



**BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE**  
EUROSYSTEME

# Bulletin économique

**Numéro 1 / 2019**



# Sommaire

|                                                                                                                                                                  |           |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Évolutions économiques et monétaires récentes</b>                                                                                                             | <b>2</b>  |
| Synthèse                                                                                                                                                         | 2         |
| 1 Environnement extérieur                                                                                                                                        | 5         |
| 2 Évolutions financières                                                                                                                                         | 9         |
| 3 Activité économique                                                                                                                                            | 12        |
| 4 Prix et coûts                                                                                                                                                  | 17        |
| 5 Monnaie et crédit                                                                                                                                              | 20        |
| <b>Encadrés</b>                                                                                                                                                  | <b>25</b> |
| 1 Les évolutions récentes des prix du pétrole                                                                                                                    | 25        |
| 2 La demande intérieure dans la zone euro : facteurs déterminants et risques                                                                                     | 31        |
| 3 Effet mécanique des modifications des hypothèses relatives aux prix du pétrole sur les projections relatives à la composante énergie de l'IPCH de la zone euro | 38        |
| <b>Articles</b>                                                                                                                                                  | <b>42</b> |
| 1 Bilan de vingt ans d'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels                                                                               | 42        |
| 2 Les retombées des politiques budgétaires dans une union monétaire                                                                                              | 69        |
| <b>Statistiques</b>                                                                                                                                              | <b>S1</b> |

# Évolutions économiques et monétaires récentes

## Synthèse

Les informations devenues disponibles depuis la décision du Conseil des gouverneurs de mettre un terme aux achats nets d'actifs en décembre 2018 sont restées en retrait des anticipations, sous l'effet d'un fléchissement de la demande extérieure et de facteurs spécifiques à certains pays et secteurs. En particulier, la persistance des incertitudes liées aux évolutions géopolitiques et à la menace protectionniste pèse sur le climat économique.

Dans le même temps, les conditions de financement avantageuses, la dynamique favorable des marchés du travail et l'accélération de la hausse des salaires continuent de soutenir l'expansion de la zone euro et le raffermissement progressif des tensions inflationnistes. Cette vigueur sous-jacente de l'économie étaye la confiance du Conseil des gouverneurs dans la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Néanmoins, un niveau significatif de relance monétaire reste essentiel pour consolider le renforcement des tensions domestiques sur les prix et de l'inflation totale à moyen terme. Les indications du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*), associées aux réinvestissements du volume considérable de titres acquis, y contribueront. Le Conseil des gouverneurs a confirmé qu'il se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments de façon adéquate pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif.

La dynamique de la croissance économique mondiale s'est ralentie récemment, dans un contexte d'incertitudes géopolitiques et de vulnérabilités sur les marchés émergents. Le commerce mondial s'est ralenti vers la fin de 2018, en liaison avec les risques à la baisse toujours importants liés aux conflits commerciaux non résolus et le ralentissement de la croissance sur les marchés émergents. Même si les conditions financières sont globalement favorables, le fléchissement de la dynamique de la croissance mondiale a alimenté la volatilité des marchés boursiers. Une orientation plus accommodante de la politique monétaire a été adoptée en Chine en raison du ralentissement de la dynamique de la croissance.

Les rendements des emprunts publics de la zone euro ont légèrement diminué, dans le sillage de la baisse des taux sans risque au niveau mondial et de la stabilité des écarts de rendement des obligations souveraines dans la zone euro. En dépit de la hausse de la volatilité en cours de période, les prix des actions sont restés globalement inchangés, dans l'ensemble, dans la zone euro. De même, les écarts de rendement des obligations émises par les entreprises n'ont augmenté que modestement. Sur les marchés des changes, l'euro s'est déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux.

En glissement trimestriel, le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,2 % au troisième trimestre 2018, après une hausse de 0,4 % au cours des deux trimestres précédents. Les données disponibles sont restées inférieures aux anticipations, en raison d'un ralentissement de la demande extérieure accentué par des facteurs spécifiques à certains pays et secteurs. Même si l'incidence de certains de ces facteurs devrait s'estomper, la dynamique de croissance à court terme devrait être plus faible qu'anticipé précédemment. Dans la période à venir, l'expansion de la zone euro restera soutenue par les conditions de financement favorables, de nouvelles créations d'emplois et la hausse des salaires, le recul des prix de l'énergie ainsi que la poursuite, à un rythme un peu plus faible cependant, de la croissance de l'activité mondiale.

La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est ralentie, s'établissant à 1,6 % en décembre 2018, contre 1,9 % en novembre, reflétant essentiellement la baisse des prix de l'énergie. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, la décélération de l'inflation totale devrait se poursuivre au cours des prochains mois. Les mesures de l'inflation sous-jacente restent globalement modérées, mais les tensions sur les coûts de main-d'œuvre continuent de s'accroître et de se généraliser dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et de tensions sur les marchés du travail. L'inflation sous-jacente devrait s'accroître à moyen terme, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE, la croissance économique en cours et l'accélération de la hausse des salaires.

Globalement, les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro ont évolué à la baisse en raison de la persistance des incertitudes liées aux facteurs géopolitiques, de la menace protectionniste, des vulnérabilités sur les marchés émergents et de la volatilité des marchés financiers.

L'analyse monétaire montre que la croissance de la monnaie au sens large (M3) s'est ralentie à 3,7 % en novembre 2018, après 3,9 % en octobre. La croissance de M3 reste soutenue par la création de crédit bancaire. L'agrégat monétaire étroit M1 a continué d'apporter la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large. Le rythme annuel de variation des prêts aux sociétés non financières s'est établi à 4,0 % en novembre 2018, contre 3,9 % en octobre, tandis que le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est resté globalement inchangé, à 3,3 %. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro au quatrième trimestre 2018 indique un maintien de conditions globales du crédit bancaire favorables, après une période prolongée d'assouplissement net, tandis que la demande de crédit bancaire a continué d'augmenter, soutenant la hausse des prêts.

Les résultats de l'analyse économique et les signaux provenant de l'analyse monétaire ont confirmé qu'un degré élevé de soutien monétaire demeurerait nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Se fondant sur cette évaluation, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés et continue de prévoir qu'ils resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que

nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

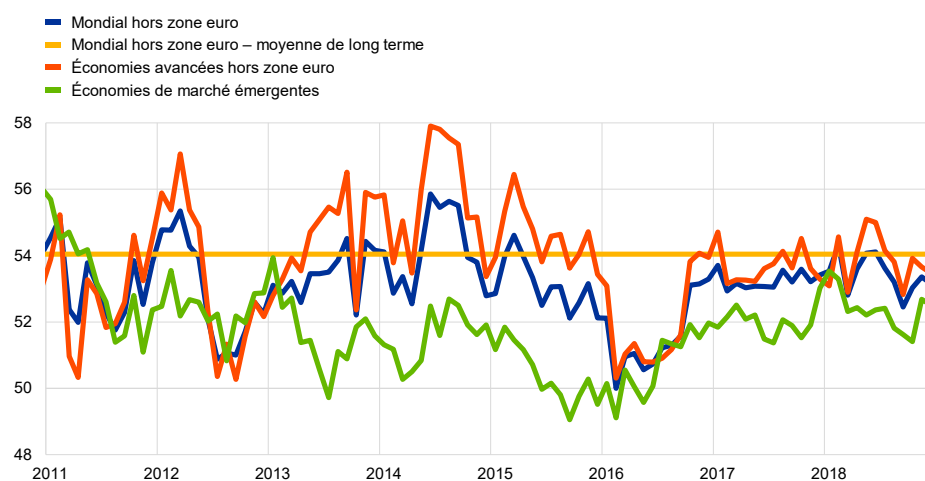
S'agissant des mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé que l'Eurosystème poursuivra les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme* – APP) pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

**Les indicateurs économiques font état d'un ralentissement de la dynamique de la croissance mondiale.** L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale hors zone euro a fléchi fin 2018 (cf. graphique 1), principalement sous l'effet d'un ralentissement continu de l'activité manufacturière mondiale. Le secteur des services a continué de mieux résister que le secteur manufacturier, en dépit d'une certaine volatilité des chiffres. La confiance des consommateurs s'est détériorée récemment, en partant toutefois d'un niveau élevé.

