est établi à 7,4 % en août, contre 7,5 % en juillet. Les indicateurs tirés d'enquêtes à court terme, bien qu'en recul par rapport aux niveaux élevés enregistrés en 2018, vont dans le sens d'une poursuite de la croissance positive de l'emploi à court terme, soutenue par le secteur des services.

Graphique 6

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

(échelle de gauche : variations trimestrielles en pourcentage, indice de diffusion ; échelle de droite : pourcentages 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 2019 pour l'emploi, à septembre 2019 pour le PMI et à août 2019 pour le taux de chômage.

La hausse de l'emploi continue de soutenir le revenu et les dépenses de consommation des ménages. La consommation privée a augmenté de 0,2 %, en rythme trimestriel, au deuxième trimestre 2019, après une croissance légèrement plus soutenue au trimestre précédent. Le revenu disponible réel des ménages a été en grande partie déconnecté du récent ralentissement économique. La croissance annuelle du revenu disponible brut réel est passée de 2,1 % au premier trimestre à 2,2 % au deuxième trimestre. Dans l'ensemble, la croissance de l'emploi a continué de faire preuve de résistance durant le ralentissement, soutenant le revenu du travail. En outre, la réduction de la fiscalité directe et des cotisations sociales, reflétant les mesures budgétaires dans plusieurs pays de la zone euro, a contribué positivement au pouvoir d'achat des ménages. Le taux d'épargne a encore augmenté au deuxième trimestre 2019, la croissance du revenu dépassant celle de la consommation.

Au cours des prochains mois, la consommation privée devrait continuer de croître à un rythme régulier. Les données récentes relatives aux volumes des ventes au détail et aux nouvelles immatriculations de voitures particulières font état d'un léger ralentissement de la croissance de la consommation au troisième trimestre 2019, par rapport au deuxième trimestre. Toutefois, d'autres indicateurs vont dans le sens d'une dynamique constante de la consommation. La confiance des consommateurs, qui avait commencé à se détériorer fin 2017, s'est stabilisée au cours de 2019, s'établissant en octobre à un niveau proche de celui enregistré en début d'année. Les derniers résultats d'enquêtes font également état d'une situation favorable sur les marchés du travail, ce qui devrait continuer de soutenir le revenu et les dépenses de consommation des ménages.

L'investissement des entreprises devrait rester modéré dans un contexte de forte incertitude et de faibles marges bénéficiaires, mais il devrait néanmoins être soutenu par des conditions de financement favorables. L'investissement hors construction a augmenté de 11 %, en rythme trimestriel, au deuxième

trimestre 2019. Cette évolution résulte dans une large mesure d'une forte croissance en Irlande, qui reflète l'ouverture et la volatilité des flux de capitaux de l'économie irlandaise. Les données disponibles suggèrent la poursuite d'une croissance, toutefois modérée, de l'investissement des entreprises dans la zone euro à court terme. En juillet et en août, la production industrielle de biens d'équipement s'est établie en moyenne 0,5 % au-dessus de son niveau moyen au trimestre précédent. Toutefois, la confiance dans le secteur produisant des biens d'équipement s'est détériorée en septembre, dans un contexte d'intensification des conflits commerciaux et des risques géopolitiques. La faiblesse des marges bénéficiaires des entreprises, qui suivent une tendance baissière depuis mi-2017, pèse aussi probablement sur la croissance de l'investissement. De plus, le degré d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière, en baisse constante depuis le premier trimestre 2018, a presque atteint sa moyenne historique au troisième trimestre de cette année, après lui avoir été supérieur durant plus de deux ans. Dans un registre plus positif, les conditions de financement favorables, qui se reflètent dans l'accès au crédit des sociétés non financières, continueront de soutenir l'investissement des entreprises.

La croissance de l'investissement immobilier devrait rester faible à court terme.

La croissance trimestrielle de l'investissement immobilier s'est interrompue au deuxième trimestre 2019, après s'être inscrite à 1,4 % au trimestre précédent, son plus bas niveau en quatre ans. Bien qu'ils demeurent supérieurs à leurs moyennes historiques, les indicateurs à court terme et les résultats d'enquêtes récents signalent une dynamique atone au troisième trimestre. L'indicateur de confiance de la Commission européenne pour le secteur de la construction signale une dynamique positive, mais qui se ralentit, au troisième trimestre. De même, au troisième trimestre, l'indice des directeurs d'achat (PMI) pour la production dans la construction était inférieur au niveau moyen enregistré au trimestre précédent et indiquait une croissance globalement étale dans le secteur de la construction.

Au deuxième trimestre, les exportations de biens et de services hors zone euro ont stagné et les importations ont augmenté, tandis que les échanges commerciaux intra-zone euro ont continué de se modérer.

Après un bref rebond au premier trimestre, les exportations de biens et de services hors zone euro ont stagné au deuxième trimestre 2019, en raison d'une inversion du mouvement de constitution de stocks au Royaume-Uni. Les évolutions des biens intermédiaires et des biens d'équipement, en particulier, ont pesé sur les exportations hors zone euro. Les importations de biens et de services en provenance de pays hors zone euro ont augmenté sous l'effet d'une forte croissance des importations irlandaises.

Les exportations et les importations intra-zone euro se sont modérées au deuxième trimestre, après un léger rebond au premier trimestre. S'agissant des chiffres mensuels, en août, les échanges de biens de la zone euro sont restés globalement stables à de faibles niveaux en termes nominaux, les échanges à l'extérieur et à l'intérieur de la zone euro suivant des trajectoires divergentes. Les exportations de biens hors zone euro se sont légèrement redressées en août (enregistrant une hausse de 0,4 % en rythme mensuel, après 0,2 % en juillet), alors que les importations de biens en provenance de pays hors zone euro se sont contractées de 1,2 %. Les exportations de biens à l'intérieur de la zone euro ont continué de

s'affaiblir (de 1,6 % en rythme mensuel) et les importations ont également diminué (de 0,4 %). Les indicateurs avancés font état d'une persistance de la croissance anémique des exportations hors zone euro. L'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier et l'indicateur de la Commission européenne relatif à l'évaluation des carnets de commande à l'exportation ont de nouveau diminué en septembre. Dans le même temps, les indicateurs relatifs au transport maritime montrent des signes de stabilisation à de très bas niveaux.

Les données disponibles et les résultats d'enquêtes indiquent une croissance économique modérée mais positive au second semestre 2019. Ce profil de croissance peut être attribué pour l'essentiel à la faiblesse du commerce mondial et à la persistance d'incertitudes. Par exemple, en juillet et en août, la production industrielle était inférieure en moyenne à son niveau moyen au deuxième trimestre, indiquant une nouvelle baisse de la production en rythme trimestriel au troisième trimestre. Sur la base de données d'enquêtes plus récentes, au troisième trimestre, l'indicateur du climat des affaires de la Commission européenne comme l'indice composite des directeurs d'achat pour la production étaient inférieurs à leurs moyennes respectives du deuxième trimestre. Dans les deux cas, le recul a été plus prononcé dans le secteur manufacturier que dans les services (cf. encadré 2 pour une analyse plus approfondie de la relation entre les évolutions dans les services et dans l'industrie manufacturière).

Au cours des prochains mois, l'expansion de la zone euro continuera d'être soutenue par les conditions de financement favorables. De plus, la croissance devrait bénéficier de nouvelles créations d'emplois, de la hausse des salaires et de la poursuite, à un rythme légèrement moins soutenu cependant, de l'expansion économique mondiale. Les résultats de la dernière campagne de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (*ECB Survey of Professional Forecasters*), menée début octobre, montrent que les prévisions de croissance du PIB dans le secteur privé pour 2019, 2020 et 2021 ont été révisées à la baisse par rapport à la campagne précédente réalisée début juillet.

Les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro restent orientés négativement. Ils ont trait en particulier à la persistance des incertitudes, liées aux facteurs géopolitiques, à la montée du protectionnisme et aux vulnérabilités sur les marchés émergents.

4

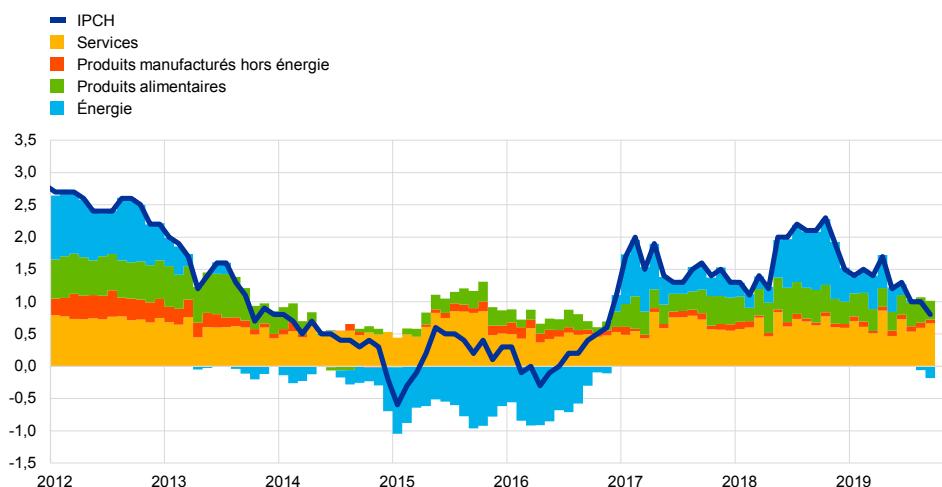
Prix et coûts

La hausse de l'IPCH s'est ralenti, à 0,8 % en septembre 2019, après 1,0 % en août. Cette baisse du taux d'inflation a reflété un ralentissement de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires. La variation des prix de l'énergie s'est encore éloignée des taux élevés observés fin 2018 et a été négative en septembre.

Graphique 7

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

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à septembre 2019. Les taux de croissance pour 2015 sont biaisés à la hausse en raison d'une modification de la méthodologie (cf. l'encadré intitulé « Nouvelle méthode relative à l'indice des prix des voyages organisés en Allemagne et son incidence sur les taux de l'inflation mesurée par l'IPCH », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2019).

Les mesures de l'inflation sous-jacente restent globalement modérées et ont continué d'évoluer sans réelle tendance. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est ressortie en hausse à 1,0 % en septembre, contre 0,9 % en août, et elle demeure affectée par les modifications méthodologiques¹. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages et habillement s'est établie à 1,1 % en septembre, sans changement depuis mai. Des signaux provenant d'autres mesures de l'inflation sous-jacente, notamment les indicateurs Composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation – PCCI*) et supercore², ont aussi fait état d'une poursuite des évolutions sans réelle tendance observées depuis plusieurs trimestres.

Les tensions sur les prix le long de la chaîne d'approvisionnement ont légèrement diminué pour la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH. Le taux de variation annuel des prix à la production pour les ventes

¹ Selon les estimations, les changements intervenus dans la comptabilisation des prix des voyages organisés en Allemagne ont eu un effet baissier sur l'IPCH hors produits alimentaires et énergie dans la zone euro. Pour de plus amples détails, cf. l'encadré intitulé « *Dampening special effect in the HICP in July 2019* » de l'article intitulé « *Economic conditions in Germany* », *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, août 2019, p. 57-59.

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

intérieures de biens de consommation hors produits alimentaires est ressorti à 0,8 % en août, sans changement par rapport à juillet. Le taux de variation annuel des prix à l'importation des biens de consommation hors produits alimentaires s'est inscrit en légère baisse, à 0,4 % en août, après 0,6 % en juillet. En amont de la chaîne d'approvisionnement, la hausse des prix à la production des biens intermédiaires s'est légèrement ralentie, revenant à – 0,4 % en août après – 0,3 % en juillet. De même, la hausse des prix à l'importation des biens intermédiaires est revenue à – 0,3 % en août, après 0,0 % en juillet. La hausse des prix à la production hors énergie s'est également encore ralentie à l'échelle mondiale, revenant à 2,0 % en août après 2,5 % en juillet, soit au-dessous de sa moyenne de long terme (2,3 %).

La croissance des salaires est demeurée robuste. La hausse annuelle de la rémunération par tête s'est établie à 2,3 % au premier trimestre 2019 et à 2,2 % au deuxième trimestre 2019. Les résultats pour le premier et le deuxième trimestre 2019 ont été affectés par une forte baisse des cotisations sociales en France en raison de changements apportés à la législation³. La croissance annuelle des salaires et traitements par tête, qui exclut les cotisations sociales et n'est donc pas affectée par la modification apportée à la législation française, est ressortie à 2,5 % au deuxième trimestre, contre 2,6 % au premier trimestre et 2,3 % en moyenne l'année précédente. La croissance annuelle de la rémunération par tête s'est stabilisée depuis mi-2018 à un niveau légèrement supérieur à sa moyenne historique de 2,1 %⁴.

Les indicateurs relatifs aux anticipations à long terme extraits des instruments de marché sont restés modérés, tandis que les anticipations tirées d'enquêtes ont légèrement diminué. Le taux anticipé à cinq ans des swaps indexés sur l'inflation dans cinq ans s'est établi à 1,20 % le 23 octobre 2019, niveau globalement conforme à celui qui prévalait début septembre et 8 points de base au-dessus du nouveau point bas historique de 1,12 % enregistré le 3 octobre 2019. La probabilité de déflation extraite des instruments de marché reste limitée, bien qu'elle affiche une tendance à la hausse persistante durant la période sous revue. Dans le même temps, le profil anticipé des indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché continue d'indiquer une période prolongée de faible inflation. Les estimations ponctuelles relatives à l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH fournies par les résultats de l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le quatrième trimestre 2019 s'établissent en moyenne à 1,2 %, 1,2 % et 1,4 % pour 2019, 2020 et 2021, respectivement. Ces résultats représentent des révisions à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2019 et 2021 et de 0,2 point de pourcentage pour 2020 par rapport à la précédente campagne d'enquête. Les révisions sont essentiellement attribuables à la baisse des prix du pétrole, à la détérioration des perspectives de croissance, aux évolutions baissières surprenantes des résultats observés récemment pour l'inflation et aux incertitudes accrues relatives au commerce et au Brexit. Les anticipations d'inflation à long terme sont demeurées à 1,7 % en moyenne.

³ Cette baisse est associée à une réduction permanente des cotisations sociales patronales en France, qui a remplacé le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE), au premier trimestre 2019.

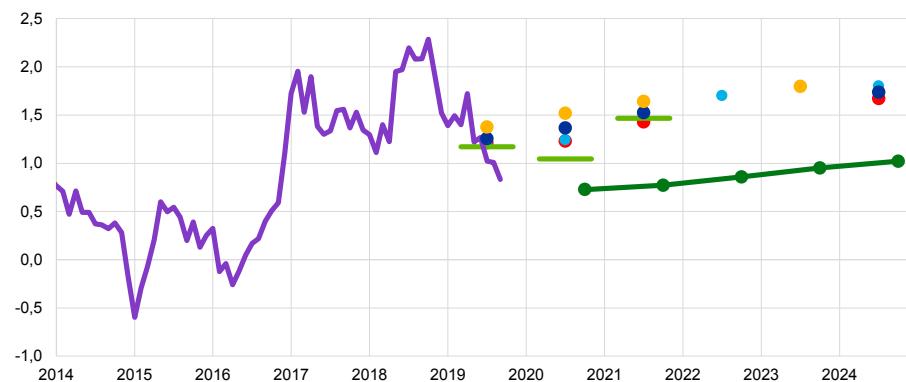
⁴ La moyenne historique est calculée à partir de données allant du premier trimestre 1999 au deuxième trimestre 2019.

Graphique 8

Indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché et tirés d'enquêtes

(variations annuelles en pourcentage)

- EPP T4 2019
- EPP T3 2019
- EPP T2 2019
- Prévisions du Consensus économique (octobre 2019)
- Indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché (octobre 2019)
- Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE (septembre 2019)
- IPCH



Sources : Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE (septembre 2019) et Consensus économique (17 octobre 2019).

Notes : Pour le quatrième trimestre 2019, l'EPP a été réalisée entre le 1^{er} et le 7 octobre 2019. La courbe établie à partir des données de marché se base sur le taux d'inflation au comptant à un an et sur les taux anticipés à un an dans 1 an, dans 2 ans, dans 3 ans et dans 4 ans. Pour les indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché, les dernières observations se rapportent au 23 octobre 2019.

5

Monnaie et crédit

La croissance de la monnaie au sens large est demeurée robuste en août.

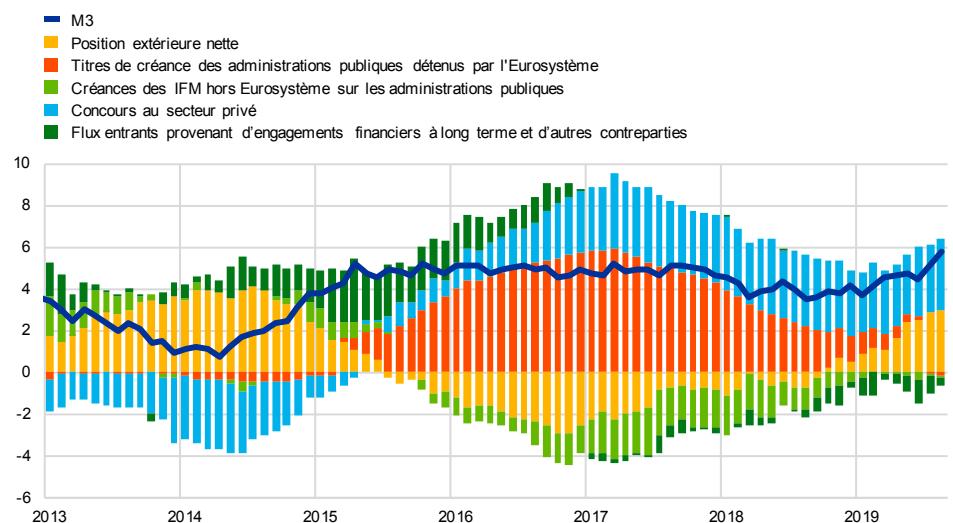
Le taux de croissance annuel de M3 s'est accentué en août 2019, ressortant à 5,7 % contre 5,1 % en juillet, en raison d'un effet de base positif (cf. graphique 9).

La croissance de M3 a continué d'être soutenue par le coût d'opportunité plus faible de la détention de M3, tandis que la contribution positive des achats nets réalisés dans le cadre de l'APP à la croissance annuelle de M3 s'est dissipée. L'agrégat monétaire étroit M1, qui inclut les composantes les plus liquides de M3, a continué d'apporter la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large.

Avec un taux de croissance annuel de 8,4 % en août 2019, après 7,8 % en juillet, il s'est inscrit environ deux points de pourcentage au-dessus de son minimum local de janvier 2019. Parmi les composantes de M1, la croissance annuelle des billets et pièces en circulation est demeurée solide, mais pas exceptionnellement élevée au regard des évolutions historiques, ne signalant donc pas de substitution généralisée en faveur des espèces.

Graphique 9
M3 et ses contreparties

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



Source : BCE.

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

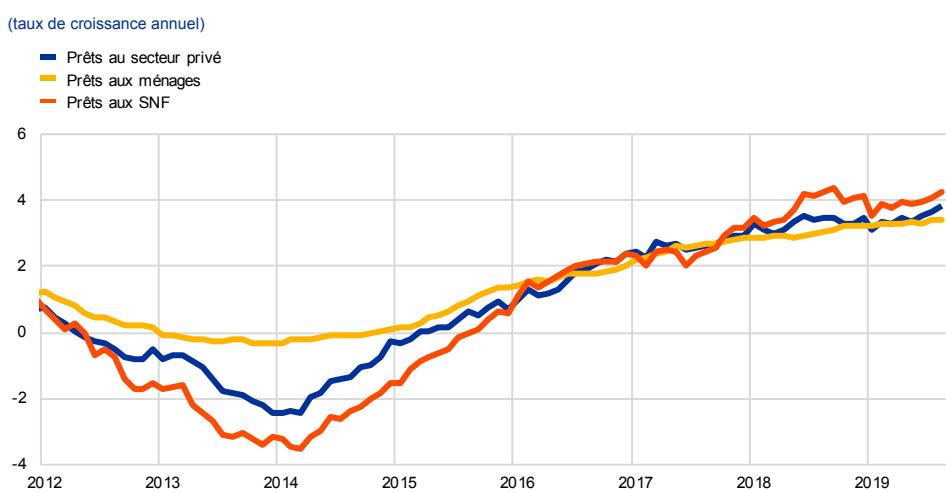
Les flux monétaires extérieurs se sont stabilisés et les concours au secteur privé sont demeurés la principale source de croissance monétaire.

La dissipation de l'impulsion donnée par l'APP à la croissance de M3 (cf. les parties rouges des barres du graphique 9) a été largement contrebalancée par les contributions positives des concours au secteur privé (cf. les parties bleues des barres du graphique 9). De plus, les flux monétaires en provenance de l'extérieur (cf. les parties jaunes des barres du graphique 9) ont apporté une contribution positive à la croissance de M3 depuis octobre 2018. Cette évolution reflète l'intérêt accru des investisseurs étrangers pour les actifs de la zone euro. La contribution à la croissance

de M3 des créances des institutions financières monétaires (IFM) hors Eurosystème sur les administrations publiques (cf. les parties vert clair des barres du graphique 9) est demeurée légèrement négative. De même, les engagements financiers à plus long terme n'ont que faiblement pesé sur la croissance annuelle de la monnaie au sens large (cf. les parties vert foncé des barres du graphique 9).

La croissance annuelle des prêts accordés au secteur privé est demeurée globalement inchangée. Le taux de croissance annuel des prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle) est ressorti en hausse à 3,8 % en août 2019, après 3,7 % en juillet (cf. graphique 10). Cette évolution résulte essentiellement de l'augmentation du taux de croissance annuel des prêts consentis aux SNF, qui s'est établi à 4,3 % en août, après 4,0 % en juillet, en partie sous l'effet d'un facteur ponctuel. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages s'est établi à 3,4 % en août 2019, sans changement par rapport à juillet. À cet égard, le point de retournement de la croissance des prêts aux SNF en septembre 2018 (lorsqu'elle avait atteint un pic de 4,3 %) est conforme à son profil d'évolution cyclique décalé par rapport à l'activité économique réelle et au ralentissement de la demande agrégée observé en 2018. Fondées sur le même profil d'évolution, les améliorations passées de la FBCF, qui expliquent une large part de la croissance des prêts aux SNF, ont stabilisé les évolutions des prêts. Dans l'ensemble, la croissance des prêts a continué de bénéficier du niveau historiquement bas des taux débiteurs bancaires et de l'offre globalement favorable de prêts bancaires, comme l'indiquent les résultats de l'enquête relative à la distribution du crédit bancaire dans la zone euro. Par ailleurs, les banques ont réalisé des progrès en matière d'assainissement de leurs bilans.

Graphique 10 Prêts au secteur privé



Source : BCE.
Notes : En données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dernière observation se rapporte à août 2019.

D'après l'enquête d'octobre 2019 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi des prêts aux entreprises et des prêts au logement consentis aux ménages se sont légèrement assouplis. La perception des risques

liés aux perspectives économiques a continué de contribuer à un durcissement des critères d'octroi, alors que dans la précédente enquête, les banques avaient anticipé des critères d'octroi inchangés (directives internes ou critères d'approbation des prêts des banques). Malgré la pression liée à la concurrence et principalement sous l'effet des marges plus élevées sur les prêts plus risqués, les modalités et conditions de crédit (les conditions effectives convenues dans le contrat de prêt) pour les prêts bancaires aux SNF et les prêts immobiliers se sont durcies au troisième trimestre 2019. À la faveur de l'environnement de bas niveau des taux d'intérêt, la demande de prêts a continué d'augmenter, tant pour les prêts au logement que pour les crédits à la consommation. Des perspectives favorables sur le marché de l'immobilier résidentiel ont également continué de soutenir la demande de prêts au logement. Dans le même temps, la demande est restée globalement stable pour les prêts aux entreprises. Cela s'explique par le fait que, pour la première fois depuis 2013, les stocks et le recours au fonds de roulement ont apporté une contribution négative à la demande de prêts. De plus, les banques de la zone euro ont indiqué que l'APP continuait d'exercer une incidence positive sur leurs volumes de prêts, leur situation de liquidité et leurs conditions de financement sur le marché, tandis qu'il avait des effets négatifs sur leur rentabilité. Les banques ont également déclaré que le taux négatif de la facilité de dépôt avait contribué à une hausse des volumes de prêts et à une baisse des taux débiteurs sur toutes les catégories de prêts, mais qu'il avait exercé une incidence négative sur leur produit net d'intérêt.

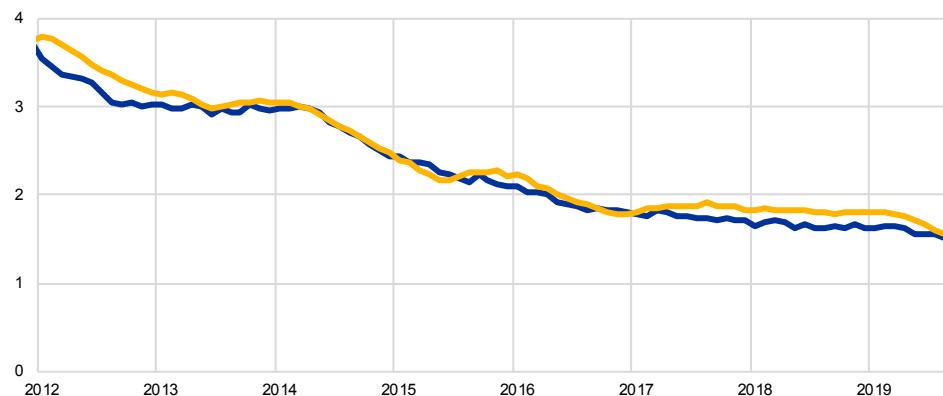
Les taux débiteurs ont continué de se modérer en phase avec les taux de référence du marché, soutenant ainsi la croissance économique dans la zone euro. En août 2019, les taux d'intérêt composites pour les prêts bancaires consentis aux SNF et pour les prêts immobiliers ont atteint de nouveaux points bas historiques à, respectivement, 1,52 % et 1,56 % (cf. graphique 11). Les pressions concurrentielles et les coûts de financement plus favorables pour les banques ont exercé un effet modérateur sur les taux des prêts consentis aux SNF et aux ménages de la zone euro. Dans l'ensemble, les taux d'intérêt composites sur les prêts bancaires accordés aux SNF et aux ménages ont enregistré un net recul depuis l'annonce par la BCE des mesures d'assouplissement du crédit en juin 2014. Entre mai 2014 et août 2019, les taux débiteurs composites des prêts consentis aux SNF et aux ménages ont fléchi de, respectivement, 140 et 135 points de base environ. La réduction des taux d'intérêt sur les prêts consentis aux SNF, notamment les taux qui s'appliquent aux prêts aux petites entreprises (en supposant que les prêts de très faible montant, inférieur ou égal à 250 000 euros, sont principalement accordés aux petites entreprises) a été particulièrement importante dans les pays de la zone euro les plus exposés à la crise financière. Globalement, cela indique une transmission plus uniforme de la politique monétaire aux taux débiteurs des banques dans l'ensemble des pays de la zone euro et des entreprises, quelle que soit leur taille.

Graphique 11

Taux débiteurs bancaires composites appliqués aux SNF et aux ménages

(en pourcentage annuel)

- SNF
- Ménages (logement)



Source : BCE.

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

En août 2019, les émissions nettes de titres de créance par les SNF de la zone euro ont été légèrement négatives, mais cela n'a pas arrêté la tendance haussière affichée par les flux annuels qui s'est amorcée début 2019.

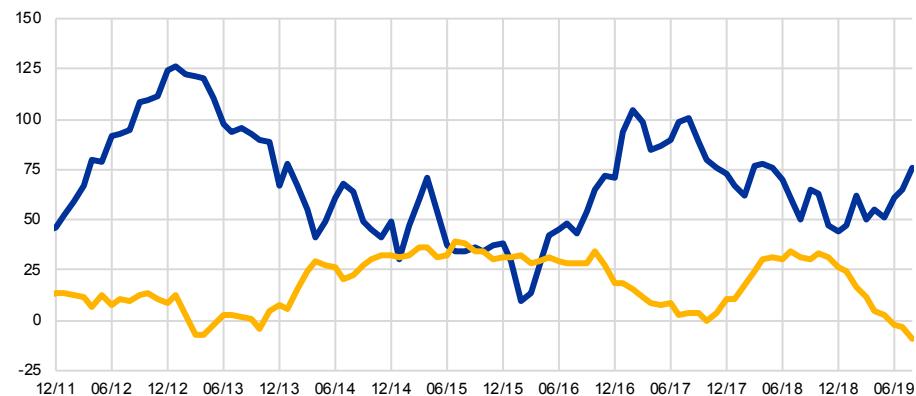
Les dernières données de la BCE indiquent que, en termes nets, le flux total de titres de créance émis par les SNF a été légèrement négatif en août 2019. Toutefois, les résultats négatifs d'août sont conformes au profil saisonnier de la série et sont affectés par le remboursement de titres de créance émis par une SNF dans un État membre. Globalement, les flux annuels de titres de créance ont continué d'augmenter, retrouvant les niveaux enregistrés fin 2017 (cf. graphique 12). Les données de marché disponibles suggèrent que les émissions nettes de titres de créances – par les émetteurs bien notés et les émetteurs de titres à haut rendement – sont demeurées assez fortes à la fin du troisième trimestre 2019. En août 2019, le total des émissions nettes d'actions cotées par les SNF était négatif, poursuivant ainsi la tendance baissière qui avait débuté fin 2018 et ne s'est que temporairement interrompue en avril 2019. Les émissions négatives d'actions cotées par les SNF sont liées à la faiblesse de l'activité de fusion-acquisition et au recours aux rachats d'actions, y compris les annulations, dans la gestion des bilans des entreprises.

Graphique 12

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

(flux annuels en milliards d'euros)

- Titres de créance
- Actions cotées



Source : BCE.

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

Selon les estimations, les coûts de financement des SNF de la zone euro ont baissé depuis août 2019. 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 4,7 % en août 2019, mais aurait reculé plus récemment à des niveaux proches de ceux enregistrés au printemps et au début de l'été 2019. Par conséquent, en octobre 2019, le coût du financement s'est établi, selon les estimations, 15 points de base au-dessus du point bas historique d'avril 2019 mais très au-dessous des niveaux observés à l'été 2014. La baisse estimée du coût du financement depuis août 2019 est entièrement attribuable à la baisse du coût des fonds propres, qui n'a été que partiellement contrebalancée par une légère hausse du coût de l'endettement de marché, qui a atteint son point bas historique en août 2019. Depuis août, le coût des fonds propres s'est inscrit en recul, en raison d'une baisse des primes de risque, reflétant, entre autres, un certain apaisement des tensions commerciales au plan mondial et une atténuation des risques liés au Brexit. La légère augmentation du coût de l'endettement de marché observée depuis août reflète la hausse du taux sans risque à long terme, qui peut être liée, entre autres, à une réduction des anticipations des marchés relatives à de nouvelles baisses de taux.

Encadrés

1 Adieu Eonia, bienvenue à €STR !

Pascal Nicoloso et Vladimir Tsonchev

Le 2 octobre 2019, la BCE a commencé à publier le taux à court terme de l'euro ou €STR, nouveau taux de référence des opérations d'emprunt en blanc au jour le jour pour la zone euro. Le calcul du taux repose entièrement sur les transactions en euros avec des contreparties financières telles que déclarées dans le cadre du règlement relatif au dispositif de déclaration des statistiques du marché monétaire (*Money Market Statistical Reporting – MMSR*) (règlement (UE) n° 1333/2014) et reflète les coûts des opérations d'emprunt en blanc au jour le jour libellées en euros pour les banques de la zone euro⁵, à la différence de l'Eonia qui mesurait l'activité de prêts interbancaires. Publié à 8 heures (heure d'Europe centrale) tous les jours ouvrés TARGET 2, le taux est fondé sur les transactions nouées et réglées le jour ouvré TARGET 2 précédent. Une politique visant à assurer un volume suffisant de données sous-jacentes garantit que le taux est représentatif en imposant a) qu'au moins vingt banques déclarant actuellement leurs transactions dans le cadre du règlement MMSR envoient des contributions et b) que les cinq principaux déclarants ne déclarent pas plus de 75 % du volume des transactions d'un jour donné.

Le 2 octobre 2019, à la suite des recommandations d'un groupe de travail du secteur privé⁶ et d'une consultation publique, l'administrateur de l'Eonia, l'Institut du marché monétaire européen (*European Money Markets Institute*) a modifié la méthodologie de l'Eonia afin que, jusqu'à son abandon le 3 janvier 2022, il soit déterminé sur la base d'un spread fixe de 8,5 points de base au-dessus de l'€STR. Cela met ainsi un terme à une période de 20 ans durant laquelle l'Eonia a été la référence des taux d'intérêt à court terme pour la zone euro.

Le lancement de l'€STR a été un succès tant sur le plan technique que du point de vue des marchés. Le lancement du nouveau taux de référence et la modification de la méthodologie de l'Eonia avaient été bien expliqués au secteur financier et bien anticipés par celui-ci, de sorte que cela n'a pas entraîné de perturbations importantes. Par exemple, les systèmes internes ont été ajustés pour tenir compte du nouveau calendrier de publication du taux de référence (le matin du jour suivant la date de référence). De plus, les premières transactions indexées sur l'€STR sur le marché des swaps de gré à gré ont été effectuées, de même que les premières émissions de titres.

Le processus de production de l'€STR sur une base quotidienne a fonctionné sans heurt et de manière fiable grâce à l'engagement de l'Eurosystème dans son ensemble et des banques déclarantes dans le cadre du règlement MMSR.

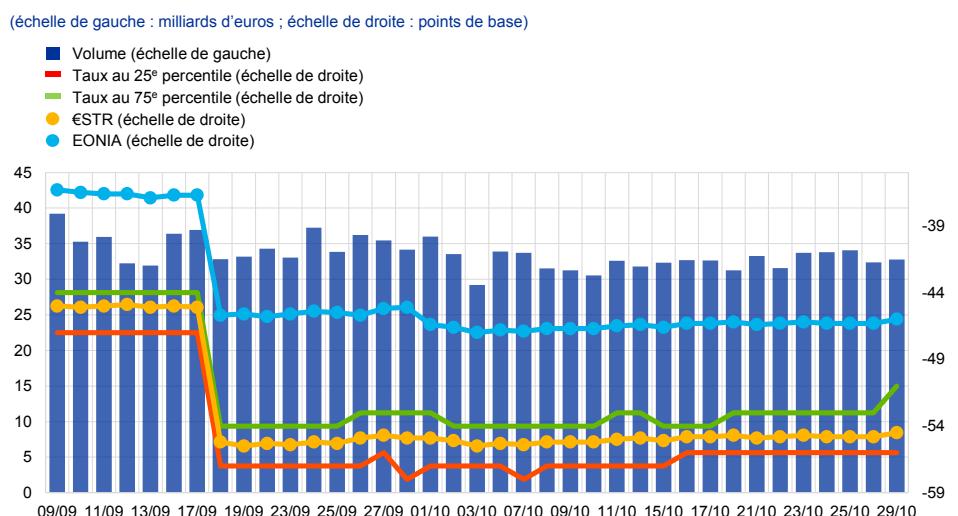
⁵ Pour plus d'informations sur l'€STR et la déclaration de méthodologie, cf. le [site internet](#) de la BCE.

⁶ Pour des informations sur le groupe de travail sur les taux sans risque en euro, cf. le [site internet](#) de la BCE.

De plus, la méthodologie de l'€STR a démontré sa fiabilité, comme l'illustrent deux exemples. Premièrement, la transmission de la baisse du taux de la facilité de dépôt de la BCE, le 18 septembre, a été totale et immédiate, comme le montrent les données pré-€STR, et depuis le 1^{er} octobre, le taux et la distribution des transactions sous-jacentes aux 25^e et 75^e percentiles sont restés relativement stables, avec des volumes compris entre 29 milliards d'euros et 35 milliards (cf. graphique A). Deuxièmement, le jour férié du 3 octobre 2019 en Allemagne a eu un impact négligeable sur le taux et ses divers paramètres de calcul. Alors que le volume s'est réduit ce jour-là de 4,3 milliards d'euros par rapport à la veille, un écart confortable a subsisté entre les mesures de la participation et de la concentration et les seuils de contingence définis dans le cadre de la politique en matière de suffisance du volume des données sous-jacentes expliquée au premier paragraphe (cf. graphique B).

Graphique A

L'€ESTR depuis le 9 septembre 2019



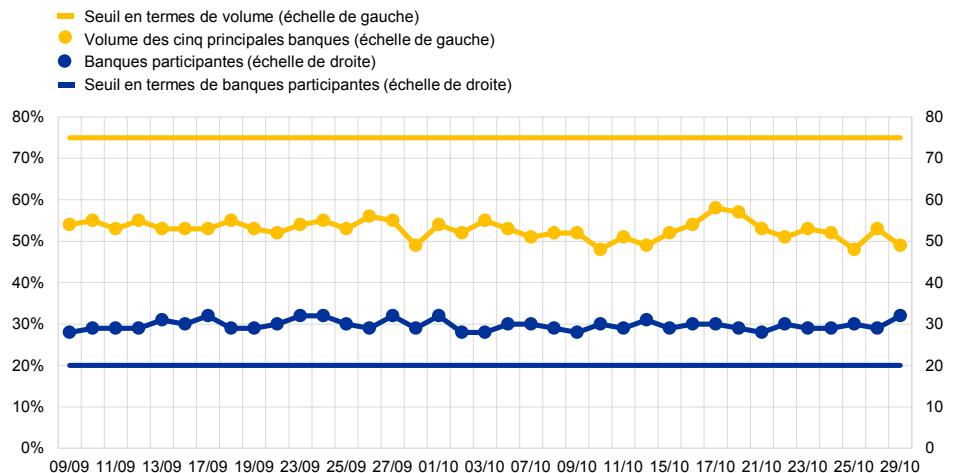
Source : BCE.

Note : Pré-€STR jusqu'au 30 septembre, €STR à partir du 1^{er} octobre.

Graphique B

Paramètres de contingence de l'€ESTR depuis le 9 septembre 2019

(échelle de gauche : pourcentages ; échelle de droite : nombre de banques)



Source : BCE.

Note : Pré-€ESTR jusqu'au 30 septembre, €ESTR à partir du 1^{er} octobre.

2

Évolutions du secteur des services et de sa relation avec le secteur manufacturier

Magnus Forsells, Neale Kennedy et Lisa Marie Timm

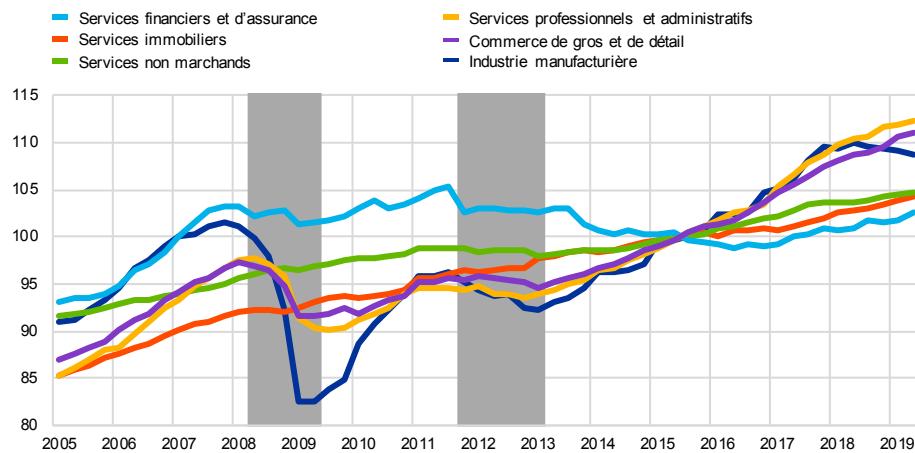
Cet encadré examine le secteur des services de la zone euro et sa relation avec le secteur manufacturier, en mettant particulièrement l'accent sur la mesure dans laquelle le secteur des services pourrait être affecté par le ralentissement récent du secteur manufacturier. La croissance économique dans la zone euro s'est modérée au cours des derniers trimestres, reflétant principalement l'impact sur le secteur manufacturier de la zone euro de la faiblesse actuelle du commerce international, dans un contexte de persistance des incertitudes au niveau mondial. Toutefois, les niveaux d'activité dans le secteur des services ont été jusqu'à présent relativement robustes face à ce ralentissement dans le secteur manufacturier. Cela s'explique probablement par la dynamique solide de la demande intérieure, à la faveur de l'orientation très accommodante de la politique monétaire, qui continue de soutenir les marchés du travail et de créer des conditions de financement favorables. Le secteur des services est un moteur important de l'activité économique globale dans la zone euro, apportant plus de 70 % de la valeur ajoutée totale.

L'ensemble du secteur des services est très hétérogène. Une distinction peut utilement être établie entre services marchands et services non marchands. Ces derniers, qui comprennent des secteurs tels que l'éducation et la santé, représentent environ un tiers de la totalité des services. Leur croissance a tendance à être relativement stable et non cyclique (cf. graphique A), comme on a pu l'observer lors de l'expansion économique qui a débuté en 2013 (à la suite de la crise de la dette souveraine) et durant le ralentissement économique constaté depuis 2018. Les services marchands présentent généralement des profils de croissance plus cycliques. Ce sous-groupe des services comprend divers secteurs tels que le commerce de gros/de détail et les services immobiliers (représentant quelque 15 % et 11 % de la valeur ajoutée totale, respectivement), plus axés sur les consommateurs, ainsi que les activités financières et d'assurance (5 % de la valeur ajoutée) et d'autres services plus axés sur les entreprises. À la différence du secteur manufacturier, ces secteurs ont poursuivi leur expansion à des rythmes relativement soutenus ces derniers trimestres.

Graphique A

Croissance de la valeur ajoutée dans le secteur des services comparée à celle du secteur manufacturier

(indice : 2015 = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les zones grises représentent les périodes de récession identifiées par le Comité de datation du cycle conjoncturel de la zone euro du CEPR.

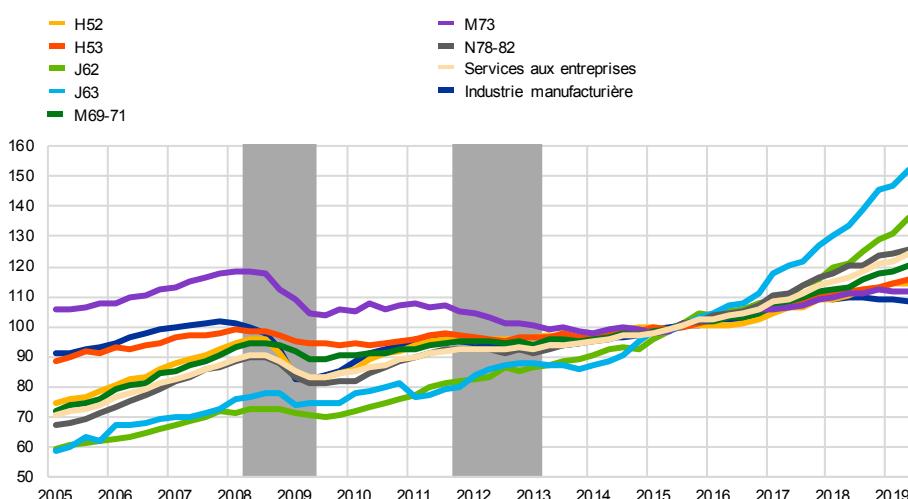
Le risque que le ralentissement du secteur manufacturier se répercute sur le secteur des services concerne particulièrement les services aux entreprises.

Le graphique B présente les évolutions dans un certain nombre de secteurs, qui peuvent être regroupés dans les services aux entreprises. Ces secteurs couvrent une partie des transports ; une partie des activités informatiques et des services d'information ; les activités spécialisées, scientifiques et techniques ; et certaines activités de services administratifs et de soutien. Considérés globalement, ils représentent environ 14 % de la valeur ajoutée totale. Bien que ces secteurs aient, dans l'ensemble, enregistré une décélération de leur activité durant la crise financière de 2008-2009, ils ont relativement bien résisté en 2011-2012. Lors du dernier ralentissement de l'industrie manufacturière, ils ont pour la plupart poursuivi leur hausse à un rythme soutenu. Dans le même temps, les taux de croissance ont fortement varié d'un secteur à l'autre ces dernières années. La croissance des secteurs qui présentent la plus forte intensité de connaissances a été très rapide, mais certains éléments montrent aussi que l'activité s'est stabilisée dans les autres secteurs vers la fin de l'année.

Graphique B

Volumes d'affaires : comparaison des services aux entreprises et de l'industrie manufacturière

(indice : 2015 = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les intitulés des secteurs sont tirés de la nomenclature statistique des activités économiques NACE Rév. 2. H52 : entreposage et services auxiliaires des transports ; H53 : activités de poste et de courrier ; J62 : programmation, conseil et autres activités informatiques ; J63 : services d'information ; M69-71 : activités juridiques et comptables, conseil de gestion, et activités d'architecture et d'ingénierie ; M73 : publicité et études de marché ; N78-82 : activités liées à l'emploi, activités des agences de voyage, voyagistes, services de réservation et activités connexes, enquêtes et sécurité, activités de nettoyage et activités administratives.

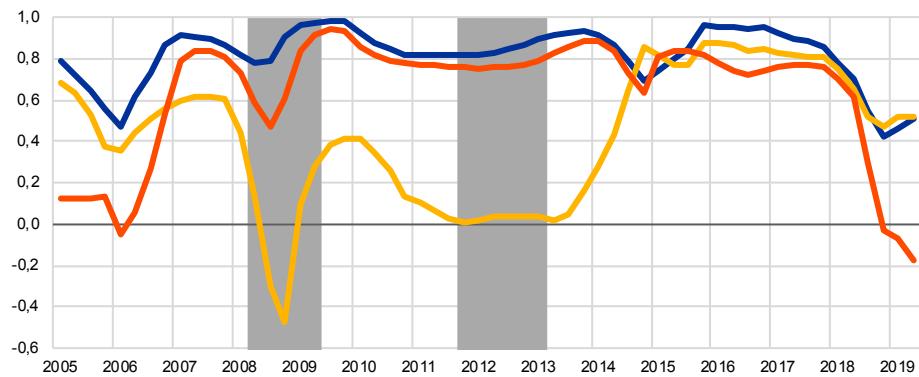
L'analyse de la corrélation entre le secteur manufacturier et les diverses composantes du secteur des services confirme différents degrés de corrélation, notamment durant les ralentissements conjoncturels. La principale corrélation entre le secteur manufacturier et celui des services concerne certains des services marchands, y compris les services aux entreprises. Le graphique C montre les corrélations glissantes sur cinq ans des taux de croissance annuels des services marchands, des services non marchands et des services aux entreprises avec le secteur manufacturier. Les corrélations varient au fil du temps, en particulier la corrélation entre services non marchands et secteur manufacturier, qui diminue pendant les périodes de récession. Elle a été plus élevée ces dernières années, lorsque la croissance était positive et stable dans les deux secteurs. En revanche, pour les services marchands et les services aux entreprises, les corrélations sont généralement beaucoup plus élevées et plus stables sur l'ensemble de la période d'échantillonnage. Ces derniers temps, toutefois, elles ont diminué, probablement parce que la demande intérieure a été plus résistante que durant les périodes précédentes, reflétant l'orientation très accommodante de la politique monétaire, qui continue de soutenir les marchés du travail et de créer des conditions de financement favorables.

Graphique C

Corrélations sur une fenêtre glissante de cinq ans des secteurs des services avec le secteur manufacturier

(coefficients de corrélation)

- Services marchands
- Services non marchands
- Services aux entreprises



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Les corrélations sont calculées pour les taux de croissance annuels des différents secteurs des services avec la croissance de la valeur ajoutée dans le secteur manufacturier. Les services aux entreprises sont calculés comme une moyenne pondérée des composantes.

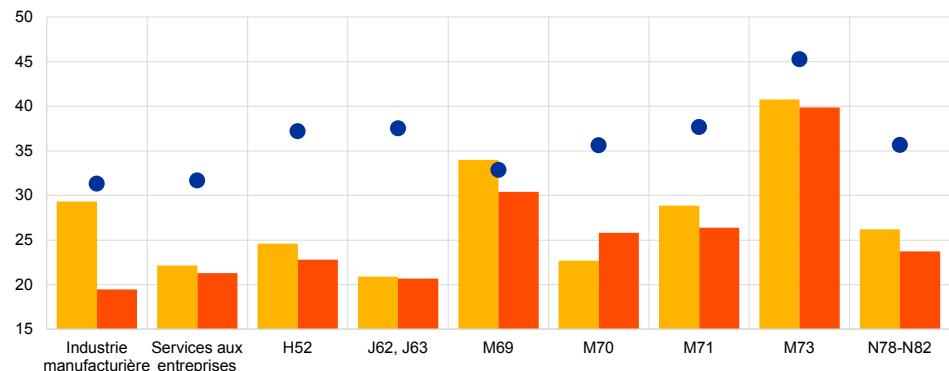
Jusqu'à présent, on n'a guère constaté de signes montrant que les services aux entreprises ont été affectés par la baisse de la demande, bien que les données d'enquêtes récentes fassent état d'un ralentissement de la croissance. Les résultats des enquêtes de la Commission européenne auprès des entreprises, qui permettent également de cibler les services aux entreprises, suggèrent que, si l'on considère les facteurs limitant la production dans ce secteur, l'importance perçue de l'insuffisance de la demande reste inférieure à sa moyenne de long terme et n'a guère varié au cours des derniers trimestres (cf. graphique D). Cela contraste avec la situation du secteur manufacturier, où la demande s'est nettement affaiblie depuis fin 2017. Toutefois, des résultats d'enquêtes plus récents ont diminué, indiquant un ralentissement de la croissance. Par conséquent, au cours des prochains mois, les évolutions du secteur des services aux entreprises, ainsi que des autres secteurs importants des services, doivent faire l'objet d'un suivi attentif, visant à détecter d'éventuels signes de répercussions du ralentissement constaté dans le secteur manufacturier.

Graphique D

Importance perçue d'une insuffisance de la demande comme facteur limitant la production dans le secteur manufacturier et les services aux entreprises

(soldes en pourcentage)

- Moyenne de long terme
- T3 2019
- T4 2017



Source : Commission européenne.

Notes : Pour une description des sous-groupes des services aux entreprises, cf. la note du graphique B. La moyenne de long terme se rapporte à la période 2003-2019.

3

Un traceur stylisé des cycles du marché du travail dans la zone euro établi sur la base d'évaluations par des dirigeants d'entreprise

Vasco Botelho

Cet encadré évalue la position actuelle, dans le cycle, du marché du travail de la zone euro au moyen d'un traceur stylisé de l'emploi et des fluctuations de la production qui utilise des données tirées de l'enquête auprès des directeurs d'achat (PMI). L'indice des directeurs d'achat est un ensemble d'indicateurs mensuels qui, du fait de leur rapide disponibilité et de leur fréquence mensuelle, peuvent être utilisés pour prévoir les évolutions du taux de croissance de variables macroéconomiques clefs, telles que l'emploi et le PIB en volume. Toutefois, les données mensuelles de cet indice peuvent également être très volatiles dans le temps, car elles contiennent des informations non seulement sur des facteurs structurels et sur la position de l'économie dans le cycle, mais aussi sur les évaluations par les dirigeants d'entreprise des réactions immédiates de leurs entreprises aux événements spécifiques se produisant au fil du temps. Cette dernière composante des données tirées de l'indice des directeurs d'achat peut être affectée par de possibles erreurs de mesure ou par des asymétries d'information. De ce fait, un traceur⁷ stylisé du marché du travail est construit en appliquant un filtre passe-bas aux données mensuelles sous-jacentes de l'indice des directeurs d'achat relatives à l'emploi et à la production, afin de les lisser et d'isoler les informations pertinentes pour évaluer la position actuelle du marché du travail dans le cycle.

Le traceur stylisé des cycles du marché du travail dans la zone euro est créé en juxtaposant les évolutions du traceur de l'indice des directeurs d'achat pour l'emploi avec celles du traceur de l'indice des directeurs d'achat pour la production. Si le traceur pour l'emploi présente un niveau supérieur (inférieur) à 50, cela implique que l'emploi devrait augmenter (diminuer) au cours du mois considéré. Cela vaut également pour la relation entre le niveau du traceur des directeurs d'achat pour la production et les évolutions attendues du PIB en volume pour le même mois. Compte tenu de l'interprétabilité des données PMI pour les évolutions agrégées de l'emploi et du PIB, le traceur stylisé des cycles du marché du travail dans la zone euro est créé visuellement en reportant les niveaux des traceurs des directeurs d'achat

⁷ L'approche mise en œuvre dans cet encadré est similaire à celle utilisée pour le Traceur du climat économique (*Economic Climate Tracer*, ECT) développé par la Commission européenne et appliquée aux enquêtes qu'elle réalise auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs. Pour plus de détails sur la façon de produire l'ECT, cf. la [documentation méthodologique](#) consacrée à ce sujet. Des informations sur l'ECT le plus récent sont disponibles dans la publication de la Commission européenne intitulée « *European Business Cycle Indicators: 3rd Quarter 2019* ». Les techniques de visualisation des données employées dans cet encadré sont comparables à celles utilisées par la Commission européenne. Le traceur stylisé de cet encadré diffère de l'ECT, dans la mesure où il utilise le filtre passe-bande approximatif développé dans Christiano (L. J.) et Fitzgerald (T. J.), « *The Band Pass Filter* », *International Economic Review*, vol. 44, n° 2, 2003, p. 435-465, qui permet une décomposition de chaque indicateur des directeurs d'achat en une composante tendancielle, une composante cyclique et une composante à haute fréquence capables de rendre compte de l'exubérance des variations des données relatives à l'indice des directeurs d'achat et de les relier à des fluctuations de très court terme dans l'économie (cycles de moins de six trimestres). Le traceur stylisé de cet encadré est ensuite calculé comme la somme des composantes tendancielles et cycliques pour l'indice des directeurs d'achat relatif à l'emploi. Une approche similaire est appliquée à l'indice des directeurs d'achat pour la production afin de comparer la position actuelle dans le cycle du marché du travail avec celle de l'activité économique.

pour l'emploi et la production par rapport à leur variation mensuelle respective. Cela permet d'identifier quatre positions dans le cycle du marché du travail : 1) un niveau supérieur à 50 et qui affiche une hausse mensuelle est interprété comme une expansion ; 2) un niveau supérieur à 50 mais en recul mensuel indique un ralentissement ; 3) un niveau inférieur à 50 et en baisse est considéré comme indiquant une contraction ; 4) un niveau inférieur à 50 mais affichant des améliorations mensuelles fait apparaître une phase de reprise. De plus, un pic (ou un creux) local est atteint à chaque fois que le traceur n'affiche aucune variation dans le mois et s'inscrit à un niveau supérieur (ou inférieur) à 50.

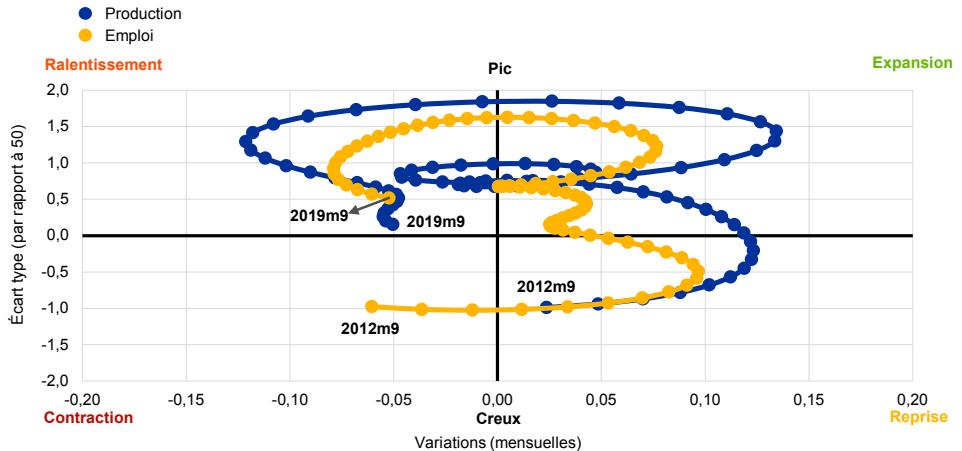
Le traceur stylisé du marché du travail pour la zone euro indique un ralentissement du marché du travail depuis février 2018, le traceur de l'emploi accusant un décalage avec celui de la production⁸. Le graphique A présente la position dans le cycle du marché du travail de la zone euro au cours des sept dernières années, de septembre 2012 à septembre 2019. L'évaluation cyclique, par les dirigeants d'entreprise, des évolutions de l'emploi et de la production de leur entreprise constitue un indicateur avancé des évolutions agrégées des données solides, en particulier pour le début de la phase de reprise en cours. D'après les traceurs stylisés fondés sur l'indice des directeurs d'achat pour l'emploi et la production, une phase de reprise est enregistrée depuis décembre 2012 pour le marché du travail de la zone euro et depuis septembre 2012 pour la production, soit quelques mois avant le creux officiel annoncé pour l'économie de la zone euro par le Comité de datation du cycle conjoncturel de la zone euro du Centre de recherche sur la politique économique (CEPR). En septembre 2019, le marché du travail de la zone euro est toujours évalué comme étant en phase de ralentissement, le traceur de l'emploi se situant dans la zone de ralentissement depuis février 2018 et celui de la production depuis octobre 2017. De ce fait, les fluctuations actuelles de l'emploi et de la production sont vues comme cohérentes avec une phase plus mature du cycle, qui se caractérise généralement par des mouvements à l'intérieur de la zone d'expansion-ralentissement.

⁸ Le retard des évolutions de l'emploi par rapport à celles de la production est cohérent avec l'existence de coûts d'ajustement liés au facteur travail ou avec des rigidités du marché du travail au niveau des entreprises. Ainsi, le traceur stylisé du marché du travail montre que les entreprises envisagent d'ajuster d'autres facteurs de production (notamment de modifier la marge intensive du facteur travail) en réaction aux fluctuations de leurs niveaux de production avant d'optimiser leurs niveaux d'emploi respectifs par le biais de l'ajustement de leurs processus d'embauche et de licenciement. La réaction décalée de l'emploi au PIB est également visible dans les données de comptabilité nationale, comme le décrit l'encadré intitulé « [Croissance de l'emploi et PIB dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2019.

Graphique A

Traceur stylisé de la position dans le cycle du marché du travail de la zone euro

(axe des ordonnées : niveaux ; axe des abscisses : variations mensuelles ; toutes les valeurs sont exprimées sous forme d'écart-type par rapport à 50)



Sources : Markit et calculs des services de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à septembre 2019.

Le ralentissement enregistré par le marché du travail de la zone euro se caractérise par une dichotomie entre la faiblesse du secteur manufacturier et la résistance du secteur des services (cf. graphique B)⁹. Le traceur de l'emploi suggère que le marché du travail du secteur manufacturier est entré en phase de « contraction » en mai 2019, c'est-à-dire trois mois plus tard que la production, après avoir été évalué comme étant en « ralentissement » depuis décembre 2017. Dans le même temps, l'emploi dans le secteur des services est perçu comme se déplaçant dans les quadrants d'expansion-ralentissement, le traceur de l'emploi pour ce secteur étant plus résistant que celui du secteur manufacturier. La résistance de l'emploi dans le secteur des services paraît globalement cohérente avec les évolutions de l'activité économique dans ce secteur, bien que les variations mensuelles du traceur de la production soient devenues légèrement plus négatives ces derniers mois. Dans le même temps, le traceur de la production dans le secteur manufacturier est entré dans le quadrant « contraction », ce qui peut indiquer des risques potentiels liés à la transmission de la faiblesse du secteur manufacturier au secteur des services. Selon une approche heuristique, les évolutions de l'emploi étant en retard par rapport à celles de l'activité économique pour les deux secteurs, la transmission de la faiblesse du secteur manufacturier aux évolutions de la production dans les services rend essentiel, pour l'avenir, un suivi attentif du marché du travail de la zone euro et des canaux à l'origine de cet effet.

⁹ Cf. l'encadré intitulé « [Évolutions du secteur des services et de sa relation avec le secteur manufacturier](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2019.

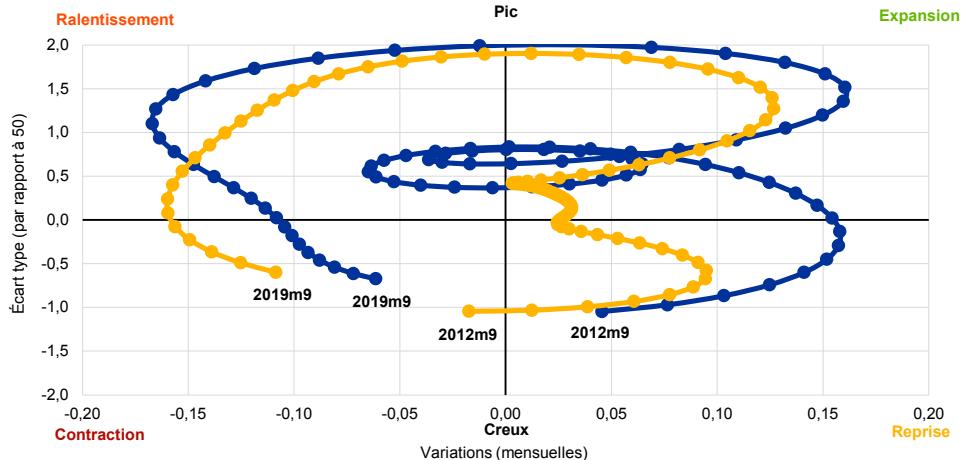
Graphique B

Traceur stylisé du marché du travail pour le secteur manufacturier et le secteur des services

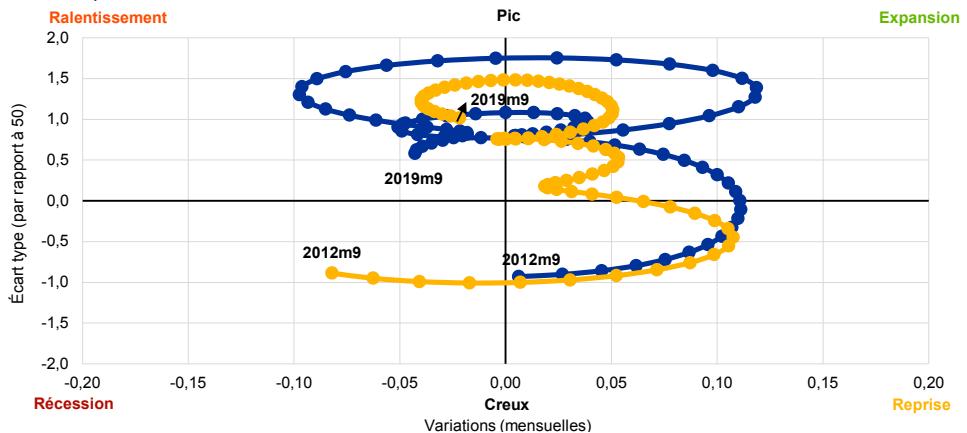
(axe des ordonnées : niveaux ; axe des abscisses : variations mensuelles ; toutes les valeurs sont exprimées sous forme d'écart-type par rapport à 50)

- Production
- Emploi

a) Secteur manufacturier



b) Services



Sources : Markit et calculs des services de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à septembre 2019.

Utiliser une approche plus granulaire pour évaluer la position actuelle dans le cycle du marché du travail suggère que la faiblesse du secteur manufacturier touche plus les biens d'équipement et les véhicules à moteur, tandis que la résistance du secteur des services concerne l'ensemble de ses composantes.