### Graphique 1

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

(indice de diffusion)



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

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

**Les risques à la baisse pesant sur l'activité mondiale se sont accrus et une nouvelle intensification des conflits commerciaux pourrait peser sur la croissance mondiale.** Même si le report des nouvelles hausses des droits de douane par les États-Unis et la Chine a envoyé un signal positif, une forte incertitude demeure quant à savoir si les négociations aboutiront à un apaisement significatif des tensions commerciales entre ces deux pays. Les autres risques à la baisse ont trait à un durcissement plus rapide des conditions financières mondiales et à des tensions plus généralisées sur les marchés émergents, aux incertitudes relatives aux perspectives économiques en Chine ainsi qu'aux incertitudes politiques et géopolitiques, notamment les risques liés au Brexit.

**Les conditions financières restent accommodantes dans l'ensemble, tandis que les préoccupations relatives à l'activité aux États-Unis et au niveau mondial ont alimenté la volatilité sur les marchés boursiers.** En Chine, la politique budgétaire et la politique monétaire se sont assouplies en réponse à un ralentissement, notamment, du secteur manufacturier. Les anticipations par les marchés de nouvelles hausses des taux d'intérêt aux États-Unis se sont légèrement atténuées, dans le contexte d'une nouvelle baisse des rendements des bons du Trésor, reflétant en partie les évolutions des primes de terme. À plus long terme, le

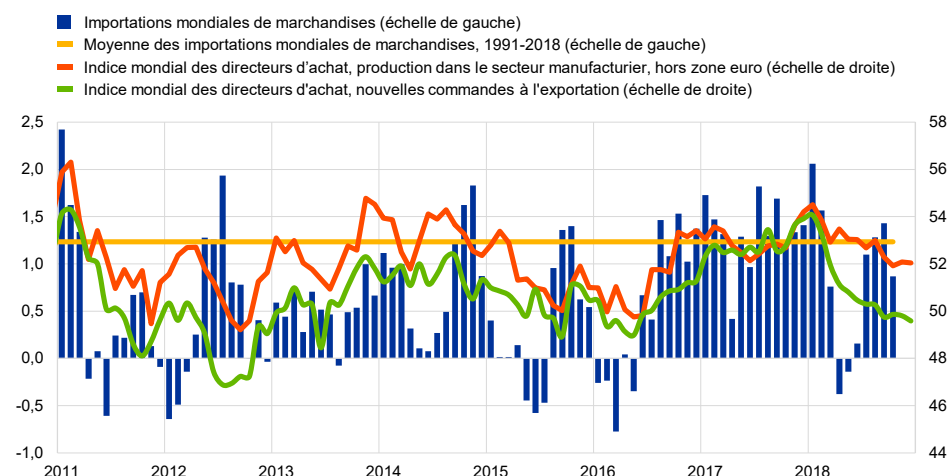
Comité fédéral de l'*open market* poursuit sa normalisation progressive de la politique monétaire, mais dans un contexte d'évaluation plus prudente des perspectives économiques et d'une projection légèrement plus basse pour la trajectoire des taux d'intérêt.

**La dynamique du commerce mondial s'est ralentie vers fin 2018.** Les importations mondiales de marchandises ont fléchi en octobre, tandis que l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation a indiqué une contraction en décembre, pour le quatrième mois consécutif (cf. graphique 2). Globalement, les données laissent penser que les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine peuvent affecter la confiance dans le secteur manufacturier et exercer un impact négatif sur la croissance du commerce mondial.

## Graphique 2

### Enquêtes et échanges internationaux de biens

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



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

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

**L'inflation mondiale s'est ralentie en novembre.** La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) s'est ralentie en novembre, revenant à 2,7 %, principalement sous l'effet de la baisse des prix de l'énergie, tandis que l'inflation hors produits alimentaires et énergie a légèrement fléchi, à 2,2 %. Les tensions inflationnistes mondiales devraient demeurer contenues. La hausse des salaires est restée modérée dans les économies avancées, en dépit d'un accroissement des tensions sur les marchés du travail et de l'augmentation des contraintes de capacité.

**Les marchés du pétrole sont restés globalement stables.** Les prix du pétrole ont baissé au quatrième trimestre 2018, principalement en raison des craintes d'une offre excédentaire liées aux dérogations temporaires aux sanctions américaines sur les exportations de pétrole iraniennes, conjuguées à la poursuite d'une forte croissance de la production aux États-Unis. Dans un premier temps, ces effets l'ont emporté sur les effets prix éventuels des réductions de la production par l'OPEP et par un groupe

de pays producteurs de pétrole alliés, notamment parce que l'incertitude des marchés a persisté s'agissant des réductions convenues le 7 décembre 2018. Toutefois, les prix se sont redressés après des publications de données faisant état de niveaux de production plus faibles qu'attendu et les prix du *Brent* se situaient à 61 dollars le baril le 22 janvier. Les prix des matières premières hors pétrole ont légèrement augmenté, principalement sous l'effet des hausses des prix des produits alimentaires.

**L'économie américaine a enregistré une forte croissance en 2018, dans le contexte d'une relance budgétaire procyclique, mais la détérioration de la confiance et des données plus faibles que prévu ont assombri les perspectives de croissance.** La croissance du PIB en volume s'est établie à 3,4 % en rythme annualisé au troisième trimestre 2018 – soit nettement au-dessus du potentiel – mais elle s'est ralentie par rapport au taux de 4,2 % enregistré au trimestre précédent. Ce ralentissement a résulté d'un recul des exportations nettes et d'un ralentissement de la FBCF privée. La fermeture des services de l'État (*government shutdown*) aux États-Unis a accru l'incertitude générée par la politique commerciale américaine vis-à-vis de la Chine et pèse (temporairement) sur l'activité économique aux États-Unis à court terme. L'inflation totale mesurée par les prix à la consommation est revenue à 1,9 % en décembre, en raison d'une forte décélération des prix de l'énergie, tandis que la croissance du salaire horaire moyen est demeurée soutenue. Dans ce contexte, lors de sa réunion de décembre 2018, le Comité fédéral de l'*open market* a relevé la fourchette du taux objectif des fonds fédéraux de 25 points de base, comme attendu, et a légèrement abaissé ses projections relatives à la croissance du PIB et à l'inflation sous-jacente pour les prochaines années.

**Au Japon, le PIB en volume devrait renouer avec une croissance positive au quatrième trimestre 2018 mais l'inflation demeure faible.** La volatilité du PIB observée en 2018 a été principalement liée à l'impact des catastrophes naturelles et aux conditions météorologiques extrêmes. À plus long terme, l'économie devrait rester sur une trajectoire de croissance modérée, soutenue par la politique monétaire très accommodante et le cycle des dépenses en capital au niveau domestique. La dynamique du retour de l'inflation dans l'économie s'est ralentie, l'inflation totale enregistrant un recul significatif en décembre en raison de la baisse récente des prix du pétrole et des produits alimentaires.

**Au Royaume-Uni, la croissance devrait se ralentir après le résultat robuste enregistré au troisième trimestre 2018.** La forte croissance trimestrielle (0,6 %) enregistrée au troisième trimestre a reflété un renforcement temporaire de la consommation et de l'investissement public, ainsi qu'un fort rebond des exportations. L'investissement des entreprises s'est toutefois inscrit en recul pour le troisième trimestre consécutif. Globalement, l'activité devrait demeurer faible à moyen terme. L'inflation annuelle mesurée par l'IPC s'est légèrement ralentie en décembre, à 2,1 %, la moyenne du quatrième trimestre ressortant ainsi à 2,3 %, après les fortes baisses enregistrées les mois précédents.

**La dynamique de croissance de l'économie chinoise s'essouffle, le secteur manufacturier montrant notamment des signes de ralentissement.** En décembre 2018, l'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier est passé en dessous du seuil de 50 pour la première fois depuis 2017, tandis que le

secteur des services, moins exposé aux tensions commerciales avec les États-Unis, a montré davantage de résistance. La Banque populaire de Chine a adopté de nouvelles mesures pour atténuer le ralentissement, notamment une diminution de 100 points de base du ratio de réserves obligatoires début janvier et une nouvelle facilité de prêt pour soutenir les petites entreprises en décembre. De nouvelles mesures de politique budgétaire sont également attendues, même si les dépenses budgétaires des administrations locales peuvent être soumises à des contraintes. La hausse annuelle de l'IPC total est revenue à 1,9 % en décembre, reflétant une contribution plus faible des composantes non alimentaires, tandis que l'inflation sous-jacente est demeurée stable. La hausse de l'indice des prix à la production s'est fortement ralentie, revenant à 0,9 % pour ce même mois, en réaction à la baisse des prix du pétrole et des matières premières et au ralentissement de l'activité manufacturière chinoise.

## 2 Évolutions financières

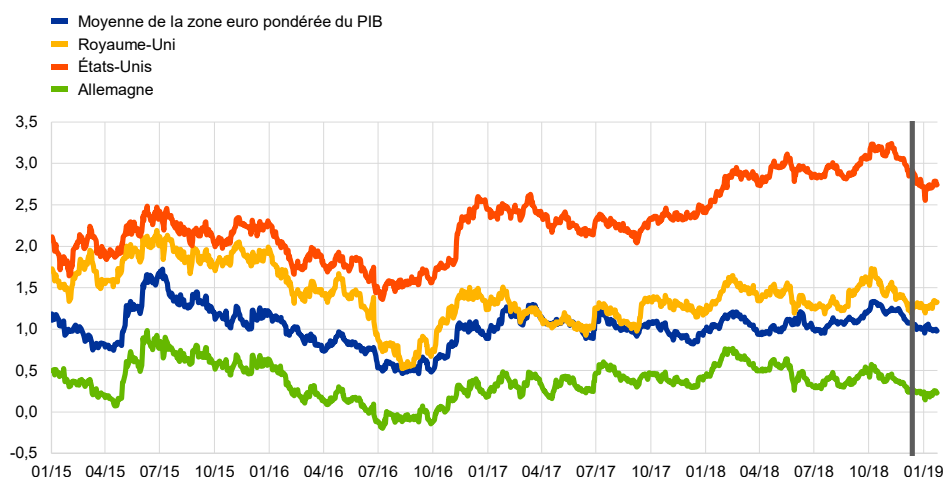
### Les rendements à long terme ont diminué dans la zone euro et aux États-Unis.

Au cours de la période sous revue (du 13 décembre 2018 au 23 janvier 2019), le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro a diminué, pour s'établir à 0,98 % (– 9 points de base), sous l'effet d'une baisse des taux sans risque à l'échelle mondiale et d'un accroissement de la volatilité sur les marchés financiers au cours de la période (cf. graphique 3). Aux États-Unis, le rendement des obligations souveraines à dix ans a diminué de 16 points de base, à 2,74 %, tandis qu'au Royaume-Uni, il a augmenté de 2 points de base, à 1,33 %.

### 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 (13 décembre 2018). La dernière observation se rapporte au 23 janvier 2019.

### Les écarts entre les rendements des obligations souveraines de la zone euro et le taux OIS sans risque demeurent globalement inchangés.

En Espagne et au Portugal, les écarts de rendement des obligations souveraines sont demeurés globalement inchangés au cours de la période sous revue, à 72 points de base et 100 points de base, respectivement. En Italie, ils ont fléchi de 8 points de base, demeurant cependant à des niveaux élevés, autour de 2,17 %. En Allemagne, ils ont augmenté de 6 points de base, à – 0,37 %, tout comme en France où ils ont enregistré une hausse de 1 point de base, à 0,04 %.

### Les indices boursiers larges de la zone euro demeurent globalement inchangés, en dépit d'une volatilité accrue sur les marchés vers la fin de l'année.

Au cours de la période sous revue, les prix des actions des banques et des sociétés non financières (SNF) de la zone euro ont augmenté de 1 % environ. Les niveaux d'incertitude élevés à l'échelle mondiale, conjugués à de mauvaises surprises macroéconomiques, ont entraîné une liquidation généralisée dans l'ensemble des juridictions ainsi qu'une volatilité accrue, accentuées par un niveau de liquidité temporairement bas vers la fin de l'année. Par la suite, les marchés boursiers

se sont partiellement redressés après les pertes enregistrées antérieurement, et la volatilité s'est atténuée.

**Les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises de la zone euro se sont légèrement creusés au cours de la période sous revue.** Depuis décembre, l'écart de rendement des obligations bien notées émises par les SNF par rapport au taux sans risque a augmenté de 2 points de base environ pour s'inscrire à 95 points de base. Les rendements des obligations du secteur financier ont aussi légèrement augmenté, entraînant un creusement de 2 points de base environ de leurs écarts de rendement, à 120 points de base. Dans l'ensemble, en dépit d'une hausse graduelle en 2018, les écarts de rendement des obligations d'entreprises demeurent inférieurs aux niveaux observés en mars 2016, avant l'annonce, puis le lancement, du programme d'achats de titres du secteur des entreprises.

**Le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) s'est établi en moyenne à – 36 points de base au cours de la période sous revue.** L'excédent de liquidité a diminué de 43 milliards d'euros environ, pour ressortir autour de 1 847 milliards. Cette baisse s'explique essentiellement par une augmentation du solde des facteurs autonomes et, dans une moindre mesure, par des remboursements anticipés des fonds empruntés dans le cadre de la deuxième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II).

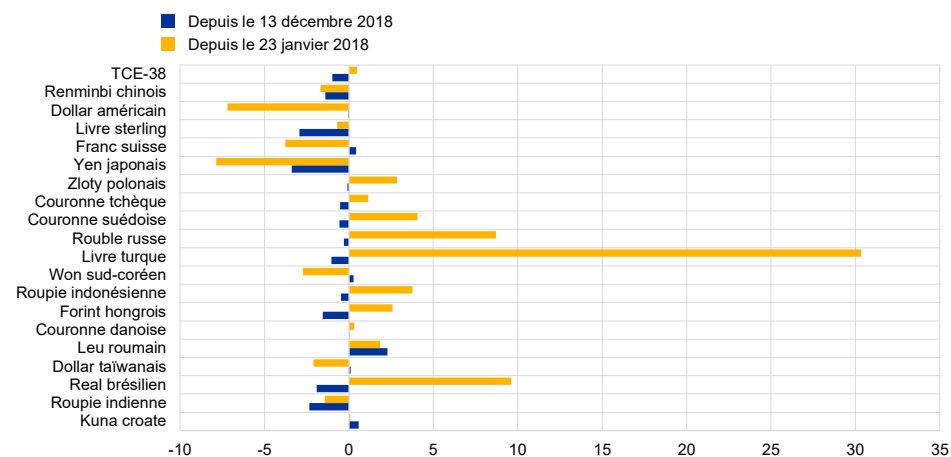
**La courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est déplacée légèrement vers le bas au cours de la période sous revue.** La courbe demeure inférieure à zéro pour les horizons antérieurs à 2021, reflétant les anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux d'intérêt négatifs.