En septembre 2019, la faiblesse de l'emploi dans le secteur manufacturier est identifiée comme affectant plus fortement les biens d'équipement et les biens intermédiaires, en particulier la fabrication de matières plastiques et de caoutchouc, la fabrication de machines et d'équipements, et les véhicules à moteur. La faiblesse de l'emploi dans le secteur manufacturier ne se reflète pas dans la position dans le cycle des composantes produisant des biens de consommation, un secteur soutenu par

une demande intérieure solide malgré le ralentissement actuel de l'activité économique¹⁰. D'autre part, la performance du marché du travail du secteur des services demeure généralisée au sein des quadrants d'expansion-ralentissement, les évolutions de l'emploi dans les différentes composantes du secteur des services montrant un certain degré de résistance à la faiblesse actuelle du secteur manufacturier.

Globalement, ces résultats suggèrent que le secteur des services continue de soutenir la croissance de l'emploi dans la zone euro, tandis que l'emploi dans le secteur manufacturier est plus faible depuis mai 2019. La question est de savoir s'il y aura des effets de contagion négatifs du secteur manufacturier vers le secteur des services, liés en particulier aux faiblesses provenant de la composante transport¹¹. D'après le traceur de la production, le transport s'est affaibli en 2019, parallèlement à la faiblesse observée dans le secteur manufacturier. De ce fait, il existe des risques à la baisse liés à la possible propagation de la faiblesse du transport aux autres composantes du secteur des services, en raison de son rôle central dans la relation entre le secteur manufacturier et le secteur des services. À plus long terme, et compte tenu du fait que le traceur de l'emploi semble évoluer en décalage par rapport aux évolutions du traceur de la production, le risque orienté à la baisse d'une transmission de la faiblesse du secteur manufacturier au secteur des services renforce la nécessité d'un suivi attentif du marché du travail de la zone euro. Il convient toutefois de traiter avec prudence le traceur stylisé analysé dans cet encadré durant les périodes caractérisées par une incertitude élevée et autour des points de retournement cycliques, dans la mesure où l'approche méthodologique peut dans une certaine mesure être source d'importantes modifications avec la publication de nouvelles données.

¹⁰ Cf. l'encadré intitulé « Comprendre le ralentissement de la croissance en 2018 », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2018.

¹¹ Ces canaux de transmission peuvent être de nature domestique ou extérieure, comme l'indique l'encadré intitulé « Les raisons de la baisse de la production industrielle dans la zone euro : facteurs domestiques et facteurs extérieurs », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2019. En particulier, les chocs pertinents affectant le secteur du transport peuvent tenir, au plan extérieur, à une baisse de la demande extérieure ou à des variations des prix du pétrole, et au plan domestique, à un affaiblissement de la demande dans le secteur du transport lié à la faiblesse domestique du secteur manufacturier. Cf. Burstein *et al.*, « *Distribution costs and real exchange rate dynamics during exchange-rate-based stabilizations* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 50(6), 2003, p. 1189-1214 pour plus de détails concernant les interactions de production entre le secteur du transport et les autres secteurs. Cet article fournit des éléments sur le rôle central du secteur du transport dans la relation entre le secteur manufacturier et les autres composantes du secteur des services, en montrant que les coûts de distribution sont une composante importante du prix de vente (et des coûts) des produits de détail pour les consommateurs finaux.

4

Comportement en matière de fixation des prix : informations tirées d'une enquête réalisée auprès de grandes entreprises

Richard Morris et Rupert de Vincent-Humphreys

Cet encadré résume les résultats d'une enquête *ad hoc* réalisée par la BCE auprès de grandes entreprises de la zone euro sur leur comportement en matière de fixation des prix. Les stratégies des entreprises en matière de fixation des prix sont des indicateurs essentiels pour comprendre comment les prix s'ajustent aux chocs et ainsi, implicitement, l'effet de la politique monétaire sur l'inflation. Les enquêtes sont un outil utile pour rassembler des éléments à ce sujet, comme le montrent notamment les travaux de référence de Blinder¹². Des données d'enquêtes relatives au comportement des entreprises de la zone euro en matière de fixation des prix ont été collectées il y a quelque temps dans le cadre du réseau de recherche de l'Eurosystème sur la persistance de l'inflation (*Eurosystem Inflation Persistence Network*) (cf. Fabiani *et al.*, 2005¹³). Notre enquête s'appuie sur des éléments tirés de ces précédentes enquêtes, tout en rassemblant des données plus qualitatives se rapportant aux différentes dimensions de la fixation des prix.

L'objectif principal de l'enquête était d'obtenir une vue d'ensemble de la manière dont les entreprises fixent les prix, en incluant les dimensions spécifiques suivantes. Les entreprises établissent-elles une distinction entre les marchés géographiques, par type de client ou plateforme de vente ? À quelle fréquence, en général, leurs prix sont-ils réexaminés et modifiés ? Quelles considérations les entreprises prennent-elles en compte lorsqu'elles fixent les prix ? Quels aspects du comportement en matière de fixation des prix sont susceptibles d'entraîner une lenteur dans l'ajustement des prix ? Cinquante-huit grandes entreprises non financières opérant dans la zone euro ont répondu à l'enquête. Les ventes globales de ces entreprises correspondent à 2 % environ de la production de l'ensemble de l'économie de la zone euro. En termes d'activité, les entreprises se répartissent pratiquement à égalité entre le secteur industriel et celui des services. L'échantillon peut également être divisé en parts presque égales entre : a) les entreprises qui fournissent principalement les consommateurs ; b) les entreprises qui fournissent d'autres entreprises qui fournissent principalement des consommateurs ; et, c) les entreprises qui fournissent d'autres entreprises qui, à leur tour, fournissent principalement d'autres entreprises. En d'autres termes, les réponses ont été obtenues auprès d'entreprises situées à différents points de la chaîne d'approvisionnement.

La plupart des entreprises ont déclaré qu'elles adaptaient leurs prix en fonction du marché géographique et du type de client (cf. graphique A). Faire varier les prix en fonction du marché géographique est jugé nécessaire pour s'adapter aux

¹² Cf. Blinder (A. S.), « *On sticky prices: academic theories meet the real world* », dans *Monetary Policy*, Gregory Mankiw, (ed.), The University of Chicago Press, 1994.

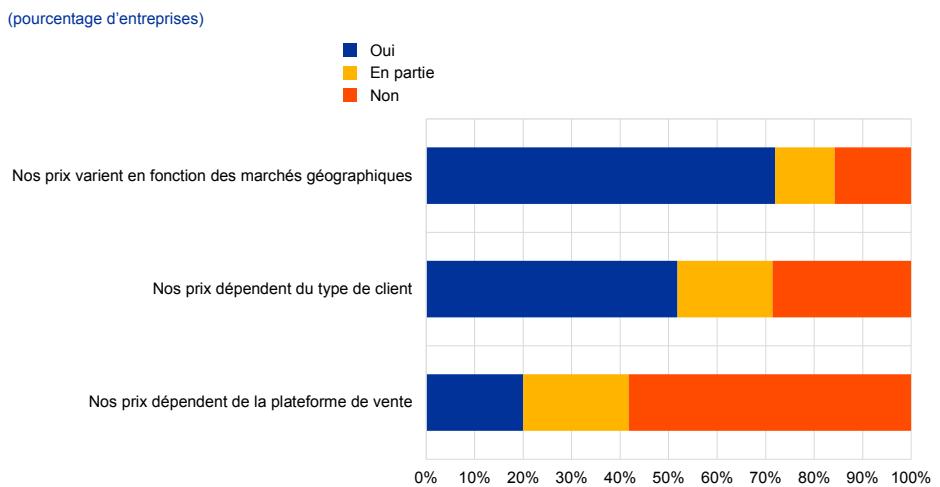
¹³ Cf. Fabiani (S.) *et al.*, « *The pricing behaviour of firms in the euro area – new survey evidence* », *Working Paper Series*, n° 535, BCE, octobre 2005.

conditions d'offre et de demande locales. De nombreuses entreprises ont indiqué qu'elles étaient confrontées à des coûts de production locaux différents, notamment les coûts de main-d'œuvre, les coûts liés aux compétences, les charges fiscales ainsi que les coûts réglementaires et logistiques. Les différences au niveau des intrants fournis localement pourraient aussi affecter la qualité des produits. Les préférences des consommateurs varient également en fonction des régions géographiques, ce qui nécessite une gestion de l'image de la marque (*branding*) et/ou des niveaux de service différents. S'agissant des modifications de prix en fonction du type de client, dans les ventes entre entreprises, le volume du contrat est important, avec l'impératif d'attirer et de retenir les clients stratégiques. Les participants à l'enquête ont également évoqué l'importance de la distinction entre commerce de gros et de détail et/ou entre clients professionnels et particuliers. Enfin, des rabais ont pu être accordés à certains clients en fonction du degré de risque de les perdre qui avait été évalué.

La plupart des entreprises ont déclaré que leurs prix ne dépendaient pas de la plateforme de vente. Ainsi, par exemple, la plupart des entreprises ont facturé le même prix pour les ventes en ligne et pour les ventes en magasin ou par téléphone. Toutefois, les prix de certains produits ont été différents de ceux de produits équivalents vendus sur d'autres plateformes, simplement parce qu'ils étaient uniquement disponibles en ligne. Par rapport aux produits équivalents disponibles sur d'autres plateformes, les coûts de ces produits en ligne étaient inférieurs, situation justifiée par le fait qu'ils impliquaient moins de services. Sur les segments des ventes entre entreprises, les prix de produits équivalents seraient souvent différents dans les contrats cadres par rapport aux appels d'offre ou aux transactions de marché.

Graphique A

Variation du prix en fonction du marché géographique, du client et de la plateforme de vente



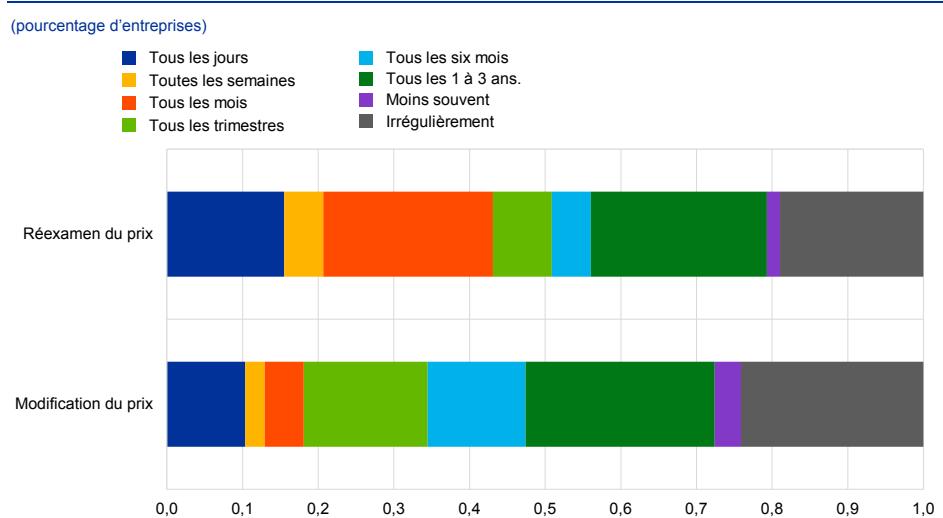
Source : Calculs des services de la BCE.

La fréquence classique des réexamens de prix et de leurs modifications varie selon les secteurs de l'économie (cf. graphique B). Il a été demandé aux entreprises de se concentrer sur leur produit principal (ou représentatif) et il leur a été proposé un choix de fréquences auxquelles des réexamens et des modifications des

prix ont été effectués¹⁴. Ces fréquences allaient de « tous les jours » à « moins d'une fois tous les trois ans », les entreprises pouvant également indiquer que les prix avaient été revus ou modifiés seulement « irrégulièrement/en réponse à des événements particuliers ». Certaines entreprises ont indiqué qu'elles avaient revu leurs prix à la fois à une fréquence régulière et irrégulièrement en réponse à des événements particuliers.

Graphique B

Fréquence classique des réexamens et des modifications de prix pour un produit représentatif



Source : Calculs des services de la BCE.

Note : Les barres représentant la part des entreprises qui ont revu ou modifié leurs prix « irrégulièrement ou en réponse à des événements » incluent seulement les entreprises qui n'ont pas indiqué par ailleurs une fréquence typique pour les réexamens et/ou les modifications de prix.

La fréquence des réexamens et des modifications de prix a tendance à être la plus élevée dans le secteur du commerce de détail et la plus faible dans celui des services aux consommateurs et aux entreprises, le secteur manufacturier se situant entre les deux. La plupart des détaillants ayant répondu à l'enquête ont déclaré réexaminer leurs prix sur une base mensuelle, hebdomadaire ou même quotidienne, en fonction de leur gamme de produits. Ils ont également eu tendance à modifier les prix très fréquemment. Dans le secteur manufacturier, les réexamens de prix ont en général été effectués une fois par mois, mais les prix ont été modifiés seulement tous les trimestres, tous les six mois ou tous les ans. Dans le même temps, si nous excluons le commerce de détail et les transports (pour lesquels les prix sont déterminés en partie par la composante carburants), la majorité des participants à l'enquête dans les autres secteurs des services ont déclaré qu'en général, ils réexaminaient et modifiaient les prix annuellement. Toutefois, il est clairement difficile d'identifier une fréquence « typique » pour le réexamen et/ou la modification des prix pour les entreprises ayant une gamme de produits étendue et des types de clients ou de contrats différents.

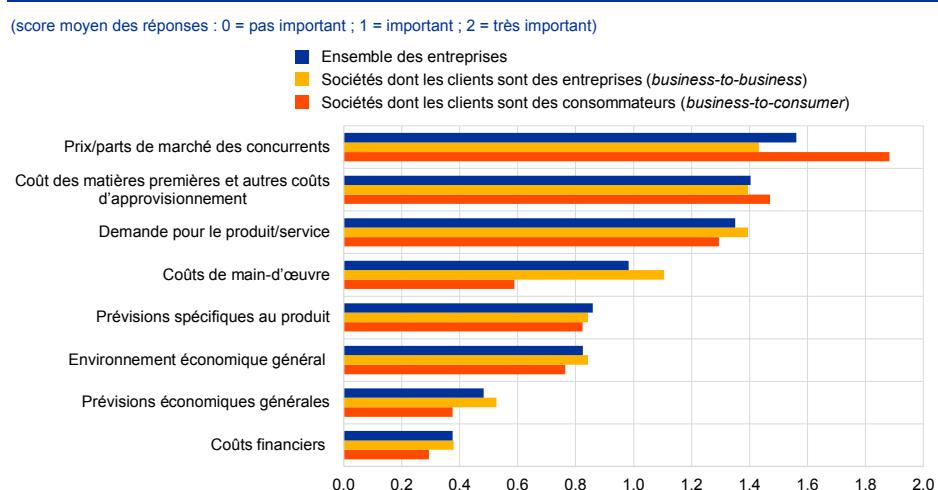
¹⁴ Par réexamen des prix, on entend que les prix actuels sont analysés et qu'une décision est prise quant à savoir s'ils doivent ou non être modifiés, et si oui de combien. Par conséquent, les variations de prix peuvent être seulement aussi fréquentes, ou moins fréquentes que les réexamens des prix.

Lors de la fixation des prix, les entreprises prêtent surtout attention aux prix pratiqués par leurs concurrents, suivis de près par les coûts d'approvisionnement et la demande du produit (cf. graphique C).

Dans l'enquête, une liste de facteurs a été fournie aux participants et il leur a été demandé de juger si ceux-ci étaient « pas importants », « importants » ou « très importants » lors de la fixation des prix. En attribuant la valeur « 0 », « 1 » ou « 2 », respectivement, à leurs réponses, les participants à l'enquête ont globalement considéré que les prix pratiqués par leurs concurrents étaient le facteur le plus important lors de la fixation des prix. Ce facteur a été suivi de près par le coût des matières premières et autres coûts d'approvisionnement et par la demande pour un produit donné. Les coûts de main-d'œuvre ont également été considérés comme importants¹⁵. Plus l'entreprise est proche du consommateur, plus l'importance des prix pratiqués par les concurrents est grande, tandis que plus en amont, les considérations de coûts et de demande jouent un rôle plus significatif.

Graphique C

Informations prises en considération par les entreprises lors de la fixation des prix



Source : Calculs des services de la BCE.

Les augmentations des prix de vente moyens sont réalisées, dans une large mesure, en introduisant de nouveaux produits à plus forte valeur ajoutée (cf. graphique D). La moitié des participants à l'enquête ont déclaré que l'introduction de nouveaux produits à plus forte valeur ajoutée était un facteur « très important » et un tiers supplémentaire a indiqué que cela était « important » pour augmenter les prix de vente moyen. Globalement, l'introduction de nouveaux produits a été jugée (légèrement) plus importante que le fait d'augmenter les prix des produits existants ; cela a été particulièrement le cas pour les entreprises vendant directement aux consommateurs. Changer l'image ou la spécification des produits existants a été jugé moins important, tout en étant encore considéré comme important par environ un tiers

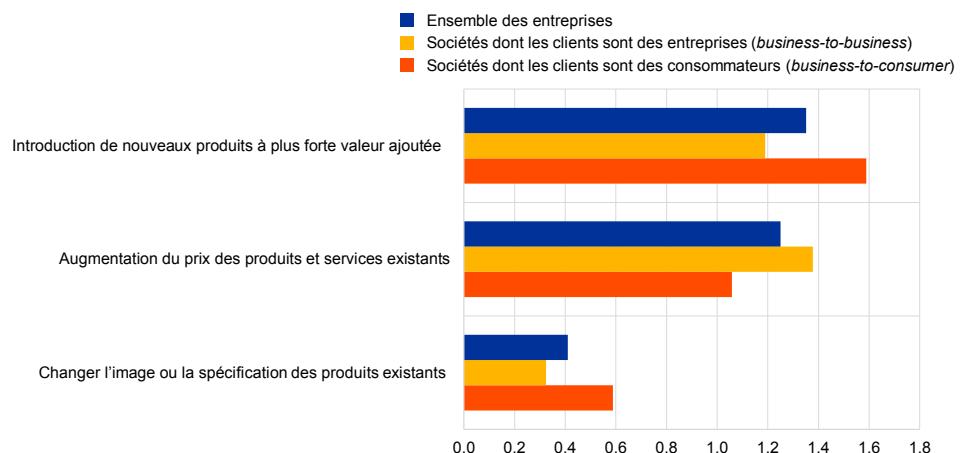
¹⁵ Le fait que les « coûts de main-d'œuvre » ou les « coûts des matières premières et autres coûts d'approvisionnement » aient été jugés importants ou pas dépend, en grande partie, de la base de coût de l'entreprise. Si ces deux facteurs sont considérés ensemble, alors les « coûts des consommations intermédiaires » seraient l'élément le plus important pris en compte par ces entreprises lorsqu'elles fixent les prix.

des entreprises. En s'appuyant sur les déclarations des entreprises quant à la manière dont leur comportement en matière de fixation des prix a évolué au cours des cinq à dix dernières années, l'accent mis sur le fait d'ajouter de la valeur en ciblant des clients spécifiques apparaît comme une tendance croissante en réponse à la concurrence accrue au niveau mondial et à la plus grande transparence entraînée par internet.

Graphique D

Comment sont réalisées les augmentations des prix de vente moyens

(score moyen des réponses : 0 = pas important ; 1 = important ; 2 = très important)



Source : Calculs des services de la BCE.

Les stratégies des entreprises en matière de fixation des prix sont cohérentes avec un éventail de théories concernant les « prix visqueux ». Les entreprises se sont vu soumettre plusieurs affirmations, chacune d'entre elles étant liée à une théorie différente de rigidité des prix, comme cela avait été fait à l'origine par Blinder dans son enquête (cf. le tableau ci-après). Le graphique E présente les scores de réponse par rapport aux scores (et au classement) observés dans l'enquête de Blinder, ainsi que par rapport aux résultats obtenus dans l'enquête réalisée par le réseau de recherche de l'Eurosystème sur la persistance de l'inflation (IPN) en 2005. Pour l'ensemble des entreprises, les rôles joués par la fixation du prix en fonction des coûts, les contrats (explicites ou implicites) et le défaut de coordination sembleraient les principales causes de la rigidité des prix. Pour les entreprises davantage orientées vers les consommateurs, avoir conscience que les clients s'attendent à ce que les prix restent globalement les mêmes (contrats implicites) et le fait de cibler des seuils psychologiques en matière de prix sont probablement des causes importantes expliquant la lenteur de l'ajustement des prix.

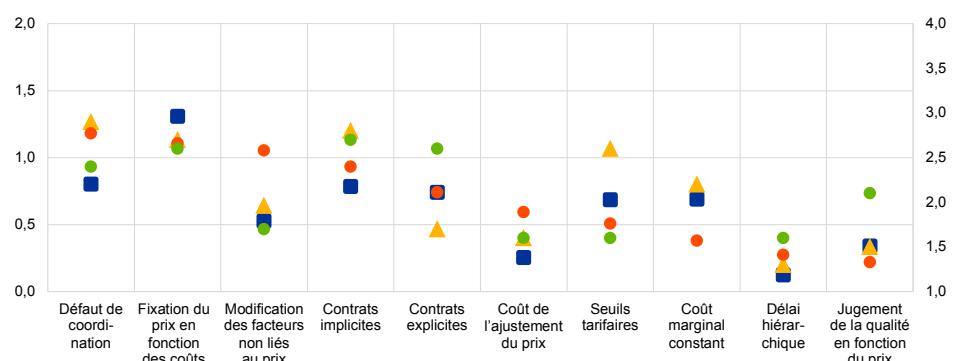
Théorie	Affirmation proposée dans l'enquête
Défaut de coordination	Nous hésitons à modifier les prix de crainte que nos concurrents ne fassent pas de même.
Fixation du prix en fonction des coûts	Nous augmentons les prix quand nous nous apercevons que le coût augmente.
Modification des facteurs non liés au prix	Nous préférons faire varier d'autres éléments de nos produits ou services (par exemple la garantie, le délai de livraison, le service clients) plutôt que de changer les prix.
Contrats implicites	Nous comprenons que nos clients s'attendent à ce que les prix restent globalement stables quel que soit l'environnement économique.
Contrats explicites	Nous avons des contrats qui limitent notre capacité à modifier les prix quand les coûts évoluent.
Coût de l'ajustement du prix	Il est coûteux pour nous de modifier les prix
Seuils tarifaires	Nous visons des gammes de prix qui influencent mieux la politique des prix.
Coût marginal constant	Nos coûts évoluent peu dans la mesure où nous augmentons la production et nous essayons de maintenir un bénéfice standard.
Délais hiérarchiques	Des délais au sein de notre organisation ralentissent les décisions en matière de fixation des prix.
Jugement de la qualité en fonction du prix	Nous ne baissons pas nos prix car nos clients pourraient interpréter cela comme une diminution de la qualité de notre produit ou service.

Graphique E

Comportement en matière de fixation des prix et causes possibles de la lenteur de l'ajustement des prix

(score moyen des réponses)

- Ensemble des entreprises (échelle de gauche)
- ▲ Sociétés dont les clients sont des consommateurs (*business-to-consumer*) (échelle de gauche)
- Enquête de Binder (1994) (échelle de droite)
- Enquête IPN de l'Eurosystème (2005) (échelle de droite)



Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Pour cette enquête de la BCE : 0 = pas important ; 1 = important ; 2 = très important. Pour l'enquête de Binder (1994) et l'enquête IPN de l'Eurosystème (2005) : 1 = totalement sans importance ; 2 = d'importance mineure ; 3 = modérément important ; 4 = très important. Les théories sont classées en fonction de leur score (du plus élevé au plus faible dans l'enquête de Binder (1994)). La théorie du « coût marginal constant » n'a pas été testée dans l'enquête IPN de l'Eurosystème (2005).

Article

1 Les évolutions des réserves de change des banques centrales et le cas de la BCE

Livia Chițu, Joaquim Gomes et Rolf Pauli

Cet article présente tout d'abord une revue des évolutions au niveau mondial de la taille, de l'adéquation et de la composition des réserves de change des banques centrales et se poursuit par un examen des réserves de change de la BCE.

Les raisons justifiant de détenir des réserves ont évolué au fil du temps et varient d'un pays à l'autre, de même que la taille et la composition de ces réserves. Les avis sur les mesures appropriées de l'adéquation des réserves ont également changé.

Les réserves de change mondiales ont fortement augmenté après la crise financière asiatique à la fin des années 1990, les marchés émergents accumulant des réserves importantes pour s'auto-assurer contre des chocs potentiels. Dans certains cas, l'augmentation des réserves a été une conséquence de stratégies de croissance tirée par les exportations. Même si les réserves de change mondiales ont été traditionnellement investies principalement dans des actifs financiers libellés en dollar, les avoirs sont devenus plus diversifiés ces dernières années, s'agissant tant des devises que des classes d'actifs.

La deuxième section de l'article décrit comment les réserves de change de la BCE sont investies compte tenu de l'objectif principal de leur gestion, qui est de garantir que l'Eurosystème dispose de liquidités suffisantes pour conduire, le cas échéant des opérations de change faisant intervenir des devises de pays hors UE. Le cadre d'investissement comprend trois niveaux de gouvernance correspondant à :

a) la stratégie d'investissement ; b) le positionnement tactique à moyen terme ; et c) la gestion quotidienne du portefeuille. La manière dont le cadre implique les banques centrales nationales (BCN) de l'Eurosystème dans la gestion active des réserves de change de la BCE est à la fois unique et complexe. Le présent article décrit cette approche active de la gestion des réserves, la concurrence interne entre les gestionnaires de portefeuille des BCN et la diversification des styles de gestion de portefeuille que le cadre favorise.

1 Les évolutions des réserves de change des banques centrales

Les réserves de change correspondent généralement aux avoirs qui sont immédiatement disponibles parmi les avoirs extérieurs sûrs des autorités monétaires. Ces autorités sont, en général, la banque centrale, le Trésor ou le ministère des Finances du pays concerné. Les réserves officielles totales correspondent à la définition la plus large des réserves internationales et incluent à la fois les réserves en devises et les réserves hors devises. Les réserves en devises, qui recouvrent les avoirs extérieurs généralement contrôlés par les autorités monétaires

nationales, sont composées de titres et de dépôts. Elles sont constituées par le biais de décisions relatives à la politique de change portant, par exemple, sur les interventions sur les marchés de change ou sur la gestion des portefeuilles de réserve. Ces interventions sont susceptibles d'impliquer des arbitrages entre les devises de libellé, les classes d'actifs et les échéances. L'autre composante des réserves officielles, qui représente généralement une part plus faible des réserves officielles totales, recouvre l'or monétaire et les créances sur les institutions financières internationales qui peuvent être rapidement converties en réserves de change. Il s'agit des droits de tirage spéciaux (DTS), de la position de réserve auprès du Fonds monétaire international (FMI) et des autres avoirs de réserve qui se composent de dérivés financiers, de prêts aux non-résidents non bancaires et d'une rubrique « autres ». Même si l'article se concentre sur la principale composante des réserves officielles totales, à savoir les réserves en devises, il contient également un encadré décrivant les évolutions de l'or¹⁶.

1.1 Principaux objectifs de la détention de réserves de change

Les réserves de change sont un élément important de la panoplie d'outils pour la politique macroéconomique. Plusieurs pays ont développé la pratique consistant à détenir des réserves de change au milieu du 19^e siècle afin d'y adosser leurs engagements et leur monnaie nationale, en complément de leurs réserves d'or et d'argent¹⁷. Depuis lors, les raisons de détenir des réserves en devises ont évolué au fil du temps et varient d'un pays à l'autre. L'une des utilisations possibles des réserves de change, commune aux économies avancées et aux économies de marché émergentes, consiste à leur permettre de conduire des interventions sur les marchés des changes, si cela est jugé nécessaire. Dans les économies de marché émergentes, les réserves de change sont utilisées à des fins plus variées.

Les réserves en devises sont généralement détenues à des fins opérationnelles classiques ainsi que pour des objectifs liés ou non à la précaution. Parmi les buts opérationnels classiques, il s'agit notamment de faciliter les paiements réguliers

¹⁶ Les avis concernant les actifs pouvant être considérés comme des réserves officielles ont évolué au fil du temps, le FMI fournissant un cadre harmonisé pour les déclarations de données par les banques centrales dans le monde entier. Depuis 2001, le FMI a publié des directives pour déclarer les données relatives aux réserves internationales et à la liquidité en devises. Selon la définition présentée dans la sixième édition du Manuel de la balance des paiements du FMI (MBP6), les avoirs de réserves sont les actifs extérieurs que les autorités monétaires contrôlent et dont elles peuvent disposer immédiatement pour répondre à des besoins de financement de la balance des paiements, pour intervenir sur les marchés des changes afin d'influer sur le taux de change ainsi que pour d'autres besoins connexes, comme maintenir la confiance dans la monnaie et dans l'économie et servir de base pour emprunter à l'étranger.

¹⁷ La Banque nationale de Belgique a été la première banque centrale à commencer à accumuler des actifs libellés en devises, qu'elle utilisait pour des interventions sur les marchés de change et d'autres opérations. D'autres banques centrales ont adopté cette pratique, car des actifs sûrs et liquides libellés dans une devise rapidement convertible en or, comme la livre sterling, le franc français ou le Deutsche Mark offraient des avantages par rapport à l'or lui-même, dans la mesure où ils permettaient d'économiser l'or, où leur approvisionnement ne dépendait pas de découvertes minières aléatoires et où ils étaient rémunérés (cf. Chitu (L.), Eichengreen (B.) et Mehl (A.), « *Mars or Mercury? The Geopolitics of International Currency Choice* », *Economic Policy*, juillet 2019, p. 1-44). Pour plus de détails concernant les origines et l'histoire des réserves de change, cf., par exemple, Chitu (L.), Eichengreen (B.) et Mehl (A.), « *How Global Currencies Work: Past, Present and Future* », Princeton University Press, Princeton, 2017.

liés à la dette internationale et aux importations effectués pour le compte du gouvernement ; de lisser les échéanciers de paiement ; de jouer le rôle de garantie pour alléger les contraintes de financement externes ; ou de soutenir la politique monétaire s'agissant des opérations de liquidité¹⁸. En ce qui concerne l'aspect précaution, les pays détiennent des réserves pour servir de coussin afin d'absorber les chocs de balance des paiements ou de s'auto-assurer contre eux, notamment les arrêts soudains (*sudden stops*) des flux de capitaux internationaux ; pour fournir des liquidités en devises aux banques lors des situations de crise ; et pour atténuer la volatilité sur les marchés des changes¹⁹. Dans les pays dont le taux de change n'est pas flottant, les réserves servent de coussin de sécurité pour couvrir les engagements monétaires. Les pays à taux de change flexible ont besoin d'avoirs de réserves moins importants, dans la mesure où le taux de change peut jouer le rôle d'un coussin de sécurité et aider à absorber les chocs externes. Toutefois, l'ajustement du taux de change peut également avoir des conséquences négatives, par exemple en cas d'asymétries de devises ou d'expositions en devises importantes dans le bilan extérieur d'un pays. Les réserves de change peuvent, dans ce cas, jouer un rôle stabilisateur dans la mesure où elles peuvent décourager les positions à sens unique lors des épisodes de tensions financières²⁰. D'autres études mettent en évidence des motifs non liés à la précaution ou des motifs mercantilistes, suggérant que les économies accumulent des réserves en devises pour empêcher l'appréciation de leur taux de change, le but étant de maintenir la compétitivité externe et de favoriser une croissance tirée par les exportations²¹.

S'agissant de la BCE, la détention de réserves de change a pour principal objectif de garantir que l'Eurosystème dispose de liquidités suffisantes pour conduire, le cas échéant, des opérations de change faisant intervenir des devises de pays hors UE. La valeur extérieure de l'euro n'est pas un objectif pour la BCE dans le cadre de son mandat²². Dans ce contexte, la BCE détient des réserves de change afin d'être capable d'intervenir sur le marché des changes, chaque fois que cela est nécessaire, pour éviter des conditions désordonnées sur les marchés qui pourraient avoir un impact négatif sur la stabilité des prix dans la zone euro et au niveau mondial. De telles conditions de marché se sont rarement produites depuis l'introduction de l'euro. Par conséquent, les réserves de change de la BCE n'ont été

¹⁸ Cf. également Jones (B.), « *Central Bank Reserve Management and International Financial Stability – Some Post-Crisis Reflections* » *IMF Working Paper* n° 18/31, 2018.

¹⁹ Le motif de précaution en vertu duquel les réserves agissent comme un coussin pour absorber les chocs transitoires affectant la balance des paiements a été proposé initialement par Heller (H.), « *Optimal international reserves* », *Economic Journal*, vol. 76, 1966, p. 296-311.

²⁰ Les pays dont les taux de change sont moins flexibles ont par conséquent tendance à détenir davantage de réserves (en proportion du PIB), même si les avoirs des pays ayant des régimes flexibles sont également élevés et ont augmenté depuis la crise financière mondiale (cf., par exemple, Cabezas (L.) et De Gregorio (J.), « *Accumulation of reserves in emerging and developing countries: mercantilism versus insurance* », *Review of World Economics*, juin 2019, p. 1-39 et De Gregorio (J.), Eichengreen (B.), Takatoshi (I.) et Wyplosz (C.), « *IMF Reform: The Unfinished Agenda* », *Geneva Reports on the World Economy*, 2018).

²¹ Pour plus de détails sur le mercantilisme financier et monétaire, cf., par exemple, Aizenman (J.) et Lee (J.), « *Financial versus Monetary Mercantilism: Long-run View of Large International Reserves Hoarding* » *The World Economy*, vol. 31, Issue 5, 2008.

²² La BCE suit les évolutions et fait un rapport sur le rôle international de l'euro sur une base annuelle. Pour plus de détails concernant le rôle international de l'euro, cf. le rapport de la BCE sur le rôle international de l'euro (« *ECB report on the international role of the euro, 2019* »).

utilisées pour financer des interventions qu'en septembre/novembre 2000 et en mars 2011²³.

1.2 Taille des réserves de change mondiales

Le total des réserves de change détenues au niveau mondial a atteint plus de 11 000 milliards de dollars fin 2018, soit dix fois plus que trente ans auparavant. Deux tiers environ des réserves de change mondiales sont détenues par les économies émergentes et en développement. Après la fin du système de Bretton Woods, les réserves de change mondiales ont fortement augmenté, en particulier dans les économies avancées, même si on s'attendait largement à ce que le passage à des taux de change flottants réduise l'intérêt de détenir des avoirs de réserves en devises²⁴. Après la crise asiatique, les économies de marché émergentes et les économies exportatrices de matières premières ont également commencé à accumuler d'importantes réserves en devises, la Chine représentant la plus grande part de cette hausse. Les économies exportatrices de matières premières ont enregistré une accumulation de réserves encore plus rapide après 2005, l'envolée des cours des matières premières ayant contribué à leurs importants excédents de balance des paiements. L'augmentation des réserves de change a été généralisée, les avoirs des économies avancées ayant également augmenté, quoique modestement. Les réserves de change mondiales ont continué de croître à la suite de la crise financière mondiale, certains pays étant réticents à recourir à leurs réserves, craignant, ce faisant, d'envoyer un signal négatif quant à d'éventuelles pressions sur le taux de change²⁵. Les évolutions plus récentes laissent penser que les réserves de change se sont stabilisées depuis 2015 (cf. graphique 1)²⁶.

Les travaux de recherche laissent penser que l'accumulation importante de réserves en devises par les marchés émergents depuis le nouveau millénaire a été déterminée à la fois par des motifs de précaution et par des motifs non liés à la précaution. La plupart des études fournissent deux explications principales. La première est que les motifs liés à la précaution encouragent les pays à détenir des

²³ Des informations supplémentaires sur les opérations de change de l'Eurosystème sont disponibles sur le site internet de la BCE ; cf. les communiqués de presse du 22 septembre 2019 (version française sur le site internet de la Banque de France) ; du 3 novembre 2000 et du 18 mars 2011.

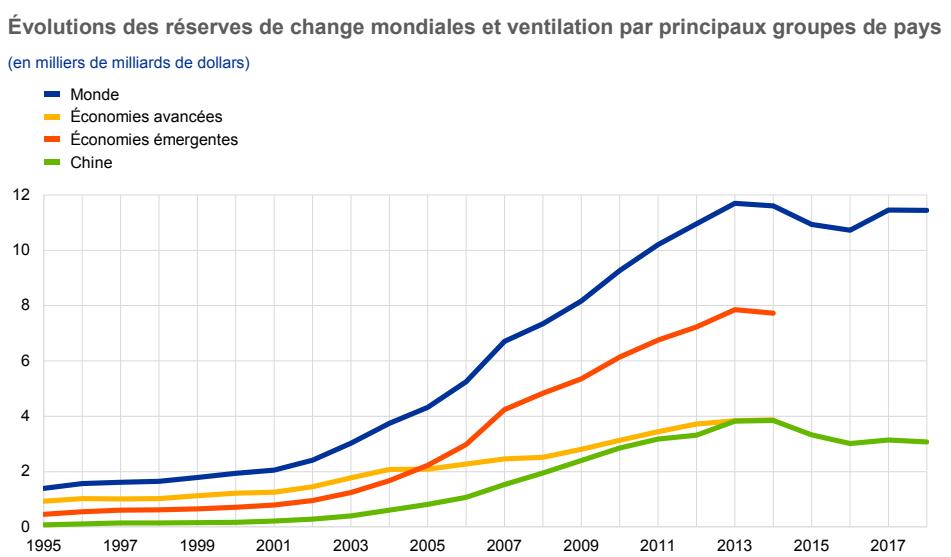
²⁴ Il a parfois été considéré que l'effondrement du système de Bretton Woods avait déclenché une modification de la demande de réserves et de la composition de celles-ci. La transition vers des taux de change flottants doit en théorie permettre aux pays d'économiser leurs réserves, dans la mesure où le taux de change peut absorber en partie les chocs externes (cf., par exemple, Frenkel (J.), « *International Reserves: Pegged Exchange Rates and Managed Float* » dans Karl Brunner and Allan Meltzer (eds.), *Public Policies in Open Economies, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 9, 1978, p. 111-140, ainsi que Chițu (L.), Eichengreen (B.) et Mehl (A.), « *Stability or upheaval? The currency composition of international reserves in the long run* », *IMF Economic Review*, 64(2), 2016, p. 354-380).

²⁵ Concernant la « peur de perdre des réserves internationales », cf. par exemple, Aizenman (J.) et Sun (Y.), « *The financial crisis and sizable international reserves depletion: From 'fear of floating' to the 'fear of losing international reserves'?* » *International Review of Economics and Finance*, Elsevier, vol. 24(C), 2012, p. 250-269.

²⁶ Des études mettent en évidence l'existence d'une rupture structurelle potentielle dans les déterminants des avoirs de réserve sur la période qui a suivi la crise financière qui justifierait cette tendance (cf., par exemple, Aizenman (J.), Cheung (Y.-W.) et Ito (H.) (2012), « *International reserves before and after the global crisis: Is there no end to hoarding?* », *Journal of International Money and Finance*, vol. 52, avril 2015, p. 102-126).

réserves en devises pour gérer des situations de tensions financières, principalement des arrêts soudains des flux de capitaux, comme évoqué dans la section 1.1. Les enseignements des crises financières de la fin des années 1990 ont conduit de nombreuses économies de marché émergentes à accumuler des réserves de change quand elles ont ouvert leurs économies au commerce et à la finance au niveau international. De plus, certaines économies asiatiques ont cherché à s'auto-assurer pour éviter d'avoir à solliciter l'assistance financière extérieure du FMI. D'autres études mettent en évidence des déterminants supplémentaires de l'accumulation de réserves liés à d'éventuelles vulnérabilités et défaillances du marché dans le système monétaire et financier international. Il s'agit notamment de l'incertitude relative à la disponibilité de la liquidité internationale lors d'une crise financière, de la volatilité des flux de capitaux ou des déséquilibres mondiaux²⁷. Toutefois, plusieurs études ont conclu que les motifs de précaution ne suffisaient pas, à eux seuls, pour expliquer l'ampleur de l'accumulation de réserves depuis les années 2000. Des motifs non liés à la précaution ou mercantilistes, les économies accumulant des réserves pour maintenir la compétitivité extérieure et doper les exportations, ont également joué un rôle important²⁸. Il existe toutefois également des coûts associés à l'accumulation des réserves, notamment lorsque celle-ci est excessive²⁹.

Graphique 1 Réserves de change mondiales



Sources : Base de données COFER du FMI, Haver Analytics et calculs de la BCE.

Note : La ventilation entre économies avancées et émergentes n'est plus disponible depuis que la Chine a commencé à déclarer des données pour la base COFER du FMI.

Dans le cas de la BCE, le total de ses avoirs de réserve, en incluant à la fois les réserves en devises et les réserves hors devises, représentait environ

²⁷ Pour une analyse, cf., par exemple, « *Reserve Accumulation and International Monetary Stability* », *IMF Policy Paper*, avril 2010.

²⁸ Cf., par exemple, Aizenman (J.) et Lee (J.), op.cit.

²⁹ Pour plus de détails sur ces coûts, cf., par exemple, Chitu (L.), « *Reserve accumulation, inflation and moral hazard: evidence from a natural experiment* », *Working Paper Series*, n° 1880, BCE, Francfort-sur-le-Main, janvier 2016.

68,6 milliards d'euros à fin 2018³⁰. Ces réserves comprennent 49 milliards d'euros environ en devises (dollar américain, yen japonais et renminbi chinois *onshore*) et environ 18,2 milliards d'euros en or, le reste des actifs étant détenus sous forme de DTS du FMI. Les réserves officielles ont été initialement transférées à la BCE par les BCN des États membres de l'UE ayant adopté l'euro³¹, proportionnellement à leur part dans la souscription au capital de la BCE³².

Fin 2018, l'Eurosystème considéré dans son ensemble détenait au total 719 milliards d'euros de réserves officielles, en incluant les réserves officielles de la BCE. Comme le montre ce chiffre, les BCN détiennent des réserves officielles supplémentaires importantes en plus de celles détenues par la BCE. Les BCN ont toute autonomie pour la gestion de leurs réserves officielles s'agissant de la répartition des actifs, du profil de risque/de rendement et du style de gestion et elles disposent d'objectifs d'investissement multiples pour les actifs. Alors que les réserves officielles de la BCE peuvent être considérées comme la tranche la plus liquide détenue par l'Eurosystème, qui serait utilisée comme premier gisement de réserves pour financer des interventions sur le marché des changes, les réserves officielles détenues par les BCN peuvent être vues comme des tranches d'investissement séparées et autonomes. Toutefois, conformément aux statuts du Système européen de banques centrales³³, une partie de ces réserves doit être rapidement disponible à des fins d'intervention dans un délai très court, si nécessaire. Le graphique 2 illustre l'évolution de ces réserves officielles, dont la valeur de marché a varié au fil du temps pour refléter les flux en entrée et en sortie, les revenus d'investissement ainsi que les fluctuations des prix de marché des investissements et des taux de change.

³⁰ Conformément au [formulaire type du FMI pour la déclaration des données relatives aux réserves internationales](#) publié chaque mois sur le site Internet de la BCE

³¹ Cela ressort de l'article 30.1 des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne qui prévoit que « la BCE est dotée par les banques centrales nationales d'avoirs de réserve de change, autres que les monnaies des États membres, d'euros, de positions de réserve auprès du FMI et de DTS [...] ». Le montant total de ces transferts avait été plafonné à l'équivalent de 50 milliards d'euros dans les Statuts d'origine mais a été porté depuis à 58 milliards, de nouveaux membres ayant rejoint le SEBC. Cf. l'orientation de la Banque centrale européenne du 3 novembre 1998, modifiée par [l'orientation du 16 novembre 2000](#) relative à la composition et à la valorisation des avoirs de réserve de change et aux modalités de leur transfert initial ainsi qu'à la dénomination et à la rémunération des créances équivalentes.

³² Des informations complémentaires sur la [souscription au capital](#) sont disponibles sur le site internet de la BCE.

³³ Cf. l'article 30.4 des [Statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne](#).

Graphique 2

Réserves officielles de la BCE et de l'Eurosystème

(en milliards d'euros, données mensuelles)

- Réserves officielles de la BCE, y compris l'or et les DTS (échelle de droite)
- Réserves officielles de l'Eurosystème, y compris l'or et les DTS (échelle de gauche)



Source : BCE

1.3 Adéquation des réserves de change

Plusieurs facteurs permettent de déterminer si le niveau des réserves de change peut être considéré comme approprié. Ces facteurs incluent notamment la raison de la détention de réserves et son coût ; le niveau du développement financier domestique ; la crédibilité de la politique monétaire et le régime de taux de change ; si l'économie est (officieusement) dollarisée ou euroisée ; son ouverture commerciale et financière ; et l'éventail d'instruments disponibles pour les opérations monétaires domestiques. Il n'existe donc pas de consensus dans la littérature économique sur une mesure unique de l'adéquation des réserves qui prendrait en compte toutes ces dimensions.

Plusieurs mesures de l'adéquation des réserves ont été développées au fil du temps. Elles mettent principalement l'accent sur le renforcement de la résilience d'un pays, notamment face à des inversions soudaines des flux de capitaux et ont ainsi tendance à se concentrer sur les économies émergentes et en développement.

En conséquence, elles peuvent être moins pertinentes pour les économies avancées. Une règle empirique classique concerne le nombre de mois durant lesquels les importations pourraient être maintenues si toutes les entrées financières en devises de réserve, provenant par exemple des revenus des exportations et du financement externe, se tarissaient. On considère généralement que les réserves doivent couvrir au moins trois mois d'importations.

Compte tenu des progrès de l'intégration financière au niveau mondial, une autre mesure qui est devenue largement utilisée est la « règle de Greenspan-Guidotti », selon laquelle les réserves doivent couvrir 100 % de la dette extérieure à court terme pour se protéger contre le risque de refinancement en cas d'interruption soudaine du

financement étranger³⁴. Plus récemment, il a été avancé que l'adéquation des réserves devait être jugée en relation avec les risques de ponctions tant externes qu'internes (« doubles ponctions ») – c'est-à-dire le risque que les sorties de capitaux ne reflètent pas seulement les retraits de capitaux par les non-résidents mais également le fait que les résidents cherchent à transférer des fonds hors du pays. En conséquence, les pays ayant des marchés financiers ouverts doivent détenir des réserves de change proportionnelles à la taille de leurs systèmes bancaires. Une mesure courante utilisée dans ce contexte établit que les réserves en devises doivent couvrir au moins 20 % de la monnaie au sens large pour prendre en compte les fuites de capitaux³⁵. Des approches plus récentes utilisent cependant des hypothèses de modélisation et des calibrages. Le FMI a également développé une mesure de l'adéquation des réserves pondérée des risques afin de rendre compte des pertes de réserves éventuelles dues à une baisse de la demande extérieure, à des chocs des termes de l'échange, au risque de refinancement ou au risque de fuite des capitaux, recouvrant ainsi les ponctions sur les réserves provenant de différentes sources³⁶. Mis à part ces mesures et ces modèles, les évaluations de l'adéquation des réserves ont souvent tendance, dans la pratique, à s'appuyer principalement sur des comparaisons avec les pairs les plus proches d'un pays, ce qui entraîne une compétition dans l'accumulation de réserves – le « problème de Machlup », cette volonté de surenchère constituant un motif pour accumuler des réserves. Cela peut alors amplifier l'accumulation de réserves ou dissuader les économies de puiser dans leurs réserves lorsque cela devient nécessaire³⁷.

Pour les économies avancées, en particulier celles qui émettent les principales monnaies de réserve, le besoin de détenir des réserves est moins pressant.

En raison de leur régime de changes flexibles, les mesures traditionnelles mentionnées précédemment, qui sont développées essentiellement pour les économies de marché émergentes, sont moins adaptées à l'évaluation de l'adéquation des réserves dans les économies avancées. Bien qu'il soit difficile d'évaluer le niveau optimal de réserves de change nécessaire pour mener des interventions efficaces sur les marchés des changes, des études récentes montrent que le volume moyen quotidien des interventions sur les marchés des changes (pour 33 économies émergentes et avancées) est compris entre 0,02 % et 0,05 % environ du PIB du pays, selon son régime de change (plus élevé pour les régimes

³⁴ Keynes a mentionné qu'il était recommandé de détenir des réserves suffisantes pour couvrir les ponctions externes dès 1930 dans son Traité sur la monnaie (Keynes, John Maynard, « *Treatise on Money* », Londres, 1930)

³⁵ Cf. Obstfeld (M.), Shambaugh (J.) et Taylor (A.), « *Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(2), 2010, p. 57-94. Le fait de disposer de réserves suffisantes pour couvrir les éventuelles « doubles ponctions » a été suggéré par Henry Thornton au 19^e siècle (en 1802).

³⁶ Ainsi, la mesure pondérée des risques du FMI est une fonction des exportations, de la dette à court terme et à long terme et de la monnaie au sens large. Les pondérations relatives attribuées à ces variables sont fondées sur les sorties de capitaux observées en provenance des marchés émergents au cours des périodes de tensions sur les marchés de change. La mesure prend également en compte le régime de taux de change et si des contrôles des capitaux sont en vigueur. Pour plus de détails, cf. « *Assessing Reserve Adequacy* », *IMF Policy Paper*, février 2011.

³⁷ Cf., par exemple, Cheung (Y.) et Qian (X.), « *Hoarding of International Reserves: Mrs Machlup's Wardrobe and the Joneses* », *Review of International Economics*, vol. 17 (4), 2009, p. 824-843 et Eichengreen (B.), « *Global Monetary Order* », dans Vitor Constâncio et Philipp Hartmann (eds.), *The Future of the International Monetary and Financial Architecture, ECB Forum on Central Banking, Conference Proceedings*, 2016.

assortis de marges de fluctuation étroites, et moins élevé pour les régimes de changes flexibles). Dans un régime de changes flexibles, le taux de réussite, d'après le scénario de référence, des interventions sur les marchés des changes est de 60 % environ, si l'on considère l'objectif souhaité de l'intervention comme identifié³⁸.

Le rôle de signal de la politique suivie et l'existence d'accords de financement sont également des facteurs pertinents lorsqu'on considère le montant de réserves nécessaire pour permettre aux économies avancées de mener des interventions de change efficaces. Dans la plupart des économies avancées, le taux de change n'est pas une cible de politique monétaire, mais plutôt une variable endogène qui influe sur la (les) principale(s) variable(s) ciblée(s) par la politique monétaire (les anticipations d'inflation, par exemple). Par conséquent, les interventions de change et la communication correspondante doivent généralement être cohérentes avec les principaux objectifs de la politique monétaire. Lorsqu'une banque centrale annonce publiquement ses interventions, cela renforce le message général qu'elle souhaite transmettre au sujet de sa politique monétaire, ce qui est susceptible de réduire le besoin effectif d'opérations de marché. On constate que l'intervention de change est plus efficace si elle s'accompagne d'une intervention orale, notamment en période de turbulences³⁹. En outre, les économies avancées ont probablement plus facilement accès à d'autres modes de financement de leurs éventuelles interventions de change. Elles peuvent par exemple recourir aux swaps de change, ce qui évite de puiser immédiatement dans les réserves de change. Dans le cas spécifique de l'Eurosystème, la BCE a la possibilité, lorsque cela est nécessaire, d'appeler les BCN à augmenter leurs avoirs de réserve⁴⁰.

1.4 Les évolutions générales de la composition par devises des réserves de change mondiales

Les réserves en devises mondiales sont principalement investies dans des actifs financiers libellés en dollar américain, l'euro étant la deuxième monnaie de réserve la plus utilisée. Le dollar demeure la principale monnaie d'émission des actifs sûrs, tout particulièrement sur le marché, large et liquide, des bons du Trésor américain. Sur la base des données COFER (*Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*) du FMI⁴¹, à taux de change constants, la part du dollar dans les avoirs de réserves de change publiés à l'échelle mondiale était de 62 % fin 2018, contre 69 % en 2007 (c'est-à-dire immédiatement avant la crise financière

³⁸ Cf., par exemple, Fratzscher (M.), Gloede (O.), Menkhoff (L.), Sarno (L.) et Stoehr (T.), « *When is Foreign Exchange Intervention Effective? Evidence from 33 Countries* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11(1), 2019, p. 132-156. Les auteurs utilisent trois critères pour évaluer le succès des interventions de change en général : a) la capacité de l'intervention à faire changer de direction le taux de change (critère « événement ») ; b) la capacité à lisser la trajectoire du taux de change (critère de « lissage ») ; et c) la capacité de l'intervention à stabiliser le taux de change afin de le maintenir dans une marge de fluctuation étroite (critère de « stabilisation »). Dans les régimes de changes flexibles, le taux de réussite du scénario de référence est fondé principalement sur le critère « événement ».

³⁹ Cf., par exemple, Fratzscher *et al.* 2019, *op.cit.*

⁴⁰ Conformément à l'article 30.4 des *statuts du SEBC et de la BCE*.

⁴¹ En 2015, la Chine a commencé à déclarer la composition de ses réserves en devises à la base de données COFER du FMI. Étant donné la taille importante de ces réserves, leur intégration à la base de données COFER du FMI a pu avoir un impact notable sur les parts relatives des monnaies de réserve.

mondiale) et 71 % en 1999 au début de l'Union économique et monétaire. L'euro représentait 20 % environ des réserves de change mondiales fin 2018, contre 22 % en 2007 et 19 % en 1999⁴²⁴³.

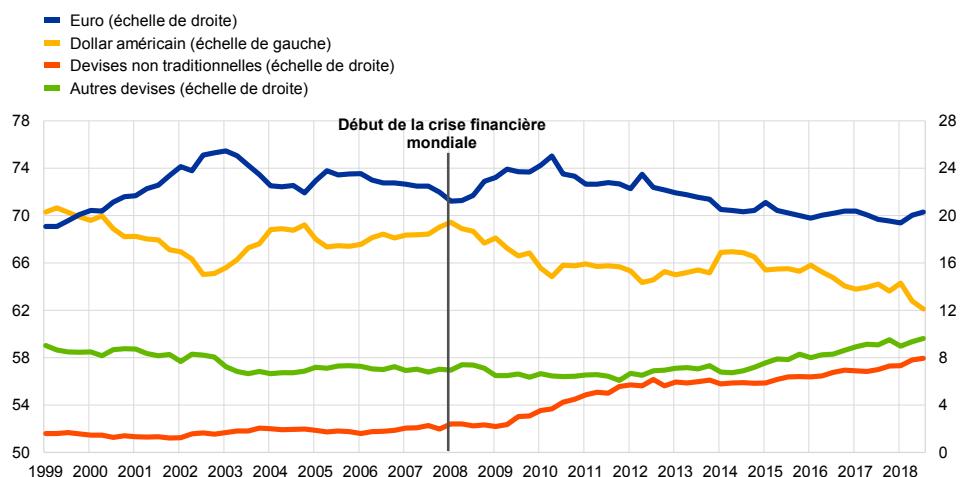
Ces dernières années, les gestionnaires de réserve à l'échelle mondiale ont diversifié leurs portefeuilles en faveur de monnaies de réserve non traditionnelles, y compris le renminbi chinois. Avant la crise financière mondiale, le dollar et l'euro représentaient à eux deux presque 90 % des avoirs de réserve en devises. Depuis la crise, cependant, la part des monnaies de réserve non traditionnelles, telles que le dollar canadien, le dollar australien et le renminbi chinois a augmenté de façon notable. Les monnaies de réserve non traditionnelles représentent aujourd'hui presque 8 % des réserves de change mondiales publiées, contre moins de 2 % avant 2007. Fin 2018, la part du renminbi chinois a atteint près de 2 % des réserves en devises mondiales, soit deux fois plus que début 2017 (cf. graphique 3).

Graphique 3

Composition par devises des réserves en devises mondiales

Évolution des parts de l'euro, du dollar, des devises non traditionnelles et des autres devises dans les avoirs de réserve de change officiels à l'échelle mondiale

(en pourcentage ; à taux de change constants du T4 2018)



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

Notes : Les devises non traditionnelles recouvrent le dollar australien, le dollar canadien, le renminbi chinois et les autres devises non comprises dans le panier de DTS. Les devises autres que le dollar, l'euro et les devises non traditionnelles correspondent essentiellement au yen japonais, à la livre sterling et au franc suisse.

⁴² Pour de plus amples détails concernant le rôle international de l'euro, cf. « *ECB report on the international role of the euro, 2019* ». Pour de plus amples détails concernant le rôle international des monnaies et sur la progression du dollar, cf., par exemple, Chiù (L.), Eichengreen (B.) et Mehl (A.), « *How Global Currencies Work: Past, Present and Future* », Princeton University Press, Princeton, 2017 et Chiù (L.), Eichengreen (B.) et Mehl (A.), « *When did the dollar overtake sterling as the leading international currency? Evidence from the bond markets* », *Journal of Development Economics*, vol. 111, novembre 2014, p. 225-245.

⁴³ S'agissant du statut de monnaie de réserve internationale, une question fait largement débat : la demande d'actifs sûrs et liquides de la part des investisseurs officiels étrangers améliore-t-elle ou non les conditions de financement pour l'État émetteur de cette monnaie ? Pour une vue d'ensemble des travaux académiques sur ce sujet et une analyse empirique des éléments permettant de constater ces effets, cf. Gräßl (J.), Kostka (T.) et Quint (D.), « *Quantifying the ‘exorbitant privilege’ – potential benefits from a stronger international role of the euro* », dans « *ECB report on the international role of the euro, 2019* ».

Selon de récentes données empiriques et données de recherche, les considérations géopolitiques peuvent également avoir un impact sur les décisions relatives à la gestion des réserves. Des données provisoires montrent que les craintes relatives aux tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis, le Brexit et les sanctions unilatérales peuvent favoriser la diversification des réserves en faveur d'autres devises et catégories d'actifs⁴⁴ ⁴⁵. Il est toutefois difficile d'évaluer les considérations spécifiques qui motivent les décisions des détenteurs de réserves officielles, notamment en raison des informations publiques limitées sur la composition en devises des portefeuilles de réserves des banques centrales⁴⁶. Outre des données empiriques, des études récentes sur le rôle des considérations économiques et géopolitiques dans la composition en devises des réserves de change font apparaître des éléments en faveur des deux⁴⁷.

Les réserves officielles de la BCE sont actuellement investies en dollar américain, en yen japonais, en renminbi chinois, en or et en DTS. La composition en devises des réserves officielles de la BCE reflète des considérations de politique de change, en d'autres termes, la capacité à mener et à financer des interventions efficaces en euro face aux autres grandes devises. De ce point de vue, le dollar américain et le yen japonais sont les deux principales devises d'intervention (cf. graphique 4). Le renminbi chinois a été ajouté en 2017 après son inclusion dans le panier du DTS en 2016 et compte tenu de son rôle accru en tant que monnaie internationale et de l'importance de la Chine, qui est l'un des principaux partenaires commerciaux de la zone euro⁴⁸. Lorsque la BCE participe à des opérations de change afin d'ajuster la composition des réserves de change, c'est pour garantir le respect du *Foreign Exchange Global Code* (FXGC)⁴⁹. Le FXGC est un ensemble de principes de bonnes pratiques sur le marché des changes, qui a été élaboré dans le but de fournir un code de conduite commun visant à promouvoir l'intégrité et le fonctionnement efficace des opérations de gros sur le marché des changes⁵⁰.

⁴⁴ Cf. « HSBC Reserve Management Trends 2019 », *Central Banking Publications*, 29 avril 2019. L'enquête auprès de 80 gestionnaires de réserves de banque centrale (6 900 milliards de dollars) montre que près des trois quarts des participants considèrent les tensions commerciales internationales comme étant le problème, ou le deuxième problème, le plus urgent auquel ils doivent faire face en 2019. 80 % des participants à l'enquête considèrent que les forces géopolitiques influent sur la ventilation en devises des réserves de change officielles.

⁴⁵ On peut citer l'exemple de la Russie, l'un des principaux détenteurs de réserves au monde qui, à la suite des nouvelles séries de sanctions imposées par les États-Unis, a cédé environ 100 milliards de dollars de réserves libellées en dollar et acquis presque 90 milliards de dollars d'actifs libellés en euro et en renminbi chinois au deuxième trimestre 2018. Avec une part de 32 %, l'euro est devenu la principale devise dans laquelle sont libellés les avoirs de réserves de change de la Russie, devant le dollar et le renminbi chinois (22 % et 15 %, respectivement). Pour de plus amples détails, cf. également « *ECB report on the international role of the euro* ».

⁴⁶ Dans l'enquête mentionnée précédemment, à peine plus d'un tiers des participants estiment que les forces géopolitiques auront une incidence directe sur leur propre ventilation et la presque totalité des participants ont indiqué que le dollar « demeurait la monnaie refuge ».

⁴⁷ Pour une analyse quantitative du rôle des considérations économiques et géopolitiques dans la composition en devises des réserves, cf., par exemple, Chitu (L.), Eichengreen (B.) et Mehl (A.), « *Mars or Mercury? The Geopolitics of International Currency Choice* », *Economic Policy*, juillet 2019, p. 1-44.

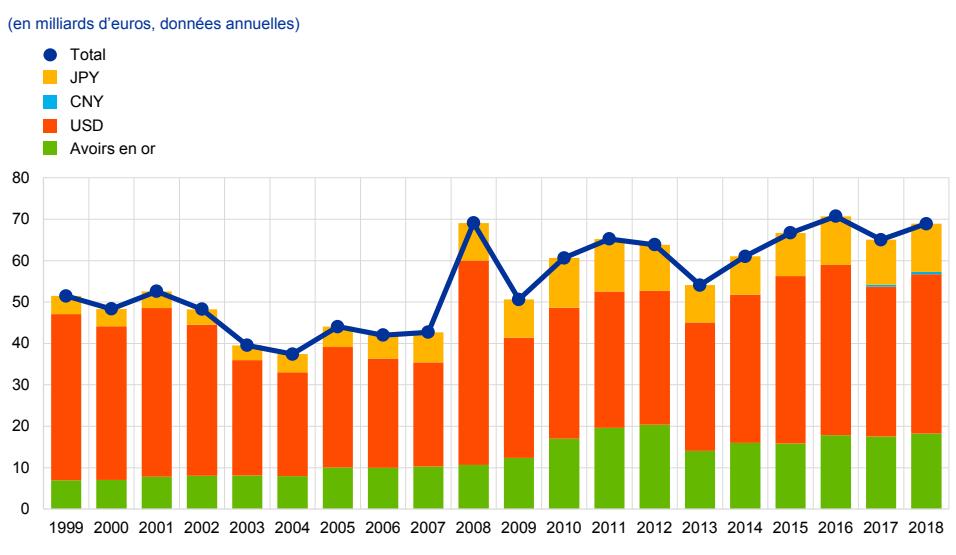
⁴⁸ Cf. le [communiqué de presse](#).

⁴⁹ Toutes les banques centrales du Système européen de banques centrales (SEBC) s'engagent fermement à soutenir et promouvoir le respect du FXGC. Cf. le [communiqué de presse](#) sur le sujet.

⁵⁰ S'agissant des banques centrales, le FXGC s'applique à l'ensemble des opérations de marché en devises, à l'exception de celles qui nuisent à l'accomplissement de leurs missions fondamentales. Cf. le [FXGC](#).

Les avoirs en or de la BCE représentent actuellement 26 % environ de ses réserves officielles totales, au lieu de 15 % en 1999. Cette augmentation résulte de la hausse significative du prix de l'or au cours des vingt dernières années. En pourcentage des réserves totales, les avoirs en or de la BCE représentent une part globalement similaire à celles de nombreuses autres banques centrales d'économies avancées. L'encadré 1 examine les principales évolutions du marché de l'or durant les vingt années d'accords sur les avoirs en or des banques centrales (*Central Bank Gold Agreements – CBGA*).

Graphique 4
Composition des réserves officielles de la BCE



Source : BCE.