**Sur les marchés des changes, l'euro s'est déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux (cf. graphique 4).** Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est déprécié de 1,0 %. Cette évolution résulte d'une dépréciation généralisée de l'euro par rapport à la plupart des principales devises. En particulier, l'euro s'est déprécié par rapport au yen japonais (3,4 %) et à la livre sterling (2,9 %), alors qu'il est resté globalement stable par rapport au dollar. L'euro s'est également affaibli vis-à-vis du renminbi chinois (1,4 %) et des devises d'autres grandes économies émergentes, notamment la livre turque, le real brésilien et le rouble russe, qui ont continué de combler une partie de leurs pertes antérieures.

## Graphique 4

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

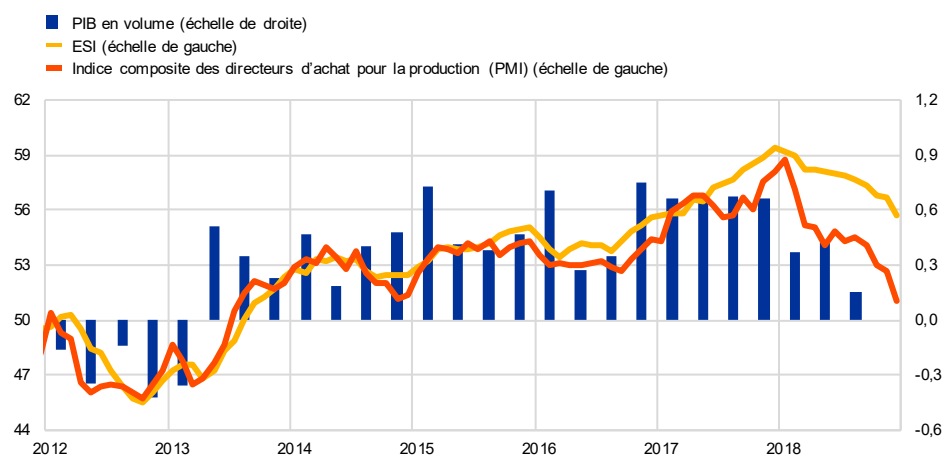
Notes : Le TCE-38 est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Les variations sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 23 janvier 2019.

**Les nouvelles informations disponibles ont surpris défavorablement.** Le PIB en volume a augmenté de 0,2 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2018, après une hausse de 0,4 % les deux trimestres précédents (cf. graphique 5). La demande intérieure et les variations de stocks ont apporté des contributions positives aux résultats du troisième trimestre, tandis que les exportations nettes ont apporté une contribution négative à la croissance du PIB. Les indicateurs économiques font état d'une poursuite de la croissance, modérée mais continue, au dernier trimestre de l'année.

### Graphique 5

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

(échelle de gauche : indice de diffusion ; échelle de droite : croissance trimestrielle en pourcentage)



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 troisième trimestre 2018 pour le PIB en volume et à décembre 2018 pour l'ESI et le PMI.

**L'emploi a continué d'augmenter au troisième trimestre, de 0,2 % en rythme trimestriel (cf. graphique 6).** Le niveau de l'emploi s'établit actuellement 2,6 % au-dessus du pic d'avant la crise enregistré au premier trimestre 2008. L'emploi a augmenté dans la plupart des pays de la zone euro et cette hausse a également concerné l'ensemble des secteurs. En termes cumulés et compte tenu de la dernière hausse, le nombre de personnes employées dans la zone euro a augmenté de 9,6 millions depuis le point bas du deuxième trimestre 2013. La croissance continue de l'emploi conjuguée au fléchissement de la hausse du PIB en 2018 s'est traduite par un ralentissement de la croissance de la productivité, après un léger redressement en 2017.

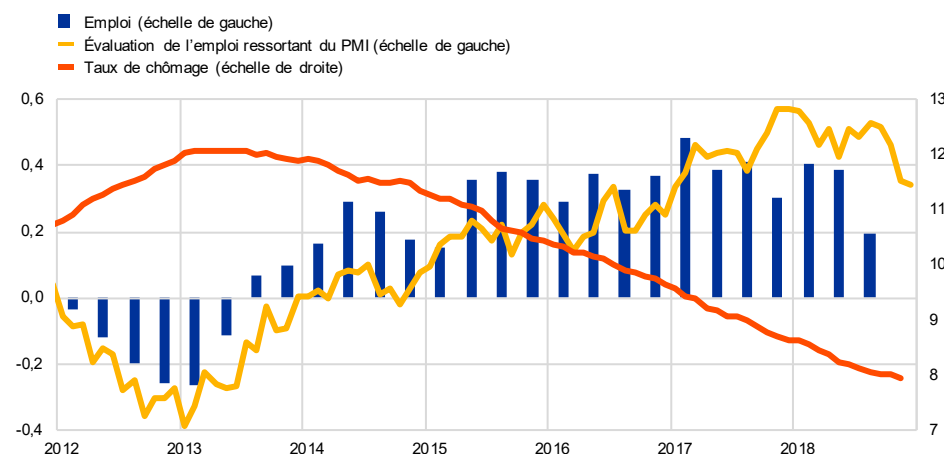
**Pour les prochains trimestres, les indicateurs à court terme font état d'évolutions toujours positives de la croissance de l'emploi, mais à un rythme probablement plus modéré que par le passé.** Le taux de chômage total de la zone euro a diminué pour s'inscrire à 7,9 % en novembre – son niveau le plus bas depuis octobre 2018 – après trois mois de stabilité (cf. graphique 6). Les indicateurs tirés d'enquêtes, qui se sont détériorés au dernier trimestre 2018, signalent que la

croissance de l'emploi devrait se ralentir au cours des prochains trimestres, tout en restant positive.

## Graphique 6

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

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



Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.

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

### La hausse de l'emploi a continué de soutenir le revenu et les dépenses de consommation des ménages.

Au troisième trimestre 2018, la consommation privée a augmenté de 0,1 % en rythme trimestriel, après un taux de croissance similaire au trimestre précédent. À la suite de l'introduction de la nouvelle procédure d'essai harmonisée au niveau mondial pour les véhicules légers (WLTP), des goulets d'étranglement temporaires dans la production automobile ont eu une incidence défavorable sur l'activité économique et, en particulier, sur la consommation de biens durables. La croissance de la consommation de biens non durables, c'est-à-dire les produits alimentaires et l'énergie, s'est également ralentie. Cette composante des dépenses de consommation a vraisemblablement été plus sensible aux augmentations passées des prix du pétrole, et ces prix ayant baissé au quatrième trimestre, sa modération est aussi dans une certaine mesure de nature plus temporaire. En revanche, en phase avec la forte croissance de la rémunération réelle des salariés, la consommation de services, composante principale des dépenses de consommation, est restée robuste.

### Malgré le ralentissement récent de la croissance, la consommation privée devrait redevenir dynamique à plus long terme.

Les données récentes en volume relatives aux ventes au détail et aux nouvelles immatriculations de voitures particulières font état d'une croissance modérée, mais régulière, des dépenses de consommation au quatrième trimestre 2018. Toutefois, d'autres indicateurs vont dans le sens d'une dynamique plus soutenue de la consommation. Les derniers résultats d'enquêtes font état de nouvelles améliorations de la situation sur les marchés du travail, qui devraient continuer de soutenir le revenu et les dépenses de consommation des ménages. De plus, le patrimoine net des ménages a continué d'augmenter à un rythme robuste au troisième trimestre. Bien que la confiance des

consommateurs ait suivi une tendance globalement orientée à la baisse depuis fin 2017, elle reste supérieure à sa moyenne de long terme.