Encadré 1

Le marché de l'or durant les vingt années d'accords sur les avoirs en or des banques centrales

Ludovit Kutnik et Etienne Port

Le dernier accord sur les avoirs en or des banques centrales a pris fin en septembre 2019, après vingt années d'accords de ce type. Les signataires de ces accords comprennent l'Eurosystème et les banques centrales de Suède, de Suisse et – initialement – du Royaume-Uni. Le premier accord sur les avoirs en or des banques centrales⁵¹ a été mis en place en 1999 pour une période de cinq ans, lorsque les craintes d'un impact négatif du manque de coordination des cessions d'or par les banques centrales sont apparues et se sont accentuées sur le marché de l'or. Les accords sur les avoirs en or des banques centrales avaient pour objet de contribuer à la stabilisation du marché de l'or en atténuant ces craintes, en allégeant les pressions à la baisse sur les prix de l'or, et en favorisant des conditions d'offre et demande plus équilibrées grâce à la limitation et à la coordination des cessions d'or par les banques centrales. L'accord a été renouvelé à trois reprises, pour une période de cinq ans à chaque fois. Les termes des deux derniers accords sont devenus de moins en moins contraignants, reflétant l'amélioration des conditions sur le marché de

⁵¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1999/html/pr990926.en.html>

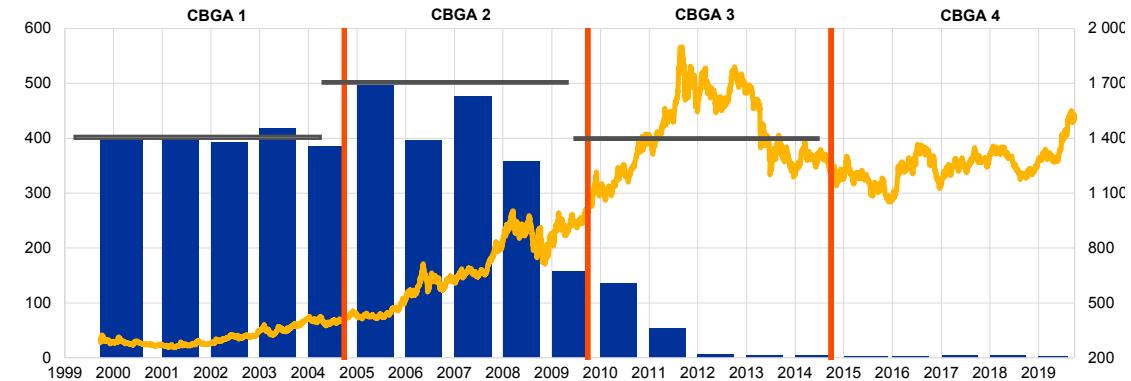
l'or. Cette évolution des termes de l'accord s'est traduite essentiellement par un ajustement des quotas de cession des signataires et par un assouplissement des contraintes relatives à l'utilisation des dérivés (cf. graphique A). Sur l'ensemble de la période des accords sur les avoirs en or des banques centrales depuis 1999, le prix de l'or a été multiplié par cinq environ. L'impact du marché sur les prix de l'or dans les annonces d'accords sur les avoirs en or, y compris celle faite le jour où le dernier accord a pris fin, a été négligeable, à l'exception de la première annonce, qui était une nouveauté et une surprise.

Graphique A

Cessions d'or par les signataires des accords sur les avoirs en or et évolutions des prix de l'or

(en tonnes ; en dollar par once troy)

- Cessions dans le cadre des accords sur les avoirs en or des banques centrales (échelle de gauche)
- Limites fixées dans les accords sur les avoirs en or des banques centrales (échelle de gauche)
- Prix de l'or (échelle de droite)



Sources : Statistiques financières internationales du Fonds monétaire international, BCE, Bloomberg.

Note : Les lignes verticales représentent les dates d'expiration des accords successifs.

Depuis 1999, le marché de l'or s'est développé et dispose d'une maturité suffisante en termes de liquidité et de base d'investisseurs⁵². La structure du marché de l'or diffère de celle d'autres actifs financiers, l'or pouvant être utilisé non seulement à des fins d'investissement mais également pour une utilisation concrète. À l'époque du premier accord sur les avoirs en or des banques centrales, la diversité de la demande d'or physique était faible et concentrée sur les bijoux, et la contribution du secteur officiel à la demande était négative. Au fil du temps, les innovations de l'ingénierie financière ont facilité l'utilisation de l'or comme instrument financier, grâce au développement des produits négociés en bourse (*exchange-traded products – ETP*) indexés sur le prix de l'or et adossés à de l'or physique. Ces véhicules d'investissement flexibles et liquides ont contribué à élargir l'éventail d'investisseurs en permettant aux fonds grand public et aux fonds de pension d'acquérir plus facilement une exposition sur l'or⁵³. C'est durant et après la crise financière mondiale que la diversité de la demande d'or a le plus sensiblement augmenté, sous l'effet initialement d'une hausse de l'investissement de détail en barres d'or, puis également de la demande du secteur officiel. Plus récemment, les sources de demande ont continué d'être variées et globalement stables (cf. graphique B). La plus forte participation des investisseurs sur le marché de l'or depuis le premier accord sur les avoirs en or se reflète dans la négociation de produits d'or et de

⁵² Comparaison entre les conditions actuelles et celles qui prévalaient en 1999, au moment de l'introduction initiale des accords sur les avoirs en or.

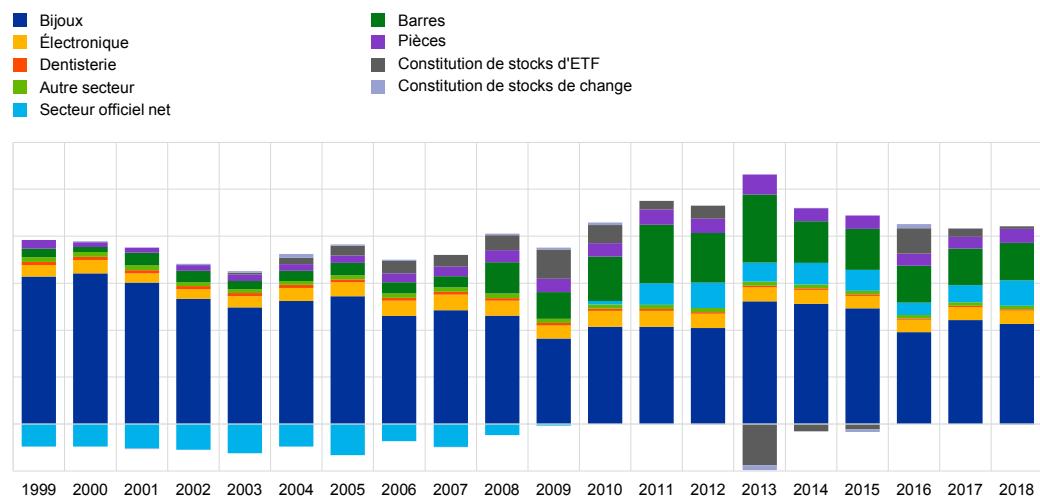
⁵³ Fin 2018, les investissements, adossés à l'or, en fonds négociés en bourse (*exchange-traded funds – ETF*) s'élevaient à 2 300 tonnes environ, d'après les données GFMS de Thomson Reuters.

dérivés, aussi bien sur les marchés organisés que sur les marchés de gré à gré⁵⁴. La liquidité du marché et sa capacité à absorber des transactions de volume important sur l'or se sont améliorées de façon continue, réduisant ainsi le besoin de recourir à des accords sur les avoirs en or.

Graphique B

Structure de la demande d'or

(en tonnes)



Sources : Thomson Reuters (GFMS), BCE.

Les banques centrales et les autres institutions officielles sont devenues acheteuses nettes d'or au cours de la décennie actuelle, principalement sous l'effet de la demande des marchés émergents. Le tournant s'est produit vers l'époque de la crise financière mondiale lorsque, après des années de cessions nettes, la contribution du secteur officiel à la demande globale d'or est devenue positive, s'accompagnant d'une stabilisation des avoirs en or des signataires des accords et de nouveaux achats par d'autres banques centrales. Plusieurs facteurs ont favorisé ce regain d'intérêt pour l'or, principalement de la part des économies en développement⁵⁵ (cf. graphique C).

Premièrement, l'or a bénéficié de son statut de valeur-refuge ayant la capacité de préserver la richesse sur le long terme sans risque de défaut. Deuxièmement, l'or offre des avantages de diversification du point de vue de la gestion de portefeuille car il présente en général une faible corrélation avec d'autres actifs, mais une corrélation positive avec l'inflation et une corrélation négative avec les rendements obligataires réels et les évolutions du dollar. On peut citer d'autres facteurs favorables comme l'environnement de taux d'intérêt bas, voire négatifs, dans les pays des principales monnaies de réserve, la redéfinition du paysage géopolitique mondial et les efforts des autorités de certains pays d'adosser la monnaie nationale à des actifs physiques.

⁵⁴ Par exemple, le volume moyen de négociation de contrats à terme sur l'or au COMEX a augmenté à de multiples reprises au cours des vingt dernières années (d'après Bloomberg), et le volume net de transferts d'or (exprimés en dollar) sur le Loco London réglés entre les cinq membres compensateurs de London Precious Metals Clearing Limited (LPMCL) a augmenté plusieurs fois durant la même période (d'après les statistiques relatives à la compensation fournies par la London Bullion Market Association – LBMA).

⁵⁵ D'après le Conseil mondial de l'or, deux pays, la Chine et la Russie, représentent plus des deux tiers des acquisitions totales nettes d'or par le secteur officiel depuis 2009.

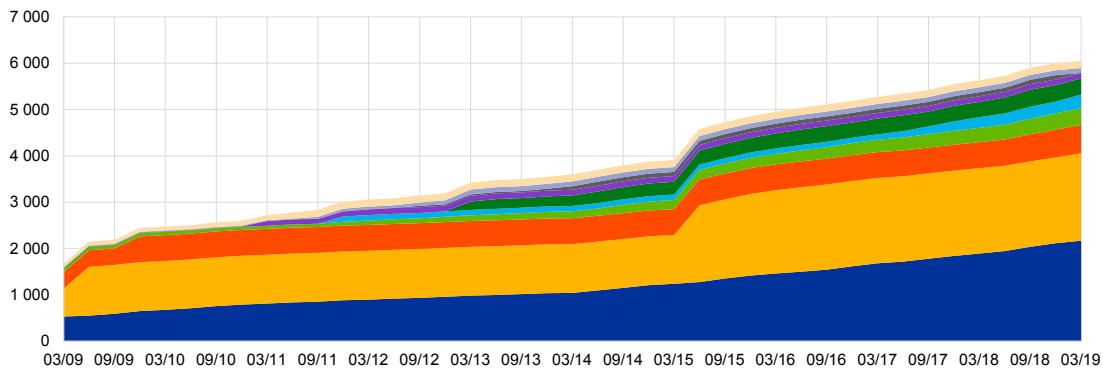
Graphique C

Avoirs en or d'une sélection de banques centrales

(en tonnes)

Russie
Chine
Inde
Kazakhstan
Turquie

Ouzbékistan
Mexique
Irak
Corée du Sud
Thaïlande



Sources : Conseil mondial de l'or, BCE.

S'agissant du fonctionnement du marché et de la gouvernance du marché de l'or, un certain nombre d'initiatives ont été prises afin de promouvoir « un marché robuste, équitable, efficace et suffisamment transparent ». Premièrement, la London Bullion Market Association (LBMA)⁵⁶ a publié un code (*Global Precious Metals Code*) qui a été adopté par les principaux intervenants sur le marché des métaux précieux⁵⁷. Le code définit les meilleures pratiques attendues des intervenants sur le marché de gros OTC mondial pour les métaux précieux. Sa performance de ce point de vue est analogue à celle du FXGC pour le marché des changes. Deuxièmement, afin de favoriser une plus grande transparence, la LBMA a commencé à publier de nouvelles données relatives aux opérations⁵⁸ ainsi que d'autres statistiques relatives au marché des métaux précieux.

2 La gestion des réserves de change de la BCE

Le cadre d'investissement pour la gestion des réserves de change de la BCE est conçu pour garantir qu'elles soient rapidement disponibles à des fins de politique monétaire⁵⁹.

⁵⁶ <http://www.lbma.org.uk/global-precious-metals-code>

⁵⁷ La LBMA a publié le code en mai 2017 et, le 1^{er} juin 2018, tous les membres de l'association avaient signé une déclaration d'engagement.

⁵⁸ Les nouvelles données relatives aux opérations sont plus granulaires et déclarées à une fréquence plus élevée.

⁵⁹ Pour une vue d'ensemble des cadres de gestion des réserves de banque centrale, cf., par exemple, Jones (B.), « *Central Bank Reserve Management and International Financial Stability - Some Post-Crisis Reflections* », IMF Working Paper, 18/31, 2018.

2.1 De l'objectif principal aux principes d'investissement concrets

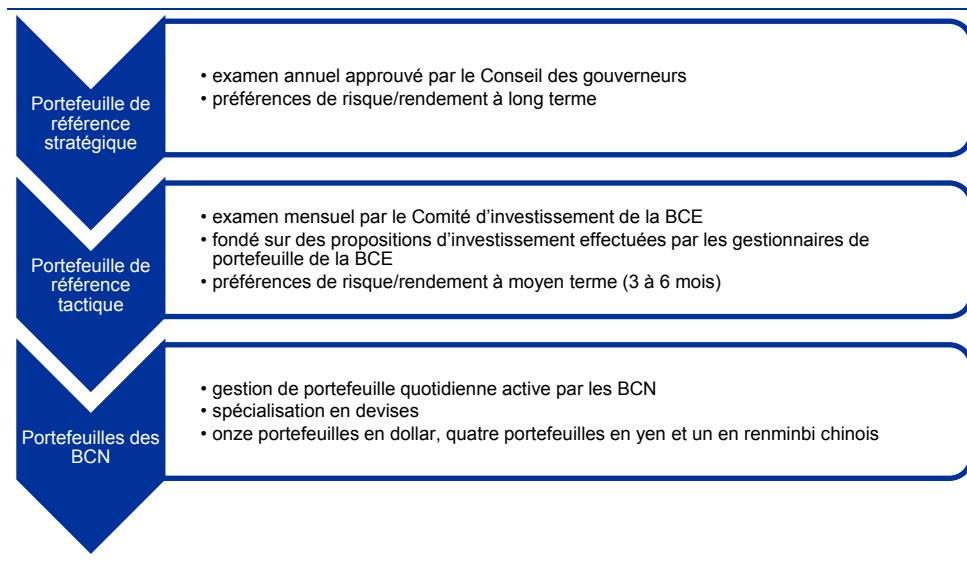
Dans le cadre de la gestion du portefeuille des réserves de change de la BCE, les grands principes qui régissent l'investissement sont, par ordre d'importance, la liquidité, la sécurité et le rendement. La liquidité des investissements est prioritaire pour la réalisation de l'objectif principal des réserves de change de la BCE, qui est de garantir qu'à tout moment, la BCE, puisse, le cas échéant conduire des opérations de change. Cela signifie qu'il doit être possible de convertir le portefeuille en soldes de trésorerie dans un court laps de temps et au moindre coût. Pour y parvenir, une part importante des réserves de change est investie en obligations d'État américaines et japonaises d'une durée résiduelle relativement courte. Ces titres sont considérés comme les instruments les plus liquides disponibles dans leurs devises respectives. En outre, la solvabilité élevée des émetteurs et la duration relativement courte des portefeuilles répondent au second principe d'investissement : la préservation du capital des réserves de change de la BCE. Dans le respect des principes de liquidité et de sécurité, le cadre d'investissement vise à maximiser les rendements des placements. À cette fin, l'Eurosystème : a) applique une gestion de portefeuille active comportant des incitations à utiliser un budget de risque alloué ; et b) permet d'utiliser des instruments d'investissement qui apportent un écart de rendement par rapport aux obligations d'État ou facilitent l'expression des objectifs d'investissement. Ils comprennent les obligations émises par des institutions supranationales et par des agences, les contrats à terme sur le marché monétaire et sur des obligations, les dépôts des banques commerciales, les opérations de mise en pension et de prise en pension, les swaps de couverture du risque de change et les swaps de taux d'intérêt. Les investissements dans chacun de ces instruments sont soumis à des limites de gestion du risque.

2.2 La structure organisationnelle de la gestion des réserves de change

La gestion des réserves de change de la BCE est organisée en trois niveaux : a) un portefeuille de référence stratégique ; b) un portefeuille de référence tactique ; et c) la gestion de portefeuille quotidienne par les BCN (figure 1). La principale justification de cette structure à trois niveaux est qu'elle garantit que les investissements sont effectués conformément aux préférences en matière de risque rapporté au rendement à long terme du Conseil des gouverneurs, tout en offrant la flexibilité nécessaire pour bénéficier activement des opportunités d'investissement sur un horizon de placement plus court.

Figure 1

Les trois niveaux de la gestion des réserves de change de la BCE



Source : BCE.

Le portefeuille de référence stratégique est conçu pour refléter les préférences de la BCE en matière de risque/rendement à long terme, compte tenu des principes de liquidité et de sécurité. L'allocation de référence stratégique repose sur un cadre de modélisation développé en interne, qui traduit les préférences de la BCE en matière de risque/rendement dans une fonction à objectifs multiples intégrant les principes d'investissement présentés dans la section 2.1. Le processus d'optimisation du portefeuille de la BCE pour la référence stratégique est constitué de deux composantes. Une composante « tout-au-long-du-cycle » identifie une répartition efficace des portefeuilles fondée sur les anticipations des risques et des rendements à long terme au cours du cycle économique. Une composante « ponctuelle » complète la perspective à long terme en réévaluant l'utilité de portefeuilles efficaces tout au long du cycle, en tenant compte de variables financières et de la situation actuelle et prévue de l'économie. Lorsque le Conseil des gouverneurs a approuvé les principales caractéristiques des portefeuilles de référence stratégiques (par exemple, duration modifiée, répartition par tranches d'échéances et par catégories d'actifs) pour chaque devise, l'unité de la BCE en charge de la gestion du risque convertit ces caractéristiques en portefeuille de placements, fournissant des informations détaillées sur le niveau de sécurité.

Le portefeuille de référence tactique est le premier niveau d'action visant à dépasser la référence stratégique. Il est conçu pour permettre d'ajuster les caractéristiques risque/rendement de la référence stratégique sur la base d'objectifs d'investissement à moyen terme (trois à six mois), compte tenu des conditions du marché financier et de la situation macroéconomique du moment. Le degré de liberté pour l'expression de ces objectifs est défini dans les orientations internes en matière de placement, tandis que la responsabilité de la gestion de la référence tactique est confiée à un Comité d'investissement (*Investment Committee – ICO*). Les membres de ce comité proviennent des unités de la BCE chargées des placements, de la gestion du risque et de la conformité.

L'ICO examine et évalue les propositions des gestionnaires de portefeuille de la BCE et soumet chaque mois les recommandations finales à l'approbation du Directoire. Pour en donner un exemple concret, l'analyse des perspectives économiques, des évolutions de la politique monétaire, de la valorisation des marchés obligataires et d'autres variables pertinentes pourrait amener les gestionnaires de portefeuille de la BCE à anticiper une augmentation des rendements de l'un des marchés obligataires concernés au cours des trois à six prochains mois. La hausse des rendements impliquerait une baisse de la valeur des obligations. Cette anticipation pourrait amener les gestionnaires de portefeuille à proposer à l'ICO d'ajuster la référence de telle sorte que la référence tactique exclue certaines des obligations comprises dans la référence stratégique. Au contraire, la référence tactique pourrait détenir une part plus importante des fonds investis dans les placements à court terme sur le marché monétaire, réduisant ainsi la sensibilité au taux d'intérêt de la référence tactique par rapport à la référence stratégique. Si l'ICO et le Directoire acceptent cette proposition, l'ajustement sera effectué. La modification apportée à la référence tactique sera ensuite communiquée aux gestionnaires de portefeuilles des BCN avec un certain délai pour leur permettre de préparer la mise en œuvre de cet ajustement de la référence dans les portefeuilles réels.

La gestion du portefeuille de la BCE par les BCN constitue le deuxième niveau d'action, avec une évaluation par rapport à la référence tactique des rendements des investissements. À la différence des références stratégique et tactique constituées en interne, la gestion effective des portefeuilles d'investissement est organisée de manière décentralisée au sein de l'Eurosystème. Suivant les règles fixées par une orientation régissant la gestion par les BCN des réserves de change de la BCE, les BCN agissent en qualité d'agents de la BCE. Lorsque les BCN effectuent des opérations relatives aux réserves de change de la BCE, elles communiquent leur statut de mandataire à leurs contreparties avant de conclure des transactions, la BCE agissant comme le principal pour toutes les contreparties. L'Eurosystème dispose d'un groupe de travail dédié qui examine régulièrement toutes les questions relatives au cadre de gestion des réserves de change et à la gestion effective des réserves de change de la BCE.

Toutes les BCN qui gèrent un portefeuille pour la BCE ont un mandat identique pour gérer les réserves avec prudence de manière à maximiser leur valeur dans le cadre d'investissement interne décidé par le Conseil des gouverneurs. Les BCN peuvent prendre et mettre en œuvre des décisions d'investissement sur une base journalière, en appliquant l'horizon de placement qui convient le mieux à leur style d'investissement préféré (cf. section 2.3).

Les réserves de change de la BCE sont actuellement réparties entre onze portefeuilles en dollar des États-Unis, quatre portefeuilles en yen japonais et un portefeuille en renminbi chinois. Cette répartition reflète une spécialisation des BCN en fonction des devises. Lors de l'introduction de l'euro, toutes les BCN étaient encore présumées gérer des portefeuilles en dollar et en yen proportionnellement à leur part dans la clé de répartition du capital de la BCE. Cependant, en 2006, un dispositif de spécialisation selon les devises a été mis en place. Ce dispositif prévoyait que les BCN choisiraient généralement un portefeuille de devises en fonction de leurs

préférences, dans le respect de l'objectif de la BCE de conserver un nombre raisonnable de portefeuilles par devise⁶⁰. L'objectif était de préserver un cadre efficace, notamment en limitant le nombre de (petits) portefeuilles, dans la mesure où d'autres pays devaient rejoindre la zone euro, tout en facilitant des activités d'investissement plus ciblées et en tirant profit des différents styles d'expertise et de gestion des BCN. Depuis lors, la plupart des nouvelles BCN de la zone euro ont décidé de regrouper « leur » part des réserves de la BCE avec celle d'une autre BCN. Tous les trois ans, le Conseil des gouverneurs réexamine la répartition des portefeuilles et peut décider de modifier la répartition des devises.

2.3 La gestion active des réserves de change de la BCE – incitations et styles de gestion

La gestion active, la concurrence entre les gestionnaires de portefeuille des BCN et la diversification des styles de gestion de portefeuille constituent des caractéristiques essentielles du cadre de gestion des réserves de change de la BCE, qui est destiné à générer un flux régulier de rendements supplémentaires des placements par rapport à la référence stratégique. Au fil du temps, tous les niveaux d'action ont apporté une contribution positive aux rendements de référence stratégiques pour toutes les monnaies de réserve. Comme le montre le graphique 5, pour les portefeuilles en dollar, les portefeuilles de toutes les BCN ont, en moyenne, contribué positivement. Le graphique 5 montre également que les erreurs de suivi moyennes (*tracking errors*)⁶¹ des différents portefeuilles sont comprises entre 0,05 % et 0,4 % environ, ce qui illustre les différences de comportement de prise de risque active des BCN.

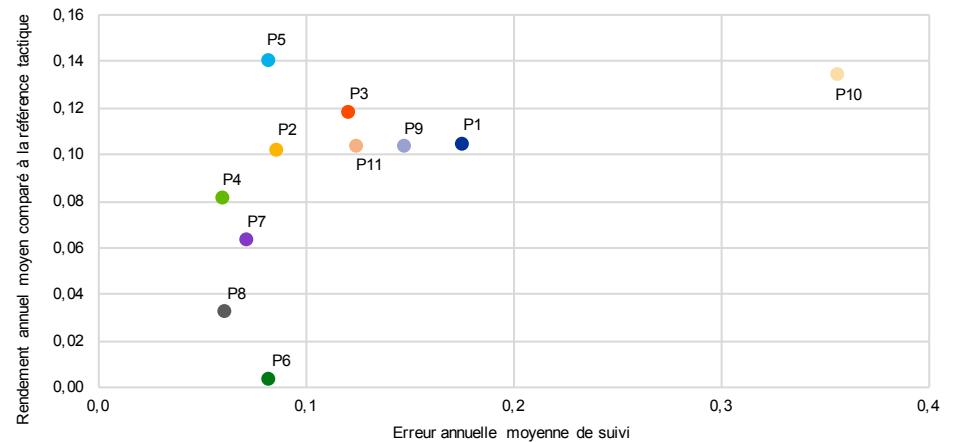
⁶⁰ L'article 12.1 des statuts du SEBC et de la BCE dispose que « la BCE recourt aux banques centrales nationales pour l'exécution des opérations faisant partie des missions du SEBC ». Cela impliquait initialement que toutes les BCN participaient à la gestion active des réserves de change de la BCE. Toutefois, depuis le 1^{er} janvier 2006, les BCN sont libres de s'abstenir de participer aux activités opérationnelles liées à la gestion des réserves de change de la BCE. Cela permet la spécialisation et la mise en commun de portefeuilles.

⁶¹ L'erreur de suivi (*tracking error*) mesure l'écart type annualisé des différences quotidiennes entre le rendement du portefeuille et le rendement du portefeuille de référence tactique.

Graphique 5

Risque et rendement des portefeuilles des BCN pour le portefeuille en dollar

(en points de pourcentage du PIB ; 2006-2018)



Source : BCE.

La gestion active de portefeuille s'inscrit dans un budget de risque spécifique tant pour la référence tactique que pour les portefeuilles réels. Ce budget est défini en termes de risque potentiel de perte maximale (*value at risk – VaR*)⁶².

La fonction indépendante de gestion du risque de la BCE est chargée de définir et d'actualiser les paramètres selon lesquels les gestionnaires de portefeuille peuvent gérer activement le risque. Le budget de risque attribué au portefeuille de référence tactique est généralement le double de celui des portefeuilles des BCN. Cela montre que la gestion tactique permet d'ajuster significativement les caractéristiques de risque de la référence si l'ICO estime, par exemple, qu'un ajustement est nécessaire en raison des évolutions du cycle économique. On peut s'attendre à ce que le rôle des gestionnaires de portefeuille des BCN (anticipant les évolutions des marchés au jour le jour) implique des ajustements plus modérés pour le risque, mais avec une plus grande flexibilité.

En outre, le cadre d'investissement comporte des incitations, pour les niveaux actifs, à utiliser activement le budget de risque. Au niveau du portefeuille de référence tactique, l'incitation est constituée d'un objectif de performance interne, fixé par l'ICO, supérieur à la référence stratégique. L'ICO fixe tous les ans cet objectif de rendement relatif pour chaque portefeuille de devises. Cet objectif est un élément essentiel des objectifs de performances annuels globaux des gestionnaires de portefeuille de la BCE qui préparent les propositions de l'ICO. Ce fonctionnement est conforme aux meilleures pratiques de gestion des actifs, qui permettent aux gestionnaires de portefeuille de mieux calibrer leurs positions afin d'atteindre l'objectif.

⁶² La VaR est la perte maximale possible pour un certain niveau de confiance sur un horizon temporel donné. Par exemple, si un portefeuille a une VaR de 1 million d'euros au niveau de confiance de 99 % à un an, cela signifie que la probabilité que le portefeuille perde plus de 1 million d'euros sur un an est de 1 %. La VaR relative est une mesure du risque de pertes par rapport au résultat de référence et se définit comme la VaR du portefeuille de différence (c'est-à-dire le portefeuille de référence réel moins le portefeuille de référence en valeur de marché).

En ce qui concerne la gestion effective des portefeuilles, un classement interne des BCN de l'Eurosystème fondé sur les performances favorise la concurrence et s'est avéré un outil important pour encourager la prise de risques. Chaque mois, la BCE établit et distribue un classement actualisé aux gestionnaires de portefeuille des BCN, leur permettant de suivre et de comparer les performances de chacun. À la fin de l'année, le classement est partagé avec le Conseil des gouverneurs, qui veille à ce que les bons résultats soient dûment reconnus. D'après des enquêtes internes, le classement et sa diffusion sont considérés comme une motivation importante pour la prise de risques parmi les gestionnaires de portefeuille⁶³. À cet égard, Scalia et Sahel (2011)⁶⁴ ont analysé le comportement des gestionnaires de portefeuille des BCN impliqués dans la gestion des réserves de change de la BCE et ont constaté des signes de changement de comportement en matière de risque de la part de ces gestionnaires, liés à leur classement annuel. Par exemple, certains gestionnaires de portefeuille ont semblé augmenter leur prise de risque relative au second semestre lorsqu'ils s'étaient moins bien classés au premier semestre.

Même si le classement des résultats constitue pour les gestionnaires de portefeuille une incitation à se maintenir au niveau de leurs pairs, les performances relatives des BCN semblent afficher une certaine persistance au fil du temps. Par exemple, le graphique 6 (partie supérieure) représente, en abscisse, le classement moyen de l'ensemble des portefeuilles des BCN sur la période 2006-2012 et, en ordonnée, le classement moyen sur la période 2013-2018. Le graphique montre que, globalement, deux groupes de BCN peuvent être identifiés par leur classement relativement élevé, ou relativement faible, au cours des deux périodes. Le graphique 6 (partie inférieure) illustre la tendance du classement annuel des performances, montrant que la différence de classement cumulée entre les meilleurs et les moins bons résultats a augmenté régulièrement entre 2006 et 2018. Ces indications de persistance peuvent être liées à un certain nombre de facteurs, tels que les compétences des gestionnaires de portefeuille, ainsi que les styles de gestion du portefeuille et l'appétence pour le risque des BCN (cf. graphique 5). En effet, certaines BCN prennent des positions qui sont, en moyenne, faibles (en matière de duration absolue et de courbe des rendements) et font relativement peu évoluer le positionnement au fil du temps, tandis que d'autres prennent des positions relativement importantes et les modifient plus fréquemment. Ces différences de style font ressortir les effets de diversification liés à la détention de plusieurs portefeuilles actifs.

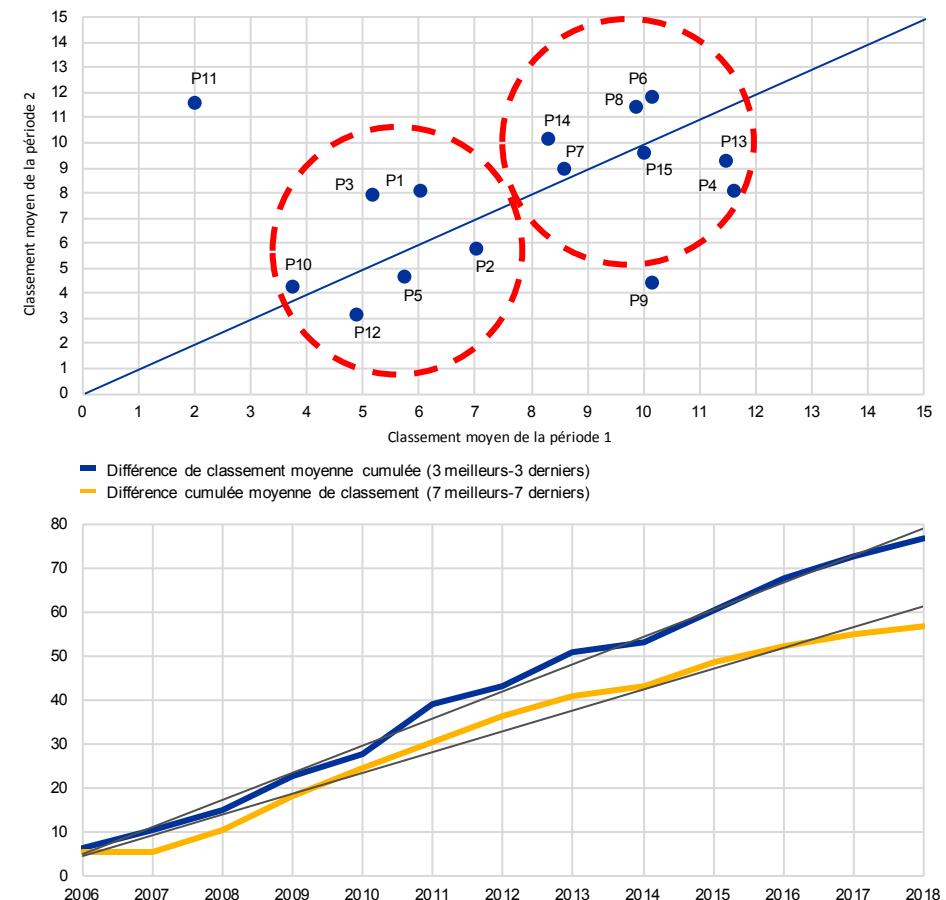
⁶³ Outre le classement, les gestionnaires de portefeuille sont également engagés à utiliser un pourcentage minimum de la limite quotidienne de la VaR relative, en moyenne à moyen terme. L'utilisation du risque est suivie et discutée périodiquement entre les gestionnaires de portefeuille afin d'encourager l'auto-émulation.