**Après un robuste deuxième trimestre 2018, la croissance de l'investissement s'est ralentie au troisième trimestre.**

L'investissement hors construction, qui a augmenté de 1,2 % en rythme trimestriel au troisième trimestre (après 1,8 % au deuxième trimestre), a été soutenu par les investissements en machines et en équipements, en droits de propriété intellectuelle et en matériel de transport. Le ralentissement de la croissance aurait été plus marqué en l'absence d'un effet spécifique associé aux investissements en recherche et développement et en droits de propriété intellectuelle en Irlande. La croissance trimestrielle de l'investissement dans la construction s'est modérée, à 0,2 %, soutenue par le dynamisme de la croissance de l'investissement résidentiel (0,7 %). S'agissant du quatrième trimestre 2018, les indicateurs à court terme font état d'une poursuite de la croissance. Les données mensuelles d'octobre et novembre relatives à la production de biens d'équipement se sont établies en moyenne au même niveau qu'au troisième trimestre, soit une croissance trimestrielle de 0,9 %, ce qui indique un nouveau ralentissement de la croissance hors construction. Des indicateurs tels que l'utilisation des capacités de production, la confiance et les nouvelles commandes vont également dans le sens d'une décélération de la croissance au quatrième trimestre. S'agissant de l'investissement dans la construction, la production dans la construction s'est contractée en octobre et en novembre, tandis que les indices des directeurs d'achat et de la confiance pour le secteur de la construction jusqu'en décembre font toujours état d'une poursuite de la croissance au quatrième trimestre 2018, à un rythme toutefois moins élevé.

**L'investissement devrait poursuivre sa croissance, mais à un rythme plus modéré.**

Le léger fléchissement attendu de la trajectoire de la croissance de l'investissement hors construction s'explique par l'affaiblissement de la demande intérieure et étrangère ainsi que par des conditions financières de moins en moins favorables. La hausse des bénéfices, qui sont la principale source de financement de l'investissement des entreprises, semble également se ralentir. D'après les comptes sectoriels de la zone euro pour le troisième trimestre 2018, les excédents bruts d'exploitation des sociétés non financières se sont fortement ralentis en rythme annuel. De plus, les incertitudes entourant le Brexit, le protectionnisme commercial et les perspectives de croissance mondiale, notamment, pourraient déjà s'avérer défavorables pour les décisions d'investissement. S'agissant de l'investissement dans la construction, l'intention croissante des ménages d'acheter ou de rénover, les anticipations soutenues des constructeurs en termes de prix et d'emploi, ainsi que la stabilité du nombre de permis de construire délivrés, sur fond de limitations persistantes résultant de pénuries de main-d'œuvre et de l'insuffisance de la demande, font état de la poursuite d'une dynamique positive – malgré un fléchissement – dans le secteur de la construction.

**Après des résultats décevants au troisième trimestre, la croissance du commerce extérieur de la zone euro devrait continuer de se ralentir au quatrième trimestre 2018.**

Le rythme de la croissance des exportations de la zone euro s'est fortement ralenti (à 0,1 %) au troisième trimestre, et la croissance des

importations a fléchi (à 1,0 %). En conséquence, les exportations nettes ont freiné l'activité économique, apportant une forte contribution négative (de 0,4 point de pourcentage) à la croissance du PIB. Sur la base des informations disponibles jusqu'en novembre, le commerce extérieur de la zone euro s'est encore affaibli au quatrième trimestre, reflétant une modération de la croissance des échanges intra-zone euro dans un contexte de faible demande étrangère. La croissance des exportations de biens en volume (que l'on obtient en déflétant les échanges en valeur des indices de prix à la production) est restée très modérée (à 0,8 % en rythme trimestriel), tandis que la croissance des importations a probablement connu une correction (à – 0,8 %) au quatrième trimestre. Les indicateurs tirés d'enquêtes possédant des propriétés d'indicateurs avancés, tels que l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation adressées au secteur manufacturier et l'évaluation des niveaux des carnets de commandes à l'exportation de la Commission européenne, anticipent également des perspectives plus moroses vers la fin de l'année.

**Les données disponibles sont moins élevées que prévu, reflétant une contribution en baisse de la demande extérieure ainsi que des facteurs spécifiques à certains pays et à certains secteurs.** Si certains de ces facteurs devraient s'estomper, ces évolutions n'en suggèrent pas moins un léger ralentissement à venir de la croissance. Après une croissance proche de zéro en octobre, la production industrielle (hors construction) a diminué de 1,7 %, en rythme mensuel, en novembre. Par conséquent, en moyenne, au cours de ces deux mois, la production s'est établie 0,7 % au-dessous de son niveau du troisième trimestre 2018, où elle avait diminué de 0,1 % en rythme trimestriel. La faiblesse constatée en novembre concerne l'ensemble des principaux secteurs industriels ainsi que les principaux pays de la zone euro. Des données d'enquête plus récentes signalent la poursuite d'une croissance modérée, mais à des taux moins élevés que ceux observés au premier semestre de l'année dernière. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production est ressorti à 52,3 en moyenne au quatrième trimestre 2018, après 54,3 au troisième trimestre, et l'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne est revenu de 111,5 à 108,8 entre ces deux trimestres (cf. graphique 5). L'ESI reste supérieur à sa moyenne de long terme, tandis que le PMI est actuellement inférieur à sa moyenne historique.

**Au cours des prochains mois, l'expansion de la zone euro continuera d'être soutenue par les conditions de financement favorables.** En outre, la croissance devrait également bénéficier de nouvelles créations d'emplois et de la hausse des salaires, de la baisse des prix de l'énergie et de la poursuite, à un rythme légèrement moins soutenu cependant, de l'expansion économique mondiale. L'encadré 2 examine plus en détail les facteurs qui devraient soutenir ou au contraire affecter négativement l'activité domestique au cours de la période à venir. Les résultats de la dernière [enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels](#), menée début janvier, montrent que les prévisions de croissance du PIB dans le secteur privé ont été révisées à la baisse pour 2019 et 2020 par rapport à la campagne précédente réalisée début octobre.

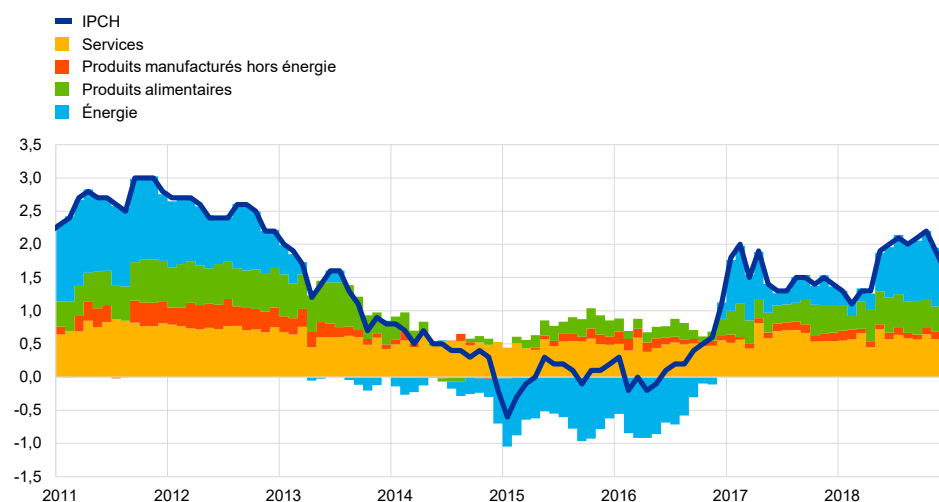
**Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro sont désormais orientés du côté négatif.** L'évaluation plus négative des risques reflète la persistance d'incertitudes liées aux facteurs géopolitiques, la menace protectionniste, les vulnérabilités des marchés émergents et la volatilité des marchés financiers.

**La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,6 % en décembre 2018, en recul par rapport aux 1,9 % enregistrés en novembre (cf. graphique 7).** Ce ralentissement reflète principalement une modération de la hausse des prix de l'énergie et, dans une moindre mesure, des produits alimentaires. Le ralentissement de l'inflation totale depuis le pic atteint en octobre 2018 résulte largement du ralentissement de la hausse des prix de l'énergie, lié à un effet de base, et à l'impact des baisses récentes des prix du pétrole. Cette baisse ainsi que celle des prix des contrats à terme correspondants, enregistrée à partir de mi-novembre, a été plus importante que prévu par les projections de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème. Cela implique mécaniquement que les perspectives d'inflation totale à court terme sont plus faibles (cf. l'encadré intitulé « Effet mécanique des modifications des hypothèses relatives aux prix du pétrole sur les projections relatives à la composante énergie de l'IPCH de la zone euro » dans ce numéro du *Bulletin économique*).

### 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.

Note : Les dernières observations se rapportent à décembre 2018.

**Les mesures de l'inflation sous-jacente ont récemment affiché un profil d'évolution sans réelle tendance, mais ils se situent au-dessus des points bas antérieurs.** Hors énergie et produits alimentaires, la hausse de l'IPCH est ressortie à 1,0 % en décembre, sans changement par rapport à novembre. Il en va de même pour la hausse de l'IPCH hors énergie, produits alimentaires et composantes très volatiles, comme les postes liés aux voyages, l'habillement et la chaussure. Ce profil d'évolution globalement sans réelle tendance au cours des derniers mois a également été mis en évidence par les deux mesures de l'inflation sous-jacente fondées sur des modèles, la composante commune et persistante de l'inflation et l'indicateur *supercore*. Pourtant, chacune de ces mesures, statistique ou fondée sur des modèles, est demeurée supérieure aux points bas respectifs enregistrés en 2016.

**Les tensions sur les prix le long de la chaîne d'approvisionnement demeurent robustes pour la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH, malgré un nouvel affaiblissement observé en amont.** Les tensions sur les prix ont continué de s'atténuer en amont de la chaîne d'approvisionnement ; le taux de variation annuel des prix du pétrole libellés en euros s'est établi à - 4,9 % en décembre, contre 9,7 % en novembre et 43,8 % en octobre, et la variation annuelle des cours des matières premières est ressortie à 0,4 % en décembre, contre 4,8 % et 6,2 % les deux mois précédents. En aval de la chaîne d'approvisionnement, la hausse des prix à l'importation pour les biens de consommation non alimentaires a continué de se renforcer en novembre, demeurant ainsi nettement supérieure aux points bas enregistrés début 2018. La hausse des prix intérieurs à la production des biens de consommation non alimentaires s'est encore accentuée pour atteindre 0,9 % en novembre, soit son plus haut niveau depuis avril 2012, au-dessus de sa moyenne de long terme de 0,6 %. Dans l'ensemble, les tensions s'exerçant sur les prix en aval de la chaîne d'approvisionnement de biens industriels sont demeurées stables, mais avec le risque que la faiblesse persistante observée en amont ne se diffuse.

**L'accentuation des tensions sur les coûts de main-d'œuvre ne s'est pas traduite par de nouvelles hausses des tensions globales sur les prix intérieurs, car elle a été amortie par les marges bénéficiaires.** Les tensions sur les prix provenant des coûts de main-d'œuvre ont continué de s'intensifier au troisième trimestre 2018 en raison d'une accélération de la croissance de la rémunération par tête ainsi que d'un ralentissement de la croissance de la productivité. Pourtant, la variation annuelle en pourcentage du déflateur du PIB est demeurée stable, à 1,4 %, durant les trois premiers trimestres 2018, le ralentissement global de la dynamique conjoncturelle de l'économie, associé à une détérioration des termes de l'échange (liée principalement aux hausses passées des prix du pétrole), ayant pesé sur l'évolution des marges bénéficiaires. Ces dernières évolutions du déflateur du PIB et de sa décomposition sont caractéristiques d'une phase plus avancée de reprise tirée par la demande <sup>1</sup>.

**Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché, comme celles tirées d'enquêtes, ont fléchi.** Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'est établi à 1,54 % le 23 janvier 2019, soit 9 points de base environ au-dessous du niveau enregistré mi-décembre. Le profil anticipé des mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché continue d'indiquer une période prolongée de faible inflation, avec un retour très progressif de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % (cf. graphique 8). La probabilité neutre au risque d'une variation des prix moyenne négative au cours des cinq prochaines années ressortant des marchés d'options sur l'inflation reste négligeable, ce qui suggère que les marchés considèrent actuellement le risque de déflation comme très faible. Les résultats de l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le premier trimestre 2019 indiquent des anticipations d'inflation totale moyennes de 1,5 % en 2019, 1,6 % en 2020 et 1,7 % en 2021. Par rapport à la précédente enquête, il s'agit de révisions à la baisse de 0,2 et 0,1 point de pourcentage pour 2019 et 2020,

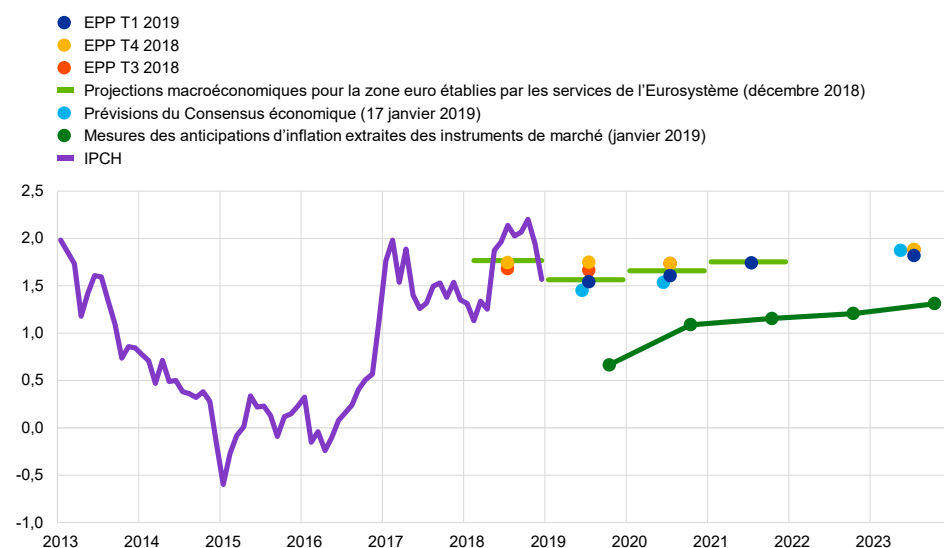
<sup>1</sup> Cf. l'encadré intitulé « Le rôle des salaires dans le redressement de l'inflation », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2018.

respectivement, principalement imputables aux évolutions des prix du pétrole. D'après l'EPP, les anticipations moyennes d'inflation à plus long terme se sont établies à 1,8 %, soit une révision à la baisse de 0,1 point de pourcentage.