⁶⁴ Cf. Sahel (B.) et Scalia (A.), « *Ranking, risk-taking and effort: an analysis of the ECB's foreign reserves management* », *Working Paper Series*, n° 1377, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2011.

Graphique 6

Persistance du classement des performances pour les portefeuilles en dollar et en yen

(période 1 : 2006-2012 ; période 2 : 2013-2018)



Source : BCE.

Conclusion

Les raisons justifiant de détenir des réserves de change ont évolué au fil du temps et selon les pays, tout comme la taille et la composition de ces réserves.

Les réserves de change mondiales ont fortement augmenté, surtout depuis la crise asiatique de la fin des années 1990, les marchés émergents accumulant des montants importants de réserves de change pour s'auto-assurer contre les chocs potentiels mais aussi, dans certains cas, sous l'effet de stratégies de croissance tirées par les exportations. Même si les réserves de change mondiales ont été traditionnellement investies principalement dans des actifs financiers libellés en dollar, les portefeuilles sont devenus plus diversifiés tant du point de vue des devises que des classes d'actifs.

S'agissant de la BCE, l'objectif principal des réserves de change est de garantir que l'Eurosystème dispose, le cas échéant, de liquidités suffisantes pour conduire des opérations de change. La composition des réserves de change de la

BCE est restée globalement stable au fil du temps, à l'exception de l'ajout récent du renminbi chinois.

Le cadre d'investissement des réserves de change de la BCE a évolué dans le temps, cette évolution visant à favoriser l'efficacité et à créer des incitations à l'utilisation du budget de risque disponible par les niveaux d'action, tout en garantissant que les réserves soient rapidement disponibles à des fins de politique monétaire. La gestion décentralisée des réserves par les BCN est une caractéristique unique de ce cadre. Il offre des avantages, notamment le partage d'informations et la promotion des meilleures pratiques parmi les gestionnaires de portefeuille. La gestion active, favorisée par la concurrence entre les gestionnaires de portefeuille des BCN, ainsi que la diversification des styles de gestion de portefeuille, constituent les caractéristiques essentielles du cadre d'investissement et ont contribué à générer un flux régulier de rendements supplémentaires au-delà du rendement stratégique de référence.

Statistiques

Table des matières

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

Informations complémentaires

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

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

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

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

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

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

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

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

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

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

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

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

Conventions utilisées dans les tableaux

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

1 Environnement extérieur

1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

	PIB ¹⁾ (variations en pourcentage d'une période sur l'autre)						IPC (variations annuelles en pourcentage)						
	G20	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Pays de l'OCDE		États-Unis	Royaume-Uni (IPCH)	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro ²⁾ (IPCH)
							Total	Hors produits alimentaires et énergie					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	3,3	1,6	1,9	0,6	6,7	1,9	1,1	1,9	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,8	2,4	1,9	1,9	6,8	2,5	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,7	2,9	1,4	0,8	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2018 T3	0,8	0,7	0,6	-0,5	1,6	0,2	2,9	2,2	2,6	2,5	1,1	2,3	2,1
T4	0,7	0,3	0,3	0,4	1,5	0,3	2,8	2,3	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
2019 T1	0,8	0,8	0,6	0,5	1,4	0,4	2,2	2,2	1,6	1,9	0,3	1,8	1,4
T2	0,7	0,5	-0,2	0,3	1,6	0,2	2,3	2,2	1,8	2,0	0,8	2,6	1,4
2019 Avril	—	—	—	—	—	—	2,5	2,2	2,0	2,1	0,9	2,5	1,7
Mai	—	—	—	—	—	—	2,2	2,1	1,8	2,0	0,7	2,7	1,2
Juin	—	—	—	—	—	—	2,1	2,2	1,6	2,0	0,7	2,7	1,3
Juillet	—	—	—	—	—	—	2,1	2,3	1,8	2,1	0,5	2,8	1,0
Août	—	—	—	—	—	—	1,9	2,3	1,7	1,7	0,3	2,8	1,0
Septembre	—	—	—	—	—	—	—	—	1,7	1,7	0,2	—	0,8

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

1) Données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes.

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

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

	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs)								Importations de marchandises ¹⁾			
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat ²⁾			Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes
	Mondial ²⁾	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Secteur manufacturier	Services	Nouvelles commandes à l'exportation			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,7	52,0	50,1	1,1	1,4	0,9
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,8	3,1	7,6
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,9	4,4	3,1	5,2
2018 T4	53,1	54,7	51,4	52,3	51,5	52,3	52,0	53,5	49,9	-0,8	1,6	-2,4
2019 T1	52,8	54,8	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	-0,7	-0,1	-1,0
T2	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,8	49,4	-0,8	-1,3	-0,4
T3	51,4	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,8	48,5	—	—	—
2019 Avril	52,3	53,0	50,9	50,8	52,7	51,5	51,1	52,7	49,6	0,0	-1,1	0,7
Mai	51,1	50,9	50,9	50,7	51,5	51,8	50,3	51,3	49,4	0,4	-0,8	1,2
Juin	51,0	51,5	49,7	50,8	50,6	52,2	49,6	51,5	49,2	-0,8	-1,3	-0,4
Juillet	51,7	52,6	50,7	50,6	50,9	51,5	49,9	52,3	49,0	-0,8	0,3	-1,5
Août	51,1	50,7	50,2	51,9	51,6	51,9	50,4	51,3	47,7	—	—	—
Septembre	51,4	51,0	49,3	51,5	51,9	50,1	50,9	51,6	48,6	—	—	—

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

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

2) Hors zone euro.

2 Évolutions financières

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel; valeurs moyennes sur la période)

	Zone euro ¹⁾					États-Unis		Japon	
	Dépôts à vue (Eonia)	Dépôts à 1 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Euribor)	Dépôts à 6 mois (Euribor)	Dépôts à 12 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Libor)	Dépôts à 3 mois (Libor)		
	1	2	3	4	5	6		7	
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74		-0,02	
2017	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26		-0,02	
2018	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31		-0,05	
2019	Mars	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,61	-0,07	
	Avril	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,59	-0,06	
	Mai	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,53	-0,07	
	Juin	-0,36	-0,38	-0,33	-0,28	-0,19	2,40	-0,07	
	Juillet	-0,37	-0,40	-0,36	-0,35	-0,28	2,29	-0,07	
	Août	-0,36	-0,41	-0,41	-0,40	-0,36	2,16	-0,10	
	Septembre	-0,40	-0,45	-0,42	-0,39	-0,34	2,13	-0,09	

Source : BCE.

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

2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux			Taux à terme instantanés					
	Zone euro ^{1), 2)}					Zone euro ^{1), 2)}		États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro ^{1), 2)}				
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35		
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56		
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17		
2019	Mars	-0,57	-0,61	-0,62	-0,45	-0,01	0,60	0,00	0,35	-0,64	-0,59	-0,02	0,75	
	Avril	-0,56	-0,60	-0,59	-0,39	0,08	0,67	0,12	0,43	-0,62	-0,54	0,08	0,88	
	Mai	-0,57	-0,64	-0,69	-0,56	-0,13	0,51	-0,08	0,24	-0,72	-0,72	-0,17	0,64	
	Juin	-0,60	-0,69	-0,75	-0,64	-0,26	0,43	0,07	0,14	-0,78	-0,79	-0,29	0,44	
	Juillet	-0,67	-0,74	-0,79	-0,72	-0,39	0,35	0,02	0,09	-0,82	-0,84	-0,45	0,25	
	Août	-0,84	-0,88	-0,93	-0,92	-0,65	0,23	-0,27	0,03	-0,94	-1,00	-0,73	-0,12	
	Septembre	-0,70	-0,76	-0,81	-0,77	-0,52	0,24	-0,10	0,03	-0,83	-0,86	-0,58	-0,02	

Source : BCE.

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

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

2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon		
	Référence		Principaux secteurs													
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Standard & Poor's 500	Nikkei 225		
2016	321,6	3003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2094,7	16920,5		
2017	376,9	3491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2449,1	20209,0		
2018	375,5	3386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2746,2	22310,7		
2019	Mars	365,7	3332,9	718,3	272,1	692,2	339,9	157,6	621,0	493,4	307,8	297,0	755,1	2804,0	21414,9	
	Avril	379,0	3458,8	750,9	277,8	731,0	341,6	163,8	652,7	522,5	311,9	296,9	749,6	2903,8	21964,9	
	Mai	369,4	3385,4	710,2	267,4	721,6	324,7	157,0	643,9	519,6	312,0	290,9	732,7	2854,7	21218,4	
	Juin	369,7	3406,0	722,6	264,9	728,5	323,2	152,0	652,3	517,5	323,9	296,6	734,0	2890,2	21060,2	
	Juillet	380,0	3507,8	739,6	271,8	752,7	329,3	155,8	666,2	548,2	326,4	292,2	769,2	2996,1	21593,7	
	Août	363,6	3355,3	704,2	262,0	722,8	303,0	144,1	639,4	523,4	325,7	281,9	778,9	2897,5	20629,7	
	Sept.	379,7	3514,5	738,2	271,3	751,1	319,7	151,8	669,4	545,0	338,5	294,7	804,3	2982,2	21585,5	

Source : BCE.

2 Évolutions financières

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

	À vue	Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement						Indicateur composite du coût d'emprunt			
		Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :					TAEG ³⁾	Par période de fixation initiale du taux				Taux variable et période ≤ 1 an	Taux > 1 an	Par période de fixation initiale du taux			TAEG ³⁾			
			≤ 2 ans	> 2 ans	5				7	8	9	10		Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans				
		1	2	3	4										11	12	13	14	15	16	
2018	Septembre	0,03	0,45	0,30	0,69	6,04	16,71	5,30	5,74	6,27	2,33	1,60	1,81	1,91	1,85	2,08	1,79				
	Octobre	0,03	0,45	0,29	0,73	5,97	16,73	5,06	5,71	6,23	2,45	1,60	1,80	1,91	1,86	2,09	1,80				
	Novembre	0,04	0,44	0,29	0,73	5,93	16,67	4,94	5,68	6,18	2,37	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81				
	Décembre	0,03	0,43	0,30	0,78	5,87	16,68	4,92	5,47	5,98	2,27	1,61	1,80	1,91	1,84	2,10	1,80				
2019	Janvier	0,03	0,42	0,33	0,74	5,92	16,63	5,32	5,82	6,33	2,36	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82				
	Février	0,03	0,42	0,32	0,70	5,97	16,61	5,28	5,71	6,27	2,41	1,59	1,84	1,87	1,84	2,09	1,80				
	Mars	0,03	0,40	0,30	0,76	5,90	16,65	5,41	5,61	6,18	2,36	1,60	1,80	1,83	1,81	2,06	1,78				
	Avril	0,03	0,40	0,32	0,75	5,88	16,66	5,56	5,63	6,19	2,36	1,60	1,77	1,77	1,77	2,02	1,75				
	Mai	0,03	0,43	0,31	0,79	5,81	16,67	5,61	5,76	6,34	2,33	1,58	1,79	1,73	1,74	1,99	1,72				
	Juin	0,03	0,43	0,32	0,82	5,81	16,63	5,43	5,67	6,24	2,31	1,56	1,73	1,67	1,65	1,95	1,67				
	Juillet	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,58	5,74	5,73	6,30	2,34	1,56	1,71	1,59	1,57	1,90	1,61				
	Août ^(p)	0,03	0,43	0,28	0,78	5,74	16,60	6,15	5,75	6,34	2,25	1,51	1,68	1,53	1,50	1,84	1,56				

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAEG).

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

	Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur composite du coût d'emprunt		
	À vue	D'une durée :				≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros					
		≤ 2 ans	> 2 ans	4		Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	7	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	10	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	13			
	1	2	3	4		5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2018	Septembre	0,03	0,08	0,44	2,22	2,21	2,35	2,31	1,65	1,54	1,67	1,13	1,40	1,69	1,65		
	Octobre	0,03	0,06	0,52	2,22	2,13	2,43	2,33	1,66	1,60	1,69	1,23	1,10	1,66	1,64		
	Novembre	0,03	0,06	0,63	2,19	2,19	2,40	2,34	1,67	1,60	1,67	1,20	1,35	1,69	1,66		
	Décembre	0,03	0,07	0,53	2,18	2,20	2,29	2,25	1,60	1,59	1,67	1,21	1,39	1,59	1,63		
2019	Janvier	0,03	0,05	0,54	2,22	2,15	2,40	2,32	1,67	1,62	1,72	1,13	1,30	1,61	1,63		
	Février	0,03	0,03	0,52	2,21	2,15	2,41	2,33	1,65	1,63	1,70	1,13	1,39	1,56	1,64		
	Mars	0,03	0,07	0,62	2,17	2,17	2,38	2,30	1,66	1,58	1,68	1,19	1,36	1,57	1,65		
	Avril	0,03	0,06	0,54	2,19	2,19	2,36	2,26	1,67	1,60	1,64	1,16	1,33	1,44	1,62		
	Mai	0,03	0,04	0,46	2,15	2,18	2,38	2,29	1,66	1,59	1,63	1,09	1,16	1,50	1,57		
	Juin	0,03	0,03	0,56	2,17	2,13	2,33	2,25	1,63	1,55	1,56	1,09	1,28	1,39	1,55		
	Juillet	0,03	0,04	0,57	2,11	2,07	2,50	2,20	1,66	1,57	1,54	1,17	1,32	1,39	1,57		
	Août ^(p)	0,03	-0,04	0,54	2,08	2,07	2,36	2,19	1,64	1,59	1,53	1,06	1,32	1,39	1,52		

Source : BCE.

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

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

2 Évolutions financières

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

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

	Encours							Émissions brutes ¹⁾							
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Court terme															
2016	1241	518	135	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33	
2017	1240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31	
2018	1221	504	174	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35	
2019	Mars	1330	564	178	.	98	435	55	431	186	81	.	44	79	40
	Avril	1320	561	170	.	109	418	61	423	195	70	.	53	58	47
	Mai	1343	573	174	.	115	422	59	446	196	74	.	56	83	37
	Juin	1319	556	179	.	100	428	56	380	152	78	.	45	71	35
	Juillet	1344	576	177	.	110	424	57	457	204	75	.	56	76	45
	Août	1371	587	184	.	113	424	63	389	165	75	.	39	71	38
Long terme															
2016	15 372	3 695	3 174	.	1 177	6 685	641	219	62	53	.	19	78	8	
2017	15 353	3 560	3 049	.	1 236	6 865	642	247	66	73	.	18	83	7	
2018	15 746	3 688	3 151	.	1 261	7 021	626	229	64	68	.	16	75	6	
2019	Mars	16 017	3 755	3 201	.	1 295	7 125	641	269	76	63	.	25	88	17
	Avril	15 992	3 748	3 183	.	1 300	7 120	641	234	55	68	.	19	84	8
	Mai	16 054	3 767	3 201	.	1 299	7 151	635	247	62	80	.	13	86	7
	Juin	16 113	3 768	3 217	.	1 307	7 188	633	245	61	76	.	23	80	5
	Juillet	16 184	3 790	3 258	.	1 317	7 183	636	253	71	72	.	24	78	8
	Août	16 192	3 785	3 255	.	1 314	7 199	638	123	25	43	.	8	41	6

Source : BCE.

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

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

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

	Titres de créance							Actions cotées						
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM		Sociétés non financières		
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			10	11			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9					
Encours														
2016	16 613,5	4 213,2	3 309,7	.	1 236,0	7 150,9	703,7	7 089,5	537,6	1 084,2	5 467,7			
2017	16 592,9	4 079,3	3 204,4	.	1 305,6	7 303,6	699,9	7 954,7	612,5	1 249,6	6 092,6			
2018	16 966,9	4 191,6	3 324,8	.	1 333,0	7 444,8	672,7	7 027,2	465,1	1 099,4	5 462,7			
2019	Mars	17 347,3	4 319,1	3 378,8	.	1 393,0	7 560,7	695,7	7 761,2	495,8	1 230,9	6 034,5		
	Avril	17 312,0	4 309,2	3 352,8	.	1 408,9	7 538,8	702,3	8 090,6	537,0	1 281,8	6 271,8		
	Mai	17 396,7	4 340,5	3 375,4	.	1 414,3	7 572,7	693,8	7 586,6	470,9	1 208,1	5 907,6		
	Juin	17 432,6	4 324,1	3 396,5	.	1 407,4	7 616,2	688,4	7 940,6	493,3	1 246,0	6 201,3		
	Juillet	17 527,5	4 366,2	3 435,1	.	1 427,5	7 606,3	692,4	7 980,2	484,0	1 252,8	6 243,4		
	Août	17 563,4	4 372,3	3 439,1	.	1 427,5	7 623,1	701,4	7 839,7	462,4	1 183,0	6 194,3		
Taux de croissance														
2016	0,3	-3,0	-1,2	.	6,2	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4			
2017	1,3	-0,5	0,1	.	5,9	2,2	0,5	1,0	6,1	2,8	0,2			
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,4	1,9	-4,3	0,7	-0,1	2,4	0,4			
2019	Mars	2,5	3,1	3,0	.	3,8	2,1	0,0	0,4	-0,2	1,7	0,2		
	Avril	2,3	3,0	1,6	.	4,1	2,1	0,7	0,0	-0,2	-0,1	0,1		
	Mai	2,6	3,9	2,2	.	3,8	2,1	0,6	0,0	-0,2	-0,2	0,0		
	Juin	2,9	4,5	2,2	.	4,6	2,3	1,0	0,0	-0,1	0,0	0,0		
	Juillet	3,0	5,2	2,0	.	4,8	2,0	1,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
	Août	3,2	4,9	2,9	.	5,7	2,2	1,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2016	94,4	89,5	90,8	85,2	80,0	90,2	109,7	88,9
2017	96,6	91,4	91,9	86,0	78,8	90,6	112,0	90,0
2018	98,9	93,4	93,4	87,4	79,2	91,5	117,9	93,8
2018 T4	98,5	93,0	92,9	86,9	79,1	91,0	118,4	93,8
2019 T1	97,4	91,7	92,1	85,7	78,3	89,6	116,7	92,1
T2	97,3	91,4	91,7	85,5	78,6	89,3	116,8	91,9
T3	97,7	91,5	91,8	-	-	-	116,9	91,5
2019 Avril	96,7	91,0	91,3	-	-	-	116,1	91,4
Mai	97,4	91,4	91,8	-	-	-	117,0	91,9
Juin	97,9	91,9	92,1	-	-	-	117,4	92,2
Juillet	97,5	91,3	91,5	-	-	-	116,5	91,3
Août	98,1	91,9	92,2	-	-	-	117,6	92,0
Septembre	97,4	91,2	91,6	-	-	-	116,7	91,2
variation en pourcentage par rapport au mois précédent								
2019 Septembre	-0,7	-0,7	-0,7	-	-	-	-0,8	-0,9
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente								
2019 Septembre	-2,0	-2,9	-2,2	-	-	-	-3,1	-4,5

Source : BCE.

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

2.9 Taux de change bilatéraux

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

	Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2018 T4	7,895	7,420	25,864	7,462	322,995	128,816	4,299	0,887	4,6605	10,320	1,137	1,141
2019 T1	7,663	7,422	25,683	7,464	317,907	125,083	4,302	0,873	4,7358	10,419	1,132	1,136
T2	7,672	7,418	25,686	7,467	322,973	123,471	4,282	0,875	4,7480	10,619	1,126	1,124
T3	7,800	7,394	25,734	7,463	328,099	119,323	4,318	0,902	4,7314	10,662	1,096	1,112
2019 Avril	7,549	7,428	25,677	7,465	321,181	125,436	4,286	0,862	4,7584	10,482	1,132	1,124
Mai	7,674	7,419	25,768	7,468	324,978	122,948	4,296	0,872	4,7594	10,737	1,130	1,118
Juin	7,794	7,408	25,605	7,467	322,559	122,081	4,264	0,891	4,7250	10,626	1,117	1,129
Juillet	7,715	7,390	25,548	7,466	325,269	121,406	4,260	0,899	4,7286	10,560	1,108	1,122
Août	7,858	7,390	25,802	7,460	326,906	118,179	4,347	0,916	4,7280	10,736	1,089	1,113
Septembre	7,832	7,401	25,868	7,463	332,448	118,242	4,353	0,891	4,7381	10,697	1,090	1,100
variation en pourcentage par rapport au mois précédent												
2019 Septembre	-0,3	0,2	0,3	0,0	1,7	0,1	0,1	-2,7	0,2	-0,4	0,1	-1,1
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente												
2019 Septembre	-2,0	-0,4	1,0	0,1	2,3	-9,4	1,2	-0,2	2,0	2,4	-3,4	-5,6

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

	Total ¹⁾			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute	
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours (position extérieure)													
2018	T3	26 129,9	26 707,7	-577,8	11 198,5	9 161,6	8 890,1	11 147,7	-72,5	5 439,9	6 398,4	673,9	14 502,9
	T4	25 399,7	25 891,3	-491,6	10 895,1	9 041,6	8 475,2	10 508,5	-87,9	5 398,2	6 341,2	719,1	14 197,4
2019	T1	26 652,9	26 908,5	-255,6	11 179,5	9 124,4	9 114,2	11 251,0	-91,4	5 709,4	6 533,1	741,1	14 629,3
	T2	26 837,0	27 084,1	-247,1	11 064,3	9 096,4	9 232,2	11 424,4	-78,2	5 847,8	6 563,3	770,8	14 695,5
encours en pourcentage du PIB													
2019	T2	229,0	231,1	-2,1	94,4	77,6	78,8	97,5	-0,7	49,9	56,0	6,6	125,4
Flux													
2018	T3	62,8	-31,3	94,1	-79,2	-81,9	40,5	6,1	35,0	65,3	44,6	1,2	-
	T4	-407,0	-470,9	63,8	-303,9	-195,0	-28,2	-158,2	29,6	-110,4	-117,6	5,8	-
2019	T1	355,0	303,6	51,4	90,6	35,7	58,6	141,8	2,2	200,7	126,1	2,8	-
	T2	217,7	180,7	37,0	-47,3	12,0	49,5	91,3	30,2	182,6	77,4	2,6	-
2019	Mars	45,2	-1,0	46,1	3,1	-23,7	20,1	61,3	5,3	11,6	-38,5	5,0	-
	Avril	157,3	173,7	-16,3	21,4	49,0	-7,6	-10,6	10,6	129,8	135,3	3,2	-
	Mai	86,0	73,8	12,2	9,0	16,1	-0,5	60,3	12,6	63,2	-2,6	1,8	-
	Juin	-25,6	-66,8	41,2	-77,7	-53,1	57,6	41,7	7,1	-10,3	-55,4	-2,3	-
	Juillet	191,7	176,2	15,5	-14,6	2,4	48,6	75,7	8,3	142,3	98,1	7,1	-
	Août	35,2	11,4	23,9	-21,0	-30,6	28,7	16,6	6,1	20,7	25,4	0,8	-
flux cumulés sur 12 mois													
2019	Août	290,3	58,7	231,5	-398,2	-279,2	152,6	207,8	83,1	431,3	130,2	21,4	-
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2019	Août	2,5	0,5	2,0	-3,4	-2,4	1,3	1,8	0,7	3,7	1,1	0,2	-

Source : BCE.

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

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

	Total	PIB										Solde extérieur ¹⁾		
		Demande intérieure								Variation des stocks ²⁾	Total	Exportations ¹⁾	Importations ¹⁾	
		Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe			Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellectuelle				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Prix courants (montants en milliards d'euros)														
2016	10 817,0	10 339,5	5 858,7	2 235,3	2 193,0	1 038,2	675,1	473,5	52,5	477,5	4 928,9	4 451,4		
2017	11 200,9	10 707,5	6 036,9	2 296,7	2 304,3	1 101,6	707,0	489,2	69,6	493,4	5 297,9	4 804,5		
2018	11 561,2	11 060,8	6 207,5	2 363,9	2 405,9	1 175,2	742,2	481,7	83,5	500,4	5 547,4	5 047,0		
2018 T3	2 897,0	2 778,2	1 556,6	592,5	606,9	296,9	187,7	120,7	22,3	118,7	1 398,2	1 279,5		
T4	2 922,3	2 805,1	1 566,8	597,4	619,4	302,8	188,8	126,1	21,5	117,1	1 410,5	1 293,4		
2019 T1	2 945,4	2 814,2	1 575,2	602,2	626,2	310,9	190,5	123,2	10,5	131,2	1 425,7	1 294,5		
T2	2 965,9	2 864,5	1 587,9	607,6	660,8	311,0	192,6	155,5	8,0	101,4	1 430,8	1 329,4		
en pourcentage du PIB														
2018	100,0	95,7	53,7	20,4	20,8	10,2	6,4	4,2	0,7	4,3	–	–		
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)														
variations trimestrielles en pourcentage														
2018 T3	0,2	0,4	0,2	0,1	0,8	0,5	0,7	1,5	–	–	0,4	1,0		
T4	0,3	0,4	0,4	0,4	1,6	1,2	0,4	4,4	–	–	0,9	1,1		
2019 T1	0,4	0,1	0,3	0,4	0,5	1,7	0,7	-2,7	–	–	1,1	0,4		
T2	0,2	1,4	0,2	0,4	5,6	-0,1	1,6	26,4	–	–	0,2	2,8		
variations annuelles en pourcentage														
2016	1,9	2,4	2,0	1,9	4,0	2,7	5,8	4,5	–	–	2,9	4,1		
2017	2,5	2,2	1,7	1,3	3,5	3,6	4,0	2,4	–	–	5,5	5,0		
2018	1,9	1,6	1,4	1,1	2,3	3,4	4,3	-2,8	–	–	3,3	2,7		
2018 T3	1,6	1,8	1,1	0,9	3,5	2,5	4,6	4,0	–	–	3,1	3,8		
T4	1,2	1,8	1,1	1,1	4,1	3,4	2,3	8,7	–	–	1,7	3,1		
2019 T1	1,3	1,4	1,1	1,3	4,2	5,0	3,3	3,4	–	–	3,4	3,8		
T2	1,2	2,4	1,1	1,3	8,7	3,2	3,4	30,4	–	–	2,5	5,3		
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB; en points de pourcentage														
2018 T3	0,2	0,4	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,2	–	–		
T4	0,3	0,4	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,1	–	–		
2019 T1	0,4	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	-0,1	-0,3	0,3	–	–		
T2	0,2	1,3	0,1	0,1	1,2	0,0	0,1	1,1	0,0	-1,1	–	–		
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB; en points de pourcentage														
2016	1,9	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,0	-0,4	–	–		
2017	2,5	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,2	0,5	–	–		
2018	1,9	1,5	0,7	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,4	–	–		
2018 T3	1,6	1,8	0,6	0,2	0,7	0,3	0,3	0,2	0,3	-0,1	–	–		
T4	1,2	1,7	0,6	0,2	0,8	0,3	0,1	0,4	0,1	-0,5	–	–		
2019 T1	1,3	1,4	0,6	0,3	0,9	0,5	0,2	0,1	-0,3	0,0	–	–		
T2	1,2	2,3	0,6	0,3	1,8	0,3	0,2	1,2	-0,4	-1,1	–	–		

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

3 Activité économique

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2016	9 703,7	161,1	1 931,6	479,2	1 834,9	444,3	473,7	1 106,3	1 084,7	1 847,2	340,6	1 113,3
2017	10 040,0	176,2	1 991,7	502,2	1 909,8	468,8	465,8	1 133,7	1 143,7	1 897,4	350,6	1 160,9
2018	10 356,2	177,7	2 041,5	537,2	1 968,4	488,5	469,8	1 168,0	1 195,2	1 954,7	355,3	1 205,0
2018 T3	2 594,1	44,6	511,9	135,4	492,6	122,0	117,4	292,3	299,5	489,6	88,7	302,9
T4	2 618,3	45,0	512,2	138,8	497,3	124,5	118,7	295,0	303,6	494,1	89,3	303,9
2019 T1	2 639,1	45,8	514,6	142,8	502,2	125,5	117,4	297,6	306,1	497,1	90,1	306,2
T2	2 657,4	46,6	512,6	144,2	505,8	127,9	118,5	299,5	309,4	501,6	91,2	308,5
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2018	100,0	1,7	19,7	5,2	19,0	4,7	4,5	11,3	11,5	18,9	3,4	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2018 T3	0,2	-0,8	-0,2	0,7	0,0	1,8	0,7	0,4	0,2	0,3	0,2	0,0
T4	0,3	0,9	-0,4	1,3	0,5	0,5	-0,2	0,3	0,8	0,4	0,2	0,3
2019 T1	0,5	0,4	0,0	1,6	0,9	1,4	0,3	0,5	0,2	0,0	0,7	0,2
T2	0,1	-0,6	-0,5	-0,2	0,1	1,2	0,8	0,2	0,4	0,2	0,2	0,8
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2016	1,8	-2,0	2,9	1,9	1,9	4,2	-1,0	0,6	2,6	1,6	0,0	2,7
2017	2,6	0,7	3,4	2,4	3,0	5,8	1,0	0,8	4,3	1,6	1,5	2,1
2018	2,0	1,2	1,8	3,4	2,1	4,4	1,1	1,6	3,3	1,0	0,4	1,5
2018 T3	1,6	0,4	1,2	3,3	1,8	4,7	1,3	1,5	2,6	0,7	0,0	1,6
T4	1,2	0,0	-0,6	3,6	1,5	3,7	0,7	1,4	2,6	0,8	0,2	1,1
2019 T1	1,4	0,3	-0,3	4,8	1,9	4,7	1,2	1,4	1,8	0,9	0,9	0,9
T2	1,1	-0,1	-1,1	3,4	1,5	5,1	1,5	1,4	1,6	1,0	1,3	1,3
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2018 T3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	—
T4	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	—
2019 T1	0,5	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	—
T2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2016	1,8	0,0	0,6	0,1	0,4	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,0	—
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,6	0,3	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1	—
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	—
2018 T3	1,6	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,3	0,1	0,0	—
T4	1,2	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,0	—
2019 T1	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	—
T2	1,1	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi¹⁾

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique										Arts, spectacles et autres activités de ser- vices
		Salariés	Tra- vailleurs indé- pendants	Agri- culture, sylvicul- ture et pêche	Industrie manu- facturière, énergie et services publics	Con- struction	Commerce, transport, héberge- ment 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, en- seigne- ment, santé et action sociale		
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>														
2016	100,0	85,2	14,8	3,3	14,7	6,0	24,9	2,8	2,6	1,0	13,6	24,4	7,0	
2017	100,0	85,6	14,4	3,2	14,6	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,8	24,3	6,9	
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,9	
<i>variations annuelles en pourcentage</i>														
2016	1,3	1,6	-0,2	-0,2	0,8	0,3	1,4	3,0	-0,5	2,1	2,9	1,3	0,7	
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,5	1,1	1,5	1,8	3,4	-1,5	1,8	3,7	1,1	1,0	
2018	1,5	1,8	-0,2	-0,4	1,5	2,4	1,4	3,4	-0,7	1,7	2,8	1,3	0,6	
2018 T3	1,4	1,7	-0,1	0,0	1,4	2,5	1,2	3,9	-0,9	2,0	2,5	1,3	0,4	
T4	1,4	1,6	-0,1	-0,4	1,3	3,1	1,3	3,8	-0,4	1,9	1,9	1,3	0,2	
2019 T1	1,4	1,6	0,1	0,0	1,2	2,5	1,2	4,0	-0,2	2,2	1,8	1,3	0,5	
T2	1,2	1,4	-0,3	-2,2	1,0	1,5	1,2	3,9	-0,4	1,1	1,4	1,4	0,9	
Heures travaillées														
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>														
2016	100,0	80,3	19,7	4,4	15,1	6,7	25,8	2,9	2,6	1,0	13,3	21,9	6,3	
2017	100,0	80,7	19,3	4,3	15,1	6,7	25,8	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,2	
2018	100,0	81,1	18,9	4,2	15,0	6,8	25,7	3,0	2,5	1,0	13,8	21,8	6,1	
<i>variations annuelles en pourcentage</i>														
2016	1,4	1,9	-0,3	0,0	0,9	0,5	1,6	3,0	-0,1	2,9	3,0	1,3	0,7	
2017	1,1	1,7	-1,2	-1,1	0,8	1,3	1,3	3,2	-2,0	1,5	3,4	0,5	0,4	
2018	1,4	1,9	-0,4	0,4	1,2	2,7	1,1	3,2	-1,0	2,4	2,7	1,3	0,4	
2018 T3	1,6	1,9	0,1	1,0	1,3	3,2	1,3	3,7	-1,1	3,0	2,8	1,3	0,5	
T4	1,5	1,9	-0,1	0,3	1,3	3,3	1,4	3,8	-0,1	1,9	2,1	1,5	0,4	
2019 T1	1,6	1,9	0,2	1,2	1,5	3,0	1,4	4,1	0,0	1,7	1,9	1,4	0,5	
T2	0,9	1,3	-0,6	-2,0	0,7	1,7	1,0	3,4	-0,4	1,1	1,4	1,1	0,1	
Heures travaillées par personne employée														
<i>variations annuelles en pourcentage</i>														
2016	0,1	0,3	-0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	0,0	0,4	0,7	0,1	0,0	0,0	
2017	-0,5	-0,3	-0,5	-0,6	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,5	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	
2018	-0,1	0,1	-0,2	0,8	-0,2	0,2	-0,3	-0,3	-0,3	0,6	-0,1	0,0	-0,2	
2018 T3	0,1	0,2	0,2	1,0	-0,1	0,6	0,1	-0,2	-0,2	1,0	0,3	0,0	0,2	
T4	0,1	0,3	-0,1	0,7	0,0	0,2	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	
2019 T1	0,2	0,3	0,1	1,2	0,2	0,5	0,2	0,1	0,2	-0,5	0,1	0,1	0,0	
T2	-0,2	-0,1	-0,3	0,2	-0,3	0,1	-0,2	-0,5	0,0	0,1	0,0	-0,3	-0,8	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

Popu- lation active, millions ¹⁾	Sous- emploi, % de la popu- lation active ¹⁾	Chômage												Taux de vacance d'em- ploi ²⁾	
		Total		Chômage de longue durée, % de la population active ¹⁾	Par âge				Par sexe						
		Millions	% de la popu- lation active		Adultes	Jeunes	Millions	% de la popu- lation active	Hommes	Femmes					
% du total en 2016		100,0		81,7	18,3		52,2		47,8					14	
2016	162,028	4,3	16,258	10,0	5,0	13,294	9,0	2,965	20,9	8,484	9,7	7,774	10,4	1,7	
2017	162,659	4,1	14,760	9,1	4,4	12,094	8,1	2,667	18,8	7,637	8,7	7,123	9,5	1,9	
2018	163,305	3,8	13,394	8,2	3,8	10,965	7,4	2,429	17,0	6,900	7,9	6,493	8,6	2,1	
2018	T3	163,735	3,6	13,150	8,0	3,6	10,748	7,2	2,402	16,7	6,796	7,7	6,354	8,4	2,1
	T4	163,707	3,7	12,970	7,9	3,6	10,596	7,1	2,374	16,5	6,650	7,6	6,320	8,3	2,3
2019	T1	163,284	3,6	12,679	7,7	3,5	10,363	6,9	2,316	16,1	6,471	7,4	6,208	8,2	2,3
	T2	163,765	3,6	12,399	7,6	3,3	10,151	6,8	2,248	15,6	6,365	7,2	6,033	7,9	2,3
2019	Mars	–	–	12,552	7,7	–	10,256	6,9	2,296	15,9	6,410	7,3	6,142	8,1	–
	Avril	–	–	12,488	7,6	–	10,229	6,8	2,258	15,6	6,404	7,3	6,083	8,0	–
	Mai	–	–	12,401	7,6	–	10,143	6,8	2,258	15,7	6,378	7,3	6,023	7,9	–
	Juin	–	–	12,308	7,5	–	10,080	6,7	2,228	15,5	6,314	7,2	5,994	7,9	–
	Juillet	–	–	12,284	7,5	–	10,040	6,7	2,244	15,6	6,295	7,2	5,989	7,9	–
	Août	–	–	12,169	7,4	–	9,967	6,7	2,202	15,4	6,235	7,1	5,934	7,8	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données brutes.