### Graphique 8

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

(variations annuelles en pourcentage)



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

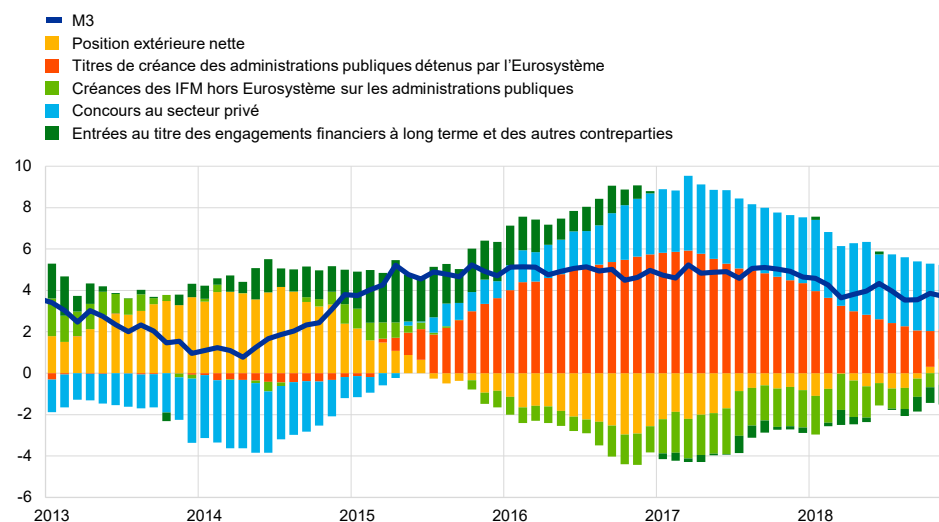
Notes : Pour le premier trimestre 2019, l'EPP a été réalisée entre le 7 et le 11 janvier 2019. La courbe établie à partir des données de marché se fonde sur le taux d'inflation au comptant à un an et sur les taux anticipés à un an dans 1 an, dans 2 ans, dans 3 ans et dans 4 ans. Pour l'inflation extraite des instruments de marché, les dernières observations se rapportent au 23 janvier 2019.

**Au troisième trimestre 2018, les prix de l'immobilier résidentiel ont continué d'augmenter dans la zone euro.** Selon l'indicateur des prix de l'immobilier résidentiel établi par la BCE, les prix des maisons et des appartements dans la zone euro ont augmenté de 4,3 % en rythme annuel au troisième trimestre 2018, après 4,2 % et 4,3 % au deuxième et au premier trimestre 2018, respectivement. Les données relatives aux trois premiers trimestres 2018 correspondent donc à un taux de croissance soutenu sans qu'une véritable tendance ne se dessine.

**La croissance de la monnaie au sens large s'est modérée en novembre.** Le taux de croissance annuel de M3 s'est inscrit en baisse, à 3,7 %, en novembre 2018, après 3,9 % en octobre (cf. graphique 9). La réduction des achats nets d'actifs (de 80 milliards d'euros à 60 milliards en avril 2017, puis à 30 milliards en janvier 2018 et à 15 milliards en octobre 2018) s'est traduite par un impact positif moins important de l'APP sur la croissance de M3. Le taux de croissance annuel de M1, qui a encore apporté une contribution significative à la croissance de la monnaie au sens large, a diminué pour ressortir à 6,7 % en novembre (après 6,8 % en octobre). La croissance de la monnaie a continué de bénéficier d'une expansion économique solide et du faible coût d'opportunité de la détention des instruments les plus liquides dans un environnement de taux d'intérêt très bas.

**Graphique 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.

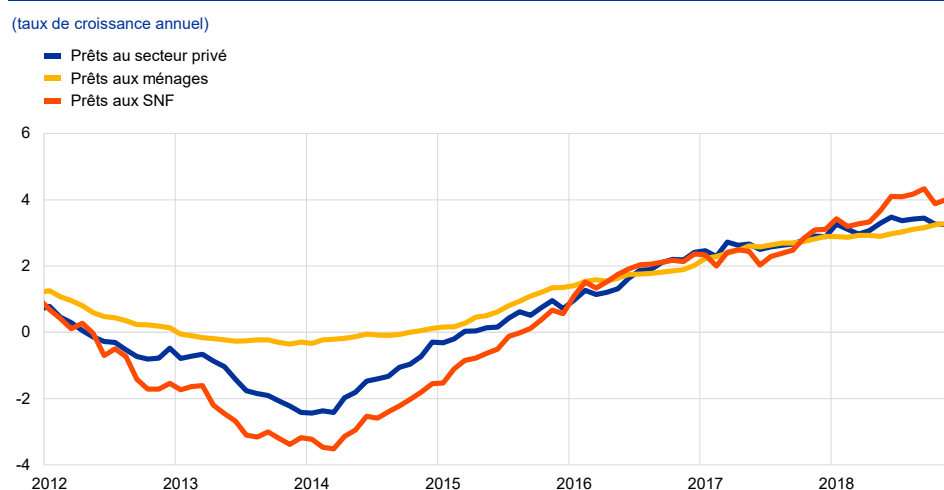
Notes : Les concours au secteur privé recouvrent les prêts des IFM au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres de créance émis par le secteur privé non IFM de la zone euro. Par conséquent, cela couvre également les achats de titres de créance émis par les non-IFM réalisés par l'Eurosystème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

**Les concours au secteur privé sont restés le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large.** Du point de vue des contreparties, la contribution positive à la croissance de M3 des titres des administrations publiques détenus par l'Eurosystème a encore diminué (cf. les parties rouges des barres du graphique 9), dans le contexte évoqué précédemment de réduction des achats nets mensuels dans le cadre de l'APP. Cette évolution a été largement contrebalancée par une hausse modérée de la contribution des concours au secteur privé depuis fin 2017 (cf. les parties bleues des barres du graphique 9). Elle traduit une poursuite des arbitrages en faveur de sources de création monétaire plus auto-entretenues, les concours au secteur privé ayant dépassé les achats de titres de créance des administrations publiques par l'Eurosystème pour devenir le principal contributeur à la croissance de M3 depuis octobre 2018. En revanche, les cessions d'emprunts publics par les

institutions financières monétaires (IFM) de la zone euro hors Eurosystem ont freiné la croissance de M3 (cf. les parties vert clair des barres du graphique 9). Enfin, la contribution de la position extérieure nette (cf. les parties jaunes des barres du graphique 9) a de nouveau été positive en novembre.

**La croissance annuelle des prêts accordés au secteur privé est demeurée stable en novembre.** 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 resté stable en novembre, à 3,3 % (cf. graphique 10). Il a bénéficié de la hausse du taux de croissance annuel des prêts consentis aux SNF (de 3,9 % en octobre à 4,0 % en novembre) et des prêts aux ménages (de 3,2 % en octobre à 3,3 % en novembre). Ces légères hausses ont été contrebalancées par une baisse du taux de croissance annuel des prêts accordés aux intermédiaires financiers, d'où la stabilité du taux de croissance des prêts au secteur privé dans leur ensemble. Alors que le taux de croissance annuel des prêts au logement consentis aux ménages est resté modéré en comparaison historique, l'octroi de nouveaux prêts a été important. Le redressement de la croissance des prêts a été favorisé par la forte baisse des taux débiteurs des banques dans l'ensemble de la zone euro depuis mi-2014 (notamment en raison des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE) et par l'amélioration générale de l'offre et de la demande de prêts bancaires. De plus, les banques ont réalisé des progrès en matière d'assainissement de leurs bilans, même si le volume des prêts non performants (*non-performing loans* – NPL) demeure élevé dans certains pays et pourrait peser sur l'intermédiation financière <sup>2</sup>.

**Graphique 10**  
**Prêts au secteur privé**



Source : BCE.

Notes : Les prêts sont corrigés des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dernière observation se rapporte à novembre 2018.