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

3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

	Production industrielle					Cons- truction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières						
	Total (hors construction)		Principaux secteurs industriels					Total	Produits alimen- taires, bois- sons, tabac	Produits non alimen- taires	Carburants							
	Industrie manu- facturière	Biens inter- médiaires	Biens d'équi- pement	Biens de consom- mation	Énergie			1	2	3	4							
% du total en 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0						
variations annuelles en pourcentage																		
2016	1,6	1,8	1,8	2,0	1,8	0,5	3,0	0,6	1,6	1,0	2,3	1,4	7,1					
2017	2,9	3,2	3,4	3,8	1,5	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	1,0	5,7					
2018	0,9	1,2	0,6	1,8	1,2	-1,5	2,1	2,7	1,6	1,3	1,9	0,6	0,9					
2018	T4	-1,9	-1,7	-2,1	-2,0	-0,4	-3,7	1,9	-0,9	1,6	1,4	1,7	1,7	-9,0				
2019	T1	-0,5	-0,2	-0,6	-0,6	1,4	-2,7	4,6	-3,2	2,4	1,0	3,5	2,9	-3,1				
	T2	-1,3	-1,4	-2,3	-2,7	2,1	-0,2	2,2	-3,5	2,1	1,1	3,0	0,6	-0,7				
	T3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,6					
2019	Avril	-0,7	-0,8	-1,1	-2,3	1,9	0,0	2,8	-1,9	2,2	2,3	1,9	1,5	-1,2				
	Mai	-0,8	-0,9	-2,4	-1,8	3,1	0,3	1,5	-5,2	1,3	-0,3	2,5	-0,9	-2,1				
	Juin	-2,4	-2,5	-3,4	-4,0	1,4	-0,9	1,5	-3,5	2,8	1,3	4,4	1,1	1,1				
	Juillet	-2,1	-2,2	-2,9	-3,2	3,9	-1,3	1,8	-4,5	2,2	1,0	3,3	1,4	-3,8				
	Août	-2,8	-2,7	-3,1	-2,9	1,8	-3,3	1,2	-5,8	2,1	0,4	4,1	2,1	-6,1				
	Septembre	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	14,8					
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)																		
2019	Avril	-0,5	-0,8	-0,9	-2,0	0,3	1,8	-1,4	0,8	0,1	0,0	0,3	-0,1	0,5				
	Mai	0,8	0,8	-0,2	1,0	2,2	0,4	-0,5	-1,9	-0,3	-0,9	0,0	-1,5	0,3				
	Juin	-1,5	-1,5	-1,3	-3,7	-1,5	-0,9	0,6	0,6	0,8	1,4	1,2	1,6	2,8				
	Juillet	-0,4	-0,4	-0,2	2,1	2,0	0,0	-0,2	-1,8	-0,5	-0,7	-0,7	-0,1	-1,5				
	Août	0,4	0,4	0,3	1,2	0,0	-0,4	-0,5	0,5	0,3	0,0	0,4	0,1	10,7				
	Septembre	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-18,7					

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 du climat économique (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier		Indicateur de confiance des consommateurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du commerce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière	Production dans le secteur manufacturier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production
		Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	99,2	-5,3	80,7	-11,7	-15,0	-8,7	7,2	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2016	104,1	-1,8	81,7	-8,1	-16,4	0,6	11,3	88,9	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,1	5,5	83,2	-5,4	-4,2	2,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,2	6,6	83,8	-4,9	6,1	1,3	15,2	90,3	54,9	54,7	54,5	54,6
2018 T4	108,8	3,6	83,6	-6,4	7,9	-0,3	13,4	90,4	51,7	51,0	52,8	52,3
2019 T1	106,0	-0,5	83,2	-7,0	7,5	-1,0	11,6	90,7	49,1	49,0	52,4	51,5
T2	104,1	-4,3	82,4	-7,0	6,1	-0,7	11,6	90,5	47,7	48,5	53,1	51,8
T3	102,5	-7,3	.	-6,7	4,2	0,0	9,8	.	46,4	47,0	52,8	51,2
2019 Avril	103,9	-4,3	82,8	-7,3	6,5	-1,1	11,8	90,6	47,9	48,0	52,8	51,5
Mai	105,2	-2,9	-	-6,5	4,1	-0,9	12,1	-	47,7	48,9	52,9	51,8
Juin	103,3	-5,6	-	-7,2	7,6	0,1	11,0	-	47,6	48,5	53,6	52,2
Juillet	102,7	-7,3	81,9	-6,6	5,0	-0,7	10,6	90,5	46,5	46,9	53,2	51,5
Août	103,1	-5,8	-	-7,1	3,9	0,6	9,2	-	47,0	47,9	53,5	51,9
Septembre	101,7	-8,8	-	-6,5	3,8	0,1	9,5	-	45,7	46,1	51,6	50,1

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

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	Ménages							Sociétés non financières					
	Taux d'épargne (brut) ¹⁾	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Valeur nette ²⁾	Patrimoine immobilier	Participation aux bénéfices ³⁾	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette ⁴⁾	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Financement
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté)	Variations annuelles en pourcentage						En pourcentage de la valeur ajoutée nette	En pourcentage du PIB	Variations annuelles en pourcentage			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	12,4	93,9	2,1	2,0	5,5	3,4	2,8	35,7	7,8	138,9	4,9	5,5	2,9
2017	12,1	93,8	1,4	2,1	5,4	4,4	4,4	34,4	7,0	137,4	3,9	7,8	2,4
2018	12,4	93,5	1,8	2,0	7,0	2,5	4,6	34,0	6,0	136,0	2,0	5,6	1,3
2018 T3	12,3	93,5	1,3	2,0	7,5	3,7	4,8	34,1	6,4	137,4	2,8	7,3	1,7
T4	12,4	93,5	1,5	2,0	8,6	2,5	4,6	34,0	6,0	136,0	2,0	20,8	1,3
2019 T1	12,7	93,3	2,1	2,1	7,6	3,5	3,9	33,8	6,2	136,0	1,9	7,4	1,3
T2	13,0	93,5	2,3	2,2	4,4	4,1	3,9	33,6	6,0	136,3	1,3	15,9	1,0

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital ¹⁾		
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires			
		Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	T3	1 042,6	968,0	74,6	589,0	521,6	232,6	207,2	191,6	170,9	29,3	68,4	8,8	5,7
	T4	1 058,5	977,4	81,2	599,3	527,1	234,6	210,4	195,2	166,4	29,4	73,4	22,0	64,4
2019	T1	1 065,8	974,4	91,4	604,7	520,5	235,6	210,0	196,7	175,5	28,8	68,3	10,7	14,9
	T2	1 061,1	990,5	70,7	600,2	519,3	241,1	233,2	193,2	175,0	26,6	63,0	8,7	24,0
2019	Mars	352,6	325,1	27,5	203,5	176,1	78,8	70,0	60,5	56,6	9,8	22,3	3,0	6,2
	Avril	352,9	330,8	22,1	199,3	173,5	80,1	77,8	64,6	58,9	8,9	20,6	2,4	7,8
	Mai	355,2	329,1	26,1	200,6	172,8	80,1	76,9	65,4	59,5	9,1	20,0	3,0	8,0
	Juin	353,0	330,6	22,5	200,3	173,1	80,8	78,5	63,2	56,6	8,7	22,4	3,4	8,2
	Juillet	353,4	331,8	21,6	200,4	172,5	79,5	77,5	64,4	59,2	9,0	22,6	3,6	2,4
	Août	352,1	325,4	26,6	201,6	173,9	80,1	74,6	62,1	54,9	8,3	22,1	3,0	1,9
		flux cumulés sur 12 mois												
2019	Août	4 239,5	3 927,1	312,4	2 403,0	2 089,2	948,5	875,1	776,6	690,5	111,5	272,4	50,6	109,8
		flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB												
2019	Août	36,1	33,5	2,7	20,5	17,8	8,1	7,5	6,6	5,9	1,0	2,3	0,4	0,9

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

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

(données cvs, sauf indication contraire)

	Total (données brutes)		Exportations (FAB)						Importations (CAF)					
	Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés	Total			Pour mémoire :				
			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2018	T3	4,8	10,2	572,4	277,6	118,0	166,9	479,4	531,0	310,9	85,6	126,7	373,9	68,6
	T4	3,8	7,9	579,2	278,8	122,7	168,0	485,0	536,6	310,1	88,9	130,1	380,6	66,0
2019	T1	4,1	5,2	586,7	283,5	120,8	172,4	492,6	532,2	307,0	85,2	133,1	381,8	64,1
	T2	2,3	2,5	581,6	275,7	119,2	175,7	485,8	530,2	302,6	84,4	133,9	379,9	65,5
2019	Mars	3,5	6,4	196,3	94,6	40,0	58,6	164,4	179,1	102,8	28,3	45,3	128,4	22,2
	Avril	5,3	6,6	192,6	92,3	39,2	58,0	159,7	177,3	101,4	28,1	44,9	126,7	21,8
	Mai	7,2	5,2	195,2	91,7	40,7	59,0	163,1	176,9	101,9	28,8	44,0	125,0	22,5
	Juin	-5,1	-4,0	193,8	91,7	39,3	58,6	162,9	176,0	99,3	27,5	45,0	128,2	21,2
	Juillet	6,4	2,7	194,1	92,6	38,9	58,3	162,2	176,6	100,8	29,1	44,6	128,5	20,3
	Août	-2,2	-4,0	194,8	.	.	.	162,1	174,5	.	.	.	126,3	.
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2018	T3	1,2	2,0	107,1	110,6	106,3	103,9	107,5	108,8	108,9	110,1	108,2	110,7	97,0
	T4	0,2	1,8	107,5	110,4	109,6	103,7	107,6	109,6	109,0	112,0	110,0	111,3	98,0
2019	T1	0,1	1,5	108,1	111,6	107,1	105,0	107,9	109,9	110,3	107,5	112,0	111,2	105,1
	T2	-1,3	-0,2	106,4	108,3	104,8	105,4	106,0	109,0	107,6	107,6	112,6	110,9	97,1
2019	Février	2,0	1,7	107,7	111,3	107,1	104,1	107,7	108,8	109,0	105,0	111,4	110,9	103,1
	Mars	-0,7	1,0	108,2	111,9	105,8	106,6	108,1	110,1	109,8	105,9	114,4	111,8	103,7
	Avril	0,8	2,2	105,6	108,4	102,9	105,1	104,5	109,1	108,1	106,1	113,4	110,9	96,4
	Mai	3,4	1,6	106,9	107,7	107,6	105,8	106,7	108,9	108,0	110,8	111,4	109,9	97,1
	Juin	-7,6	-4,3	106,6	108,7	103,9	105,3	106,8	109,0	106,8	105,8	113,0	112,0	97,8
	Juillet	4,0	3,3	106,6	109,1	103,2	105,3	106,3	109,5	109,2	111,0	111,5	112,1	95,2

Sources: BCE et Eurostat.

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

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

4 Prix et coûts

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total				Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) ²⁾							Pour mémoire : prix administrés		
	Indice : 2015 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Energie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés	
		1	2			3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2019		100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	86,7	13,3
2016	100,2	0,2	0,8	-0,4	1,1	—	—	—	—	—	—	—	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	—	—	—	—	—	—	—	1,6	1,0
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	—	—	—	—	—	—	—	1,7	2,2
2018 T4	104,3	1,9	1,0	2,3	1,5	0,3	0,3	0,2	0,1	1,6	0,2	1,8	2,8	
2019 T1	103,5	1,4	1,0	1,5	1,4	0,0	0,6	0,2	0,1	-2,4	0,3	1,3	2,4	
T2	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,6	0,6	-0,2	0,1	1,6	0,6	1,3	2,1	
T3	105,1	1,0	0,9	0,7	1,3	0,1	0,5	1,4	0,1	-1,5	0,4	0,9	1,4	
2019 Avril	105,1	1,7	1,3	1,5	1,9	0,3	0,1	0,0	0,0	0,7	0,4	1,7	2,1	
Mai	105,2	1,2	0,8	1,4	1,0	0,1	0,2	0,4	0,1	0,9	-0,2	1,1	2,1	
Juin	105,4	1,3	1,1	1,0	1,6	0,1	0,2	0,4	0,0	-1,2	0,4	1,1	2,2	
Juillet	104,9	1,0	0,9	0,9	1,2	0,0	0,2	0,5	0,1	-0,6	0,0	1,0	1,3	
Août	105,1	1,0	0,9	0,8	1,3	0,1	0,1	0,9	0,0	-0,6	0,2	0,9	1,5	
Septembre	105,3	0,8	1,0	0,3	1,5	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,1	0,7	1,4	
Biens														
Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)				Produits manufacturés			Logement		Transports	Communications	Services de loisirs et personnels	Divers		
Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie		Loyers							
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25			
% du total en 2019	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4		
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,3	1,2		
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8		
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4		
2018 T4	2,0	1,9	2,0	2,4	0,2	8,4	1,2	1,1	1,5	-0,3	1,9	1,7		
2019 T1	2,0	1,9	1,9	1,3	0,3	3,9	1,2	1,2	1,3	-0,6	1,7	1,5		
T2	1,5	1,8	0,6	1,2	0,3	3,6	1,3	1,3	2,1	-1,2	2,0	1,5		
T3	1,8	1,9	1,6	0,0	0,3	-0,7	1,5	1,5	2,2	-0,8	1,1	1,5		
2019 Avril	1,5	1,7	0,8	1,6	0,2	5,3	1,3	1,2	2,5	-1,2	2,8	1,6		
Mai	1,5	1,9	0,4	1,3	0,3	3,8	1,3	1,2	1,5	-1,5	1,0	1,4		
Juin	1,6	1,9	0,7	0,6	0,3	1,7	1,5	1,4	2,2	-0,9	2,1	1,4		
Juillet	1,9	2,0	1,7	0,4	0,4	0,5	1,5	1,5	2,1	-1,1	0,8	1,4		
Août	2,1	1,9	2,5	0,1	0,3	-0,6	1,5	1,5	2,3	-0,8	0,9	1,7		
Septembre	1,6	1,8	0,7	-0,3	0,2	-1,8	1,5	1,5	2,1	-0,6	1,5	1,6		

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).

4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production dans l'industrie hors construction ¹⁾										Construction ²⁾	Prix de l'immobilier résidentiel ³⁾	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commercial ²⁾			
	Total (indice : 2015 = 100)	Total		Industrie hors construction et énergie					Énergie							
		Secteur manufac-	tureur	Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équipement	Biens de consommation									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
% du total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9						
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,7	4,0	5,0			
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,3	4,8			
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,5	4,8	4,2			
2018 T3	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,5	3,0	4,9	3,3			
T4	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	2,4	4,7	3,0			
2019 T1	105,4	3,0	1,3	1,1	1,3	1,5	0,4	-0,1	1,0	7,7	2,5	4,1	.			
T2	104,8	1,6	1,0	0,9	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,0	2,2	4,1	.			
2019 Mars	105,4	2,9	1,7	1,1	1,2	1,6	0,2	-0,4	1,0	7,7	—	—	—			
Avril	105,1	2,6	1,6	1,1	1,2	1,5	0,8	0,6	1,0	6,4	—	—	—			
Mai	105,0	1,6	1,2	1,0	0,8	1,6	1,0	0,9	0,9	3,0	—	—	—			
juin	104,4	0,7	0,3	0,8	0,2	1,5	1,2	1,3	0,9	-0,2	—	—	—			
juillet	104,5	0,1	0,4	0,6	-0,3	1,6	1,0	1,1	0,8	-2,0	—	—	—			
Août	104,0	-0,8	-0,2	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,3	0,8	-4,9	—	—	—			

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

1) Ventes domestiques uniquement.

2) Prix des intrants pour les immeubles résidentiels.

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

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie (en euros)					
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Demande intérieure				Exportations ¹⁾	Importations ¹⁾	Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾			
			Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
% du total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2016	100,9	0,9	0,4	0,4	0,4	0,7	-1,3	-2,4	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	101,8	1,0	1,3	1,3	1,4	1,6	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	103,1	1,3	1,7	1,4	1,8	2,0	1,4	2,3	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,2	-5,5	5,7
2018 T4	103,8	1,5	2,0	1,7	1,8	2,3	1,8	2,9	59,5	1,9	0,1	3,6	2,3	0,2	4,4
2019 T1	104,2	1,5	1,7	1,3	1,7	2,6	1,2	1,6	55,6	3,2	3,7	2,8	3,9	5,2	2,7
T2	104,7	1,7	1,7	1,6	1,7	2,0	1,0	1,0	61,0	-1,8	-0,6	-2,8	-0,1	4,8	-4,9
T3	.	.	.	.	.	.	.	.	55,7	1,9	3,9	0,2	1,7	6,6	-3,1
2019 Avril	—	—	—	—	—	—	—	—	63,4	2,0	1,2	2,8	4,3	7,5	1,0
Mai	—	—	—	—	—	—	—	—	63,1	-4,2	-3,3	-5,0	-2,2	2,6	-7,1
Juin	—	—	—	—	—	—	—	—	56,0	-3,0	0,4	-5,8	-2,1	4,4	-8,4
Juillet	—	—	—	—	—	—	—	—	57,1	2,7	3,8	1,8	2,9	7,5	-1,6
Août	—	—	—	—	—	—	—	—	53,3	-1,0	0,9	-2,7	-1,2	3,3	-5,7
Septembre	—	—	—	—	—	—	—	—	56,6	4,2	7,1	1,7	3,5	9,1	-2,0

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

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

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

4 Prix et coûts

4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)					Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Évolution des prix à la consomma- tion sur les 12 derniers mois 5	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière 1	Commerce de détail 2	Services 3	Construction 4		Industrie manufacturière 6	Services 7	Industrie manufacturière 8	Services 9
1999-2015	4,2	–	–	-3,6	32,0	56,7	56,3	–	49,7
2016	-0,4	2,3	4,4	-7,1	0,6	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,2	5,1	6,9	2,5	12,7	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,5	7,4	9,4	12,1	20,3	65,4	57,9	56,1	52,7
2018 T4	11,9	8,5	10,0	13,0	23,9	62,6	58,4	54,5	52,7
2019 T1	8,9	8,2	10,4	11,4	20,4	53,9	57,7	53,0	53,1
T2	4,6	7,2	9,1	6,1	19,7	50,6	57,1	51,2	52,3
T3	1,8	6,6	8,3	4,4	17,9	46,4	56,5	48,9	52,0
2019 Avril	5,2	8,3	10,1	7,8	15,6	52,7	57,7	51,4	53,1
Mai	5,3	7,7	8,2	6,7	22,6	51,2	57,5	51,6	51,6
Juin	3,2	5,5	9,0	3,9	21,0	48,0	56,2	50,6	52,3
Juillet	1,4	6,8	8,5	4,0	18,7	46,3	56,7	48,8	52,3
Août	2,3	6,1	8,8	4,4	18,1	46,7	56,8	49,4	52,1
Septembre	1,6	6,8	7,7	4,9	17,0	46,3	55,9	48,6	51,7

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 : 2016 = 100) 1	Total 2	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾ 7
			Salaires et traitements 3	Cotisations sociales des employeurs 4	Économie marchande 5	Principalement économie non marchande 6	
% du total en 2018	100,0		100,0		75,3		31,0
2016	100,0	1,3	1,4	1,0	1,1	1,6	1,4
2017	101,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,5
2018	104,0	2,2	2,1	2,3	2,3	1,9	2,0
2018 T3	100,7	2,3	2,2	2,4	2,5	2,1	2,1
T4	110,5	2,2	2,2	2,0	2,1	2,3	2,2
2019 T1	99,6	2,5	2,7	2,0	2,6	2,5	2,3
T2	110,5	2,7	2,7	2,9	2,7	3,0	2,0

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

4 Prix et coûts

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

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

	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Par activité économique										Arts, spectacles et autres activités de services
			Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufactu- rière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restau- ration	Information et communi- cation	Activités financières et d'assu- rance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entre- prises et de soutien	Administration publique, enseigne- ment, santé et action sociale		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Coûts unitaires de main-d'œuvre													
2016	105,4	0,7	1,9	-0,8	0,1	1,1	-0,7	2,3	4,5	0,9	1,1	2,3	
2017	106,2	0,7	-0,1	-0,6	1,0	0,3	0,0	-1,3	3,2	1,9	1,4	1,0	
2018	108,2	1,8	0,7	1,7	1,0	1,7	1,6	-0,5	3,4	2,2	2,3	2,5	
2018 T3	108,6	2,3	2,2	2,4	1,7	2,4	1,5	-0,8	4,4	3,0	2,7	3,1	
T4	109,1	2,5	1,3	3,7	1,2	2,2	2,1	0,3	4,9	2,3	2,5	2,9	
2019 T1	109,5	2,3	1,8	3,7	0,9	2,1	1,2	-0,3	5,1	2,0	2,4	2,0	
T2	110,1	2,2	-0,1	3,6	1,3	2,1	0,4	-0,8	2,9	2,4	2,4	2,5	
Rémunération par tête													
2016	109,5	1,3	0,1	1,4	1,7	1,6	0,5	1,8	2,9	0,6	1,4	1,5	
2017	111,3	1,7	1,1	1,6	2,0	1,4	2,3	1,2	2,2	2,5	1,8	1,6	
2018	113,8	2,2	2,4	2,0	1,9	2,4	2,5	1,4	3,2	2,7	2,0	2,3	
2018 T3	114,3	2,5	2,7	2,2	2,5	2,9	2,3	1,5	3,8	3,1	2,1	2,8	
T4	114,9	2,2	1,8	1,8	1,7	2,4	2,1	1,4	4,5	3,0	2,1	2,9	
2019 T1	115,4	2,3	2,0	2,1	3,2	2,9	1,9	1,0	4,3	2,0	2,0	2,4	
T2	116,0	2,2	2,1	1,5	3,1	2,4	1,5	1,1	3,2	2,6	2,0	2,9	
Productivité par personne employée													
2016	103,9	0,6	-1,8	2,2	1,6	0,5	1,2	-0,5	-1,5	-0,2	0,3	-0,8	
2017	104,8	0,9	1,2	2,2	0,9	1,1	2,3	2,6	-1,0	0,6	0,5	0,6	
2018	105,2	0,4	1,6	0,3	0,9	0,7	0,9	1,9	-0,2	0,5	-0,3	-0,2	
2018 T3	105,3	0,2	0,5	-0,2	0,8	0,5	0,8	2,3	-0,5	0,1	-0,6	-0,3	
T4	105,3	-0,2	0,4	-1,8	0,5	0,2	0,0	1,1	-0,4	0,7	-0,5	0,0	
2019 T1	105,4	0,0	0,3	-1,5	2,3	0,7	0,7	1,3	-0,8	-0,1	-0,4	0,4	
T2	105,4	0,0	2,1	-2,0	1,8	0,3	1,1	2,0	0,3	0,3	-0,4	0,4	
Rémunération par heure travaillée													
2016	111,2	1,0	-0,6	1,2	1,8	0,9	0,5	1,4	2,5	0,2	1,4	1,5	
2017	113,3	2,0	1,3	1,8	2,0	1,8	2,4	1,8	2,1	2,4	2,4	2,1	
2018	115,8	2,1	1,9	2,1	1,4	2,5	2,6	1,7	2,4	2,7	1,9	2,2	
2018 T3	115,7	2,2	2,5	2,1	1,7	2,6	2,4	1,8	2,6	2,7	2,0	2,4	
T4	116,2	1,9	1,2	1,8	1,2	2,0	1,9	1,1	4,2	2,8	1,9	2,4	
2019 T1	116,8	1,9	0,1	1,9	2,6	2,3	1,7	0,8	4,3	1,9	1,9	2,5	
T2	117,6	2,3	2,8	1,7	3,0	2,3	1,9	1,2	3,1	2,6	2,3	3,9	
Productivité horaire du travail													
2016	105,7	0,5	-2,1	2,0	1,4	0,3	1,2	-0,9	-2,2	-0,4	0,3	-0,8	
2017	107,2	1,4	1,8	2,5	1,1	1,7	2,5	3,1	-0,7	0,9	1,1	1,1	
2018	107,7	0,5	0,8	0,5	0,7	1,0	1,1	2,1	-0,8	0,6	-0,3	0,0	
2018 T3	107,2	0,0	-0,5	-0,1	0,2	0,4	1,0	2,5	-1,4	-0,2	-0,6	-0,5	
T4	107,3	-0,4	-0,2	-1,8	0,2	0,1	-0,1	0,8	-0,5	0,5	-0,6	-0,2	
2019 T1	107,5	-0,2	-0,9	-1,8	1,8	0,5	0,6	1,1	-0,3	-0,2	-0,5	0,4	
T2	107,6	0,2	1,9	-1,7	1,7	0,5	1,6	2,0	0,3	0,2	-0,1	1,2	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5 Monnaie et crédit

5.1 Agrégats monétaires¹⁾

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

	M3														
	M2						M3-M2								
	M1		M2-M1				Pensions	Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans	7	8	9	10	11	12
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	6	7									
Encours															
2016	1 075,3	6 082,8	7 158,1	1 330,6	2 221,0	3 551,5	10 709,7	69,6	523,1	87,7	680,4	11 390,0			
2017	1 111,6	6 637,3	7 748,9	1 197,0	2 260,9	3 457,9	11 206,8	74,7	512,0	72,6	659,4	11 866,2			
2018	1 162,7	7 114,8	8 277,4	1 128,1	2 298,0	3 426,1	11 703,5	74,6	523,3	72,9	670,7	12 374,2			
2018	T3	1 150,6	7 009,8	8 160,3	1 126,6	2 284,6	3 411,2	11 571,5	71,4	495,4	61,1	627,9	12 199,4		
	T4	1 162,7	7 114,8	8 277,4	1 128,1	2 298,0	3 426,1	11 703,5	74,6	523,3	72,9	670,7	12 374,2		
2019	T1	1 180,7	7 285,2	8 465,9	1 113,0	2 318,5	3 431,5	11 897,4	74,4	509,6	31,7	615,6	12 513,1		
	T2	1 188,0	7 419,2	8 607,2	1 110,2	2 338,9	3 449,2	12 056,3	74,9	509,6	38,3	622,8	12 679,2		
2019	Mars	1 180,7	7 285,2	8 465,9	1 113,0	2 318,5	3 431,5	11 897,4	74,4	509,6	31,7	615,6	12 513,1		
	Avril	1 182,2	7 307,3	8 489,5	1 126,3	2 327,2	3 453,5	11 943,0	73,9	514,0	40,1	628,0	12 571,0		
	Mai	1 185,4	7 365,5	8 550,9	1 124,6	2 335,2	3 459,8	12 010,7	70,7	511,9	46,7	629,3	12 640,0		
	Juin	1 188,0	7 419,2	8 607,2	1 110,2	2 338,9	3 449,2	12 056,3	74,9	509,6	38,3	622,8	12 679,2		
	Juillet	1 193,1	7 492,3	8 685,4	1 099,5	2 345,0	3 444,5	12 129,9	76,4	523,4	37,2	637,0	12 766,8		
	Août ^(p)	1 198,0	7 584,7	8 782,7	1 116,8	2 345,7	3 462,5	12 245,1	72,1	531,8	23,5	627,5	12 872,6		
Flux															
2016	38,1	541,7	579,8	-106,1	16,1	-90,0	489,8	-4,3	34,3	19,4	49,4	539,1			
2017	36,4	591,7	628,0	-110,6	34,3	-76,3	551,7	6,6	-10,9	-18,4	-22,7	529,0			
2018	50,0	461,9	512,0	-71,5	45,0	-26,5	485,5	-0,8	11,3	-3,5	7,0	492,5			
2018	T3	16,0	116,1	132,1	-51,8	14,1	-37,7	94,4	-2,4	-12,6	-4,9	-19,9	74,6		
	T4	12,1	105,3	117,4	0,2	13,4	13,7	131,0	2,9	27,7	8,5	39,0	170,0		
2019	T1	18,1	167,8	185,9	-17,4	21,0	3,6	189,4	-0,5	-20,5	-37,7	-58,7	130,8		
	T2	7,3	138,7	146,0	-3,7	20,3	16,6	162,6	0,8	0,3	7,0	8,1	170,7		
2019	Mars	8,0	90,7	98,7	-13,4	9,5	-3,9	94,8	3,5	2,5	-24,9	-18,9	75,9		
	Avril	1,5	22,3	23,8	13,2	8,6	21,7	45,6	-0,5	4,6	8,1	12,3	57,9		
	Mai	3,2	58,4	61,6	-3,2	8,0	4,7	66,3	-3,2	-2,1	5,3	0,0	66,3		
	Juin	2,6	57,9	60,6	-13,7	3,8	-9,9	50,7	4,5	-2,2	-6,4	-4,1	46,5		
	Juillet	5,0	69,9	75,0	-12,1	6,0	-6,1	68,9	1,3	13,8	-2,4	12,8	81,6		
	Août ^(p)	5,0	89,6	94,5	16,1	0,7	16,8	111,4	-4,5	8,5	-13,1	-9,2	102,2		
Taux de croissance															
2016	3,7	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,8	7,0	27,4	7,8	5,0			
2017	3,4	9,8	8,8	-8,4	1,5	-2,2	5,2	9,5	-2,1	-21,0	-3,3	4,7			
2018	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-1,1	2,2	-5,0	1,0	4,1			
2018	T3	4,1	7,3	6,9	-7,4	1,8	-1,4	4,3	5,8	-6,7	-26,2	-7,8	3,6		
	T4	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-1,1	2,2	-5,0	1,0	4,1		
2019	T1	5,6	7,8	7,5	-5,5	2,6	-0,2	5,2	2,5	-1,7	-49,2	-5,9	4,6		
	T2	4,7	7,7	7,2	-6,2	3,0	-0,1	5,0	1,1	-1,0	-39,9	-4,8	4,5		
2019	Mars	5,6	7,8	7,5	-5,5	2,6	-0,2	5,2	2,5	-1,7	-49,2	-5,9	4,6		
	Avril	5,2	7,7	7,4	-3,7	2,8	0,6	5,3	-4,6	-0,8	-43,3	-5,9	4,7		
	Mai	4,9	7,6	7,2	-3,9	3,0	0,7	5,2	-2,4	-0,3	-30,0	-3,7	4,8		
	Juin	4,7	7,7	7,2	-6,2	3,0	-0,1	5,0	1,1	-1,0	-39,9	-4,8	4,5		
	Juillet	4,9	8,3	7,8	-5,5	3,0	0,1	5,5	10,6	1,6	-40,5	-1,6	5,1		
	Août ^(p)	4,7	9,0	8,4	-2,7	2,9	1,0	6,2	-0,7	4,6	-63,2	-2,9	5,7		

Source : BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques ⁴⁾
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2016	2 093,2	1 630,3	295,1	159,6	8,2	6 055,5	3 402,3	644,9	2 006,3	2,1	972,0	199,5	383,8
2017	2 239,0	1 795,5	285,7	148,8	9,1	6 315,2	3 700,7	562,0	2 051,9	0,7	998,6	204,4	412,6
2018	2 336,5	1 900,4	280,8	147,5	7,8	6 642,8	4 034,6	517,3	2 089,8	1,2	1 004,6	200,2	431,2
2018 T3	2 309,7	1 886,3	267,9	148,7	6,8	6 545,8	3 946,3	524,6	2 073,8	1,1	986,4	212,2	438,3
T4	2 336,5	1 900,4	280,8	147,5	7,8	6 642,8	4 034,6	517,3	2 089,8	1,2	1 004,6	200,2	431,2
2019 T1	2 383,9	1 960,5	269,6	147,9	5,9	6 753,9	4 126,3	515,0	2 111,2	1,3	977,7	213,2	462,3
T2	2 407,2	1 985,8	263,8	150,2	7,4	6 844,1	4 203,9	510,3	2 128,0	1,9	1 012,3	217,4	462,2
2019 Mars	2 383,9	1 960,5	269,6	147,9	5,9	6 753,9	4 126,3	515,0	2 111,2	1,3	977,7	213,2	462,3
Avril	2 390,9	1 963,1	271,7	148,8	7,2	6 789,7	4 156,2	513,5	2 118,3	1,7	983,4	211,7	459,0
Mai	2 401,7	1 977,0	268,5	149,2	7,0	6 828,6	4 188,3	512,7	2 126,1	1,6	990,2	216,8	458,7
Juin	2 407,2	1 985,8	263,8	150,2	7,4	6 844,1	4 203,9	510,3	2 128,0	1,9	1 012,3	217,4	462,2
Juillet	2 436,3	2 016,4	263,2	150,4	6,4	6 898,0	4 253,6	508,8	2 133,5	2,1	1 003,1	220,9	454,9
Août ^(p)	2 469,8	2 046,4	264,9	152,0	6,5	6 924,4	4 281,6	507,7	2 132,8	2,3	1 029,7	235,2	460,2
Flux													
2016	131,8	156,7	-25,2	0,2	0,1	300,7	334,2	-46,5	13,9	-0,9	23,9	-28,1	19,0
2017	180,0	182,8	-3,0	-0,8	1,0	254,1	303,5	-81,6	33,5	-1,3	54,7	6,3	26,9
2018	93,9	103,2	-6,9	-1,1	-1,4	326,9	325,6	-45,1	45,9	0,5	0,9	-4,8	17,8
2018 T3	25,9	35,4	-9,9	0,6	-0,2	76,0	75,5	-10,7	11,3	0,0	-29,2	-8,0	11,4
T4	27,4	14,3	12,9	-0,7	0,9	96,4	88,2	-7,5	15,7	0,1	17,2	-12,4	-6,8
2019 T1	50,0	61,8	-11,3	0,8	-1,2	109,8	91,0	-2,6	21,4	0,1	-31,8	12,4	30,5
T2	26,8	28,1	-5,4	2,6	1,5	90,2	78,1	-4,8	16,3	0,6	34,9	4,5	-0,4
2019 Mars	34,0	40,0	-6,6	0,8	-0,2	29,7	22,8	-2,1	9,2	-0,3	9,8	7,0	10,0
Avril	7,0	2,7	2,1	1,0	1,3	35,1	29,8	-2,0	6,9	0,4	6,4	-1,6	-3,3
Mai	11,8	15,0	-3,3	0,3	-0,2	38,8	32,0	-0,9	7,7	-0,1	4,7	5,0	-0,3
Juin	8,1	10,5	-4,1	1,3	0,4	16,3	16,3	-1,9	1,7	0,3	23,8	1,0	3,3
Juillet	28,4	29,2	0,1	0,0	-1,0	53,5	49,6	-1,8	5,5	0,3	-12,7	3,3	-7,4
Août ^(p)	31,6	28,6	1,3	1,7	0,1	26,1	27,9	-1,3	-0,7	0,2	24,7	14,1	5,3
Taux de croissance													
2016	6,8	10,4	-7,8	0,2	1,4	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,3	2,4	-12,4	5,2
2017	8,6	11,2	-1,1	-0,5	12,5	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,5	5,7	3,2	7,0
2018	4,2	5,7	-2,5	-0,7	-15,9	5,2	8,8	-8,0	2,2	65,1	0,1	-2,3	4,3
2018 T3	4,8	7,0	-6,8	0,3	27,6	4,5	8,4	-10,0	1,9	-45,8	1,3	5,2	4,8
T4	4,2	5,7	-2,5	-0,7	-15,9	5,2	8,8	-8,0	2,2	65,1	0,1	-2,3	4,3
2019 T1	5,9	7,7	-2,6	0,2	-17,4	5,7	8,9	-5,5	2,9	-18,1	-2,1	0,4	10,8
T2	5,7	7,6	-4,9	2,3	12,4	5,8	8,6	-4,8	3,1	73,3	-0,9	-1,6	8,1
2019 Mars	5,9	7,7	-2,6	0,2	-17,4	5,7	8,9	-5,5	2,9	-18,1	-2,1	0,4	10,8
Avril	5,8	7,1	-0,6	1,6	0,2	5,8	8,9	-5,2	2,9	1,5	0,1	-0,5	9,2
Mai	5,5	6,8	-1,3	1,4	8,9	5,9	8,9	-4,7	3,2	20,2	-0,7	0,3	8,8
Juin	5,7	7,6	-4,9	2,3	12,4	5,8	8,6	-4,8	3,1	73,3	-0,9	-1,6	8,1
Juillet	6,9	8,7	-3,0	2,4	-8,1	6,1	9,2	-4,6	3,1	15,9	-0,1	1,6	6,5
Août ^(p)	7,9	9,6	-1,3	2,9	2,7	6,1	9,2	-4,1	3,0	28,2	4,0	9,0	5,4

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 reclasées dans le secteur des sociétés financières. Ces entités figurent dans les statistiques de bilan des IFM parmi les sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension.

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 euro¹⁾

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

	Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro									Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires	
	Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts						Titres de créance			
					Total	Prêts corrigés ²⁾	Aux sociétés non financières ³⁾	Aux ménages ⁴⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension ³⁾	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Encours														
2016	4 389,3	1 084,0	3 292,1	12 881,3	10 711,1	10 982,1	4 311,4	5 449,3	836,7	113,5	1 387,4	782,9		
2017	4 625,9	1 033,3	3 578,7	13 116,4	10 874,1	11 167,4	4 325,4	5 600,0	839,1	109,6	1 442,4	799,8		
2018	4 685,8	1 007,4	3 666,9	13 417,9	11 127,0	11 484,9	4 408,9	5 741,4	848,7	127,9	1 519,7	771,2		
2018	T3	4 627,4	1 003,5	3 609,9	13 363,3	11 064,5	11 394,1	4 396,2	5 702,0	841,9	124,4	1 513,8	785,0	
	T4	4 685,8	1 007,4	3 666,9	13 417,9	11 127,0	11 484,9	4 408,9	5 741,4	848,7	127,9	1 519,7	771,2	
2019	T1	4 662,0	1 001,3	3 649,2	13 526,6	11 196,3	11 548,1	4 422,3	5 788,2	854,4	131,4	1 526,9	803,4	
	T2	4 632,6	1 000,7	3 620,2	13 642,3	11 294,1	11 668,7	4 461,7	5 826,1	874,9	131,4	1 546,2	802,0	
2019	Mars	4 662,0	1 001,3	3 649,2	13 526,6	11 196,3	11 548,1	4 422,3	5 788,2	854,4	131,4	1 526,9	803,4	
	Avril	4 638,8	998,2	3 629,2	13 570,0	11 234,0	11 591,2	4 443,8	5 800,5	864,1	125,7	1 522,9	813,1	
	Mai	4 631,6	1 004,3	3 615,6	13 592,4	11 257,4	11 623,7	4 463,9	5 807,5	862,8	123,2	1 533,5	801,6	
	Juin	4 632,6	1 000,7	3 620,2	13 642,3	11 294,1	11 668,7	4 461,7	5 826,1	874,9	131,4	1 546,2	802,0	
	Juillet	4 671,5	1 000,6	3 659,3	13 683,6	11 339,0	11 711,1	4 486,1	5 843,0	876,2	133,7	1 537,5	807,1	
	Août ^(p)	4 709,3	1 005,5	3 692,1	13 741,8	11 398,9	11 760,5	4 509,9	5 865,3	883,0	140,7	1 540,7	802,1	
Flux														
2016	486,2	-34,2	520,3	319,4	235,6	259,2	82,6	121,0	43,0	-11,0	80,3	3,6		
2017	289,3	-43,7	332,3	363,7	275,2	316,9	85,5	173,4	19,8	-3,5	64,3	24,2		
2018	91,3	-28,3	119,6	376,2	308,5	384,4	124,2	165,9	0,2	18,1	89,0	-21,3		
2018	T3	48,0	-16,2	64,5	105,1	90,7	88,9	48,7	49,8	-12,4	4,5	18,6	-4,2	
	T4	39,7	4,0	35,7	65,5	60,1	93,1	16,5	42,0	-1,8	3,4	13,2	-7,8	
2019	T1	-40,6	-6,8	-33,8	107,2	83,1	79,5	25,1	50,2	6,0	1,8	-1,8	25,9	
	T2 ^(p)	-56,8	-1,4	-55,7	126,4	113,8	135,7	53,8	38,6	24,1	-2,8	17,5	-4,9	
2019	Mars	-38,8	0,4	-38,7	26,2	23,1	27,9	3,2	18,8	-2,4	3,5	-8,7	11,8	
	Avril	-22,2	-3,2	-19,0	40,5	41,6	47,1	26,1	12,6	8,6	-5,7	-6,3	5,2	
	Mai	-8,3	5,9	-14,5	34,0	25,6	34,2	21,9	7,6	-1,5	-2,5	13,9	-5,5	
	Juin	-26,4	-4,1	-22,3	52,0	46,6	54,5	5,8	18,4	17,1	5,3	10,0	-4,6	
	Juillet	13,7	-0,2	13,9	38,5	45,1	44,2	25,7	17,1	0,1	2,2	-10,5	3,9	
	Août ^(p)	8,3	4,9	3,4	55,3	58,1	51,3	23,5	21,9	5,7	7,0	1,3	-4,1	
Taux de croissance														
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	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,4	-3,1	4,6	3,1		
2018	2,0	-2,7	3,4	2,9	2,8	3,5	2,9	3,0	0,0	16,5	6,2	-2,7		
2018	T3	3,1	-4,5	5,3	3,1	3,0	3,5	3,3	3,1	0,1	11,7	5,9	-1,1	
	T4	2,0	-2,7	3,4	2,9	2,8	3,5	2,9	3,0	0,0	16,5	6,2	-2,7	
2019	T1	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,3	2,5	3,1	-0,9	14,8	4,1	1,8	
	T2	-0,2	-2,0	0,3	3,0	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,8	3,2	1,1	
2019	Mars	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,3	2,5	3,1	-0,9	14,8	4,1	1,8	
	Avril	1,3	-2,7	2,5	2,7	2,8	3,5	2,8	3,2	0,6	5,4	2,5	1,2	
	Mai	0,6	-2,2	1,4	2,6	2,7	3,4	2,7	3,1	-0,4	1,6	3,0	0,5	
	Juin	-0,2	-2,0	0,3	3,0	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,8	3,2	1,1	
	Juillet	-0,5	-1,4	-0,2	2,9	3,2	3,7	3,3	3,2	2,6	7,1	1,4	1,8	
	Août ^(p)	-0,6	-0,3	-0,7	3,1	3,5	3,8	3,5	3,2	3,3	13,0	1,2	2,0	

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

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

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

	Sociétés non financières ²⁾				Ménages ³⁾					
	Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consommation	Prêts au logement	Autres prêts
	Prêts corrigés ⁴⁾	1				2	3			
Encours										
2016	4 311,4	4 309,1	1 013,3	795,7	2 502,4	5 449,3	5 728,7	615,9	4 084,1	749,3
2017	4 325,4	4 360,1	987,3	820,2	2 517,9	5 600,0	5 866,6	654,4	4 217,0	728,6
2018	4 408,9	4 494,4	995,4	844,6	2 568,9	5 741,4	6 023,3	683,6	4 353,9	703,9
2018 T3	4 396,2	4 459,8	999,7	836,2	2 560,4	5 702,0	5 979,1	678,6	4 311,8	711,5
T4	4 408,9	4 494,4	995,4	844,6	2 568,9	5 741,4	6 023,3	683,6	4 353,9	703,9
2019 T1	4 422,3	4 508,9	979,9	852,0	2 590,4	5 788,2	6 065,7	694,4	4 391,6	702,2
T2	4 461,7	4 555,9	978,6	867,7	2 615,5	5 826,1	6 112,5	707,9	4 421,3	696,9
2019 Mars	4 422,3	4 508,9	979,9	852,0	2 590,4	5 788,2	6 065,7	694,4	4 391,6	702,2
Avril	4 443,8	4 528,0	984,9	858,9	2 600,0	5 800,5	6 083,2	695,7	4 405,3	699,5
Mai	4 463,9	4 546,6	982,4	865,7	2 615,9	5 807,5	6 098,7	701,0	4 409,5	697,0
Juin	4 461,7	4 555,9	978,6	867,7	2 615,5	5 826,1	6 112,5	707,9	4 421,3	696,9
Juillet	4 486,1	4 576,1	985,5	874,8	2 625,8	5 843,0	6 133,1	711,1	4 437,0	694,9
Août ^(p)	4 509,9	4 597,1	999,9	878,9	2 631,2	5 865,3	6 150,8	714,3	4 456,0	694,9
Flux										
2016	82,6	100,1	-14,6	43,3	53,9	121,0	113,7	24,1	105,4	-8,5
2017	85,5	135,5	0,6	38,9	46,0	173,4	165,1	45,2	134,2	-6,0
2018	124,2	178,7	19,2	33,8	71,3	165,9	188,0	39,7	136,3	-10,1
2018 T3	48,7	49,0	16,4	9,7	22,6	49,8	48,5	10,3	40,6	-1,1
T4	16,5	41,6	-2,6	7,7	11,5	42,0	50,6	7,8	39,1	-5,0
2019 T1	25,1	24,4	-14,0	10,1	29,0	50,2	49,0	11,6	38,8	-0,2
T2	53,8	59,8	2,6	18,6	32,7	38,6	48,5	13,2	27,4	-1,9
2019 Mars	3,2	8,5	-0,8	2,2	1,9	18,8	16,1	3,9	15,8	-0,9
Avril	26,1	24,2	6,4	7,2	12,6	12,6	17,4	2,8	10,2	-0,4
Mai	21,9	19,3	-2,4	7,0	17,4	7,6	16,8	5,6	4,2	-2,2
Juin	5,8	16,3	-1,4	4,4	2,8	18,4	14,3	4,9	12,9	0,6
Juillet	25,7	22,5	6,5	7,4	11,8	17,1	21,0	3,3	15,5	-1,7
Août ^(p)	23,5	24,0	13,8	4,1	5,7	21,9	17,8	3,4	18,2	0,3
Taux de croissance										
2016	1,9	2,4	-1,4	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017	2,0	3,2	0,1	4,9	1,8	3,2	2,9	7,4	3,3	-0,8
2018	2,9	4,1	1,9	4,2	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	-1,4
2018 T3	3,3	4,4	3,3	4,6	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,9
T4	2,9	4,1	1,9	4,2	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	-1,4
2019 T1	2,5	3,8	-1,3	4,6	3,3	3,1	3,3	6,1	3,5	-1,5
T2	3,3	4,0	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,4	3,4	-1,1
2019 Mars	2,5	3,8	-1,3	4,6	3,3	3,1	3,3	6,1	3,5	-1,5
Avril	2,8	4,0	-0,9	5,3	3,4	3,2	3,3	5,8	3,5	-1,4
Mai	2,7	3,9	-1,6	5,5	3,5	3,1	3,3	6,1	3,4	-1,6
Juin	3,3	4,0	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,4	3,4	-1,1
Juillet	3,3	4,0	-0,4	5,8	3,9	3,2	3,4	6,2	3,5	-1,3
Août ^(p)	3,5	4,3	0,6	6,0	3,8	3,2	3,4	6,1	3,5	-1,2

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

Dépôts de l'administration centrale ²⁾	Passif des IFM					Actif des IFM					
	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Position extérieure nette	Autre				
	Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total	Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾	Prises en pension de contreparties centrales ³⁾		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Encours											
2016	307,7	6 955,5	2 089,5	70,9	2 145,5	2 649,6	1 125,9	256,6	205,9	121,6	
2017	343,9	6 768,5	1 968,3	59,7	2 014,2	2 726,2	936,5	299,8	143,5	92,5	
2018	379,0	6 815,8	1 941,5	56,0	2 095,3	2 723,1	1 027,6	437,8	187,0	194,9	
2018	T3	403,7	6 696,4	1 934,8	56,9	2 048,6	2 656,2	881,8	427,1	177,3	183,0
	T4	379,0	6 815,8	1 941,5	56,0	2 095,3	2 723,1	1 027,6	437,8	187,0	194,9
2019	T1	367,4	6 909,3	1 937,7	55,6	2 151,1	2 764,9	1 181,5	419,7	199,0	212,3
	T2	366,6	6 987,8	1 955,8	57,6	2 139,6	2 834,8	1 322,3	436,3	191,5	207,8
2019	Mars	367,4	6 909,3	1 937,7	55,6	2 151,1	2 764,9	1 181,5	419,7	199,0	212,3
	Avril	362,2	6 898,8	1 934,7	56,0	2 136,6	2 771,5	1 203,7	419,6	216,8	232,2
	Mai	361,8	6 913,1	1 932,2	56,5	2 137,5	2 786,8	1 278,1	412,8	212,8	229,2
	Juin	366,6	6 987,8	1 955,8	57,6	2 139,6	2 834,8	1 322,3	436,3	191,5	207,8
	Juillet	370,5	7 025,0	1 929,5	58,1	2 156,3	2 881,1	1 402,2	405,0	206,5	224,1
	Août ^(p)	410,4	7 058,0	1 915,5	57,6	2 145,5	2 939,3	1 453,0	436,9	212,6	231,5
Flux											
2016	22,0	-123,4	-71,3	-8,6	-119,2	75,7	-277,2	-90,6	12,8	-12,0	
2017	39,0	-73,9	-83,5	-6,6	-71,4	87,5	-92,8	-66,0	-61,2	-28,5	
2018	39,0	50,3	-37,6	-4,9	21,7	71,1	62,8	51,6	16,2	23,6	
2018	T3	76,4	30,4	-16,2	-1,5	19,2	28,9	39,0	-10,8	3,2	-0,8
	T4	-24,1	20,8	-0,4	-0,9	8,1	14,0	33,1	28,4	9,7	11,9
2019	T1	-11,5	50,0	-10,8	-0,3	46,2	14,8	118,0	-15,3	2,7	5,5
	T2	-0,7	47,8	20,4	2,0	-0,7	26,1	108,9	39,3	-7,1	-4,5
2019	Mars	-41,4	9,6	-1,5	0,0	-0,3	11,3	55,4	1,2	-8,4	-10,2
	Avril	-5,2	-4,8	-2,6	0,3	-13,4	10,9	26,5	3,2	17,8	19,8
	Mai	-0,4	5,6	-1,8	0,6	-0,4	7,2	58,8	-12,9	-4,1	-2,9
	Juin	4,8	47,0	24,8	1,1	13,1	8,0	23,7	49,1	-20,8	-21,4
	Juillet	3,9	-1,8	-27,6	0,4	10,3	15,1	54,4	-22,8	14,9	16,3
	Août ^(p)	40,0	-29,4	-16,5	-0,4	-16,5	4,1	2,0	47,0	6,1	7,4
Taux de croissance											
2016	7,8	-1,8	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	—	—	6,3	-9,0	
2017	12,5	-1,1	-4,0	-9,7	-3,4	3,4	—	—	-29,8	-23,5	
2018	11,3	0,7	-1,9	-8,1	1,1	2,7	—	—	8,1	7,7	
2018	T3	14,3	0,1	-2,7	-9,3	0,1	2,4	—	—	4,6	9,5
	T4	11,3	0,7	-1,9	-8,1	1,1	2,7	—	—	8,1	7,7
2019	T1	8,8	1,4	-1,6	-6,4	2,8	2,6	—	—	17,8	21,2
	T2	12,0	2,2	-0,4	-1,3	3,5	3,1	—	—	5,1	6,7
2019	Mars	8,8	1,4	-1,6	-6,4	2,8	2,6	—	—	17,8	21,2
	Avril	4,6	1,2	-1,9	-5,4	2,5	2,6	—	—	40,6	44,3
	Mai	8,7	1,4	-1,6	-3,8	2,7	2,7	—	—	14,4	15,9
	Juin	12,0	2,2	-0,4	-1,3	3,5	3,1	—	—	5,1	6,7
	Juillet	5,5	2,0	-1,8	0,5	4,2	3,3	—	—	7,1	9,9
	Août ^(p)	5,9	1,7	-2,2	0,5	3,7	3,1	—	—	11,9	15,6

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/excédeant

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Déficit (-)/excédent (+)					Pour mémoire : Déficit (-)/ excédent (+) primaire
	Total	Administrations centrales	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	
	1	2	3	4	5	
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,2	-0,1	0,3
2016	-1,4	-1,7	0,0	0,2	0,1	0,7
2017	-0,9	-1,3	0,1	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,1	0,1	0,2	0,3	1,3
2018 T3	-0,4	.	.	.	.	1,5
T4	-0,5	.	.	.	.	1,3
2019 T1	-0,6	.	.	.	.	1,2
T2	-0,7	.	.	.	.	1,0

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

6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Recettes						Dépenses						Dépenses en capital	
	Total	Recettes courantes			Recettes en capital	Total	Dépenses courantes				Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Prestations sociales
		Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales nettes			Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Prestations sociales				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	46,4	45,8	12,5	13,0	15,2	0,6	48,4	44,5	10,1	5,3	2,3	22,7	3,9	
2016	46,2	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,1	10,0	5,3	2,1	22,7	3,6	
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,4	9,9	5,3	1,9	22,5	3,8	
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7	
2018 T3	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,4	46,8	43,2	9,9	5,3	1,9	22,3	3,7	
T4	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7	
2019 T1	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7	
T2	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,4	47,1	43,4	9,9	5,3	1,8	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 et ≤ 5 ans	> 1 an	> 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	90,8	3,4	16,5	71,0	45,0	27,6	45,8	9,7	81,2	18,3	31,1	41,4	88,8	2,1
2016	90,0	3,3	15,7	71,0	47,5	30,8	42,5	9,4	80,6	17,9	29,8	42,3	87,9	2,1
2017	87,8	3,2	14,5	70,1	48,2	32,2	39,5	8,6	79,1	16,4	29,0	42,3	86,0	1,8
2018	85,9	3,1	13,8	69,0	48,0	32,4	37,8	8,0	77,8	16,1	28,3	41,4	84,5	1,4
2018 T3	87,1	3,2	13,9	70,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	85,9	3,1	13,8	69,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 T1	86,5	3,1	13,6	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	86,4	3,1	13,5	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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-jacents¹⁾

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Variation du ratio dette/PIB ²⁾	Déficit (+) /excédent (-) primaire	Ajustement dette-déficit								Écart croissance/ taux d'intérêt	Pour mément : besoin de financement		
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers					Autres					
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investis- sement	Effets de valo- risation et autres variations en volume					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,3	-0,8	1,2		
2016	-0,8	-0,7	0,2	0,1	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,3	1,6		
2017	-2,3	-1,0	-0,1	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-1,1	0,9		
2018	-1,9	-1,3	0,4	0,3	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	-0,9	0,8		
2018 T3	-2,2	-1,5	0,5	0,7	0,6	-0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-1,2	0,9		
T4	-1,9	-1,3	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,9	0,8		
2019 T1	-1,3	-1,2	0,7	0,6	0,6	-0,2	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,8	1,2		
T2	-0,9	-1,0	0,8	0,7	0,7	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,6	1,4		

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

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

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

6.5 Titres de créance des administrations publiques¹⁾

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

	Service de la dette dû dans l'année ²⁾					Durée résiduelle moyenne en années ³⁾	Rendements nominaux moyens ⁴⁾									
	Total	Principal		Intérêts Échéances ≤ 3 mois	Échéances ≤ 3 mois		Encours				Opérations					
		7	8				9	10	11	12	13					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2			
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1			
2018	12,6	11,1	3,8	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9			
2018 T2	12,5	10,9	3,5	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9			
T3	12,7	11,2	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9			
T4	12,6	11,1	3,8	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9			
2019 T1	12,7	11,3	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0			
2019 Avril	13,1	11,6	3,9	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	1,1			
Mai	12,9	11,4	3,5	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0			
Juin	12,9	11,4	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9			
Juillet	13,0	11,6	4,1	1,5	0,4	7,5	2,3	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,0			
Août	12,9	11,4	4,2	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,1			
Septembre	13,1	11,6	3,9	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	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 1	Allemagne 2	Estonie 3	Irlande 4	Grèce 5	Espagne 6	France 7	Italie 8	Chypre 9	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2015	-2,4	0,9	0,1	-1,9	-5,6	-5,2	-3,6	-2,6	-1,0	
2016	-2,4	1,2	-0,5	-0,7	0,5	-4,3	-3,5	-2,4	0,1	
2017	-0,7	1,2	-0,8	-0,3	0,7	-3,0	-2,8	-2,4	1,7	
2018	-0,7	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,5	-2,2	-4,4	
2018 T3	-0,2	2,1	0,2	-0,5	0,8	-2,7	-2,5	-2,0	-4,2	
T4	-0,8	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,5	-2,2	-4,4	
2019 T1	-1,1	1,8	-0,7	0,1	0,3	-2,6	-3,0	-2,2	-3,9	
T2	-1,6	1,7	-0,6	0,7	0,5	-2,8	-3,3	-2,1	-3,7	
Dette des administrations publiques										
2015	105,2	72,1	10,0	76,7	175,9	99,3	95,6	135,3	107,5	
2016	104,9	69,2	10,2	73,9	178,5	99,2	98,0	134,8	103,4	
2017	101,8	65,3	9,3	67,8	176,2	98,6	98,4	134,1	93,9	
2018	100,0	61,9	8,4	63,6	181,2	97,6	98,4	134,8	100,6	
2018 T3	105,4	62,7	8,5	67,2	182,3	98,9	99,4	136,1	107,9	
T4	102,1	61,9	8,4	63,6	181,2	97,6	98,4	134,8	100,6	
2019 T1	105,3	61,7	8,0	65,4	182,1	98,9	99,7	136,6	103,2	
T2	104,7	61,2	9,3	63,9	180,2	98,9	99,6	138,0	107,2	
	Lettonie 10	Lituanie 11	Luxembourg 12	Malte 13	Pays-Bas 14	Autriche 15	Portugal 16	Slovénie 17	Slovaquie 18	Finlande 19
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2015	-1,4	-0,3	1,4	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,7	-2,4
2016	0,1	0,2	1,8	0,9	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,5	-1,7
2017	-0,5	0,5	1,4	3,4	1,3	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,7
2018	-0,7	0,6	2,7	1,9	1,5	0,2	-0,4	0,8	-1,1	-0,8
2018 T3	-0,4	0,5	2,2	3,4	2,0	0,1	-0,1	0,5	-0,7	-0,7
T4	-0,7	0,6	2,7	1,9	1,5	0,2	-0,4	0,8	-1,1	-0,8
2019 T1	-0,7	0,2	3,1	1,8	1,7	-0,1	-0,2	0,6	-1,0	-0,9
T2	-0,9	0,0	3,2	1,0	1,8	0,0	0,2	0,6	-1,0	-1,0
Dette des administrations publiques										
2015	36,7	42,7	22,0	57,8	64,6	84,9	131,2	82,6	51,9	63,0
2016	40,2	39,9	20,1	55,5	61,9	82,9	131,5	78,7	52,0	62,6
2017	38,6	39,3	22,3	50,3	56,9	78,3	126,0	74,1	51,3	60,9
2018	36,4	34,1	21,0	45,8	52,4	74,0	122,2	70,4	49,4	59,0
2018 T3	37,5	34,9	21,2	45,9	52,9	75,7	125,5	71,4	51,7	58,9
T4	36,4	34,1	21,0	45,8	52,4	74,0	122,2	70,4	49,1	59,0
2019 T1	37,7	34,0	20,8	46,4	50,9	72,7	123,7	68,1	49,0	58,7
T2	36,7	36,1	20,3	45,7	50,9	71,8	121,2	67,7	48,4	60,5

Source: Eurostat.

© Banque centrale européenne, 2019

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

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

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

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 23 octobre 2019.

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

ISSN 2363-3425 (PDF)
Numéro de catalogue UE QB-BP-19-007-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général