**La croissance des prêts a continué d'être soutenue par des conditions de prêt bancaire favorables et par une hausse de la demande de prêts pour toutes les catégories.** D'après l'enquête de janvier 2019 sur la distribution du crédit bancaire

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

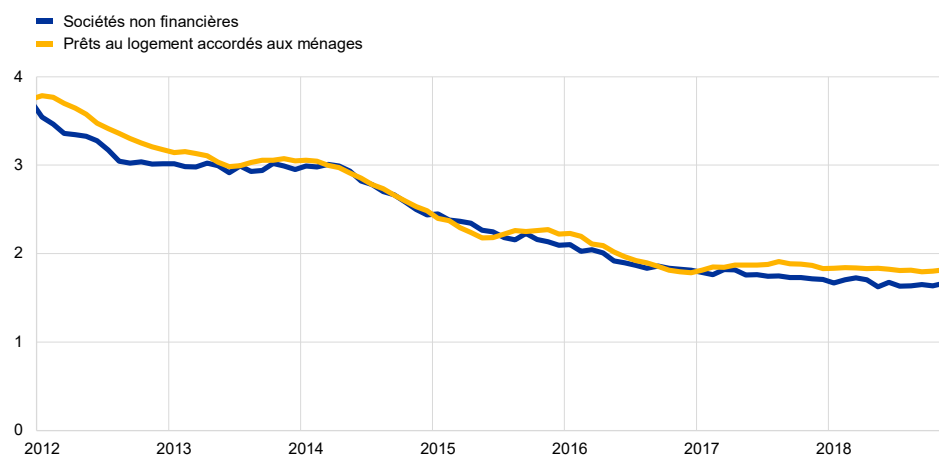
dans la zone euro, les critères d'octroi des prêts aux entreprises et des prêts au logement consentis aux ménages sont demeurés globalement inchangés au quatrième trimestre 2018. Ces évolutions traduisent un assouplissement net global considérable des critères d'octroi des crédits depuis 2014. Les pressions concurrentielles ont continué de contribuer à un assouplissement des critères d'octroi des prêts aux entreprises et des prêts au logement, tandis que la perception d'un risque moins élevé n'a contribué qu'à un assouplissement des critères appliqués aux prêts au logement. L'augmentation de la demande nette de prêts résulte dans une large mesure de la faiblesse générale des taux d'intérêt, de la FBCF, des stocks et du fonds de roulement, de l'activité de fusion-acquisition, des perspectives favorables sur le marché de l'immobilier résidentiel et de la confiance des consommateurs. Les banques de la zone euro ont également déclaré que les mesures réglementaires et prudentielles avaient contribué à un nouveau renforcement de leurs fonds propres au second semestre 2018 et au durcissement de leurs critères d'octroi pour toutes les catégories de prêts. S'agissant de l'impact des ratios de NPL sur les politiques en matière de prêt, les banques de la zone euro ont déclaré que ces ratios avaient eu un effet de durcissement sur leurs critères d'octroi de prêts aux sociétés et de prêts au logement au cours des six derniers mois, effet qui devrait persister et toucher toutes les catégories de prêts.

**Les taux débiteurs très favorables ont continué de soutenir la croissance économique de la zone euro.** En novembre 2018, le taux d'intérêt composite des prêts bancaires aux SNF est demeuré globalement stable, à 1,66 %, niveau proche de son point bas historique observé en mai 2018. Le taux d'intérêt composite sur les prêts au logement est demeuré stable en novembre, à 1,81 %, niveau également proche de son point bas historique enregistré en décembre 2016 (cf. graphique 11). Les taux d'intérêt composites sur les prêts consentis aux SNF et aux ménages ont enregistré un recul significatif et plus marqué que les taux de référence du marché depuis l'annonce par la BCE des mesures d'assouplissement du crédit en juin 2014. La réduction des taux sur les prêts consentis aux SNF, ainsi que sur les prêts aux petites entreprises (en supposant que les prêts de très faible montant, inférieur ou égal à 250 000 euros, sont principalement accordés aux petites entreprises), a été particulièrement significative dans les pays de la zone euro qui ont été les plus exposés à la crise financière. Cela indique une transmission plus uniforme de la politique monétaire aux taux débiteurs bancaires dans l'ensemble des pays de la zone euro et des entreprises quelle que soit leur taille.

## Graphique 11

### Taux débiteurs bancaires composites appliqués aux SNF et aux ménages

(en pourcentage annuel)



Source : BCE.

Notes : Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agrégeant 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 novembre 2018.

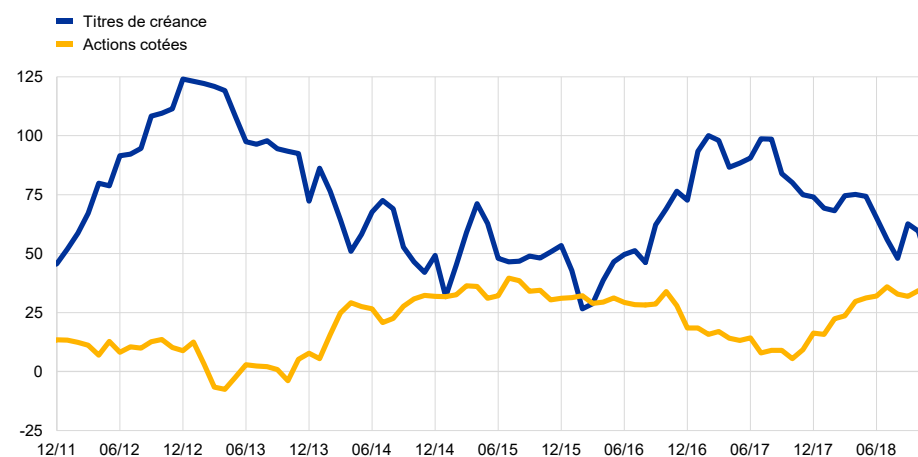
**Les émissions nettes de titres de créance par les SNF de la zone euro ont légèrement diminué au cours des deux premiers mois du quatrième trimestre 2018 après avoir connu une hausse modérée au cours des mois équivalents du trimestre précédent.** Les dernières données de la BCE indiquent

que, en termes nets, le flux total de titres de créance émis par les SNF en octobre et en novembre 2018 a été légèrement négatif. Cela contraste avec les profils saisonniers habituellement observés ces dernières années, où la faiblesse des émissions a eu tendance à être concentrée sur le dernier mois du quatrième trimestre. Dans une perspective plus à moyen terme (cf. graphique 12), les flux annuels de titres de créance ont continué de diminuer. Ils ont atteint 44 milliards d'euros en novembre 2018, après une baisse de 30 milliards au cours des douze mois précédents. Les données de marché disponibles suggèrent que les émissions nettes de titres de créance sont demeurées faibles en décembre 2018, avant de se redresser légèrement début janvier 2019. Le total des émissions nettes d'actions cotées par les SNF a été assez soutenu en octobre et en novembre 2018, affichant une amélioration par rapport au chiffre légèrement négatif enregistré au cours des deux premiers mois du troisième trimestre 2018. En termes de flux annuels, les émissions nettes d'actions cotées sont restées proches des niveaux les plus élevés enregistrés depuis 2012.

## 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)



Source : BCE.

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

### En dépit d'une légère augmentation ces derniers mois, les coûts de financement des SNF de la zone euro sont demeurés globalement favorables.

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 demeuré stable autour de 4,7 % en novembre, et devrait avoir poursuivi sa hausse en décembre 2018 et en janvier 2019. Même si le coût du financement s'établit actuellement, selon les estimations, à quelque 54 points de base au-dessus du point bas historique d'août 2016, il reste inférieur au niveau observé à l'été 2014. La hausse du coût du financement depuis la fin du troisième trimestre 2018 reflète l'augmentation du coût des fonds propres ainsi que celle du coût de l'endettement de marché. Le coût des crédits bancaires à court comme à long terme est demeuré globalement stable au cours de la même période.

# Encadrés

## 1 Les évolutions récentes des prix du pétrole

Dominic Quint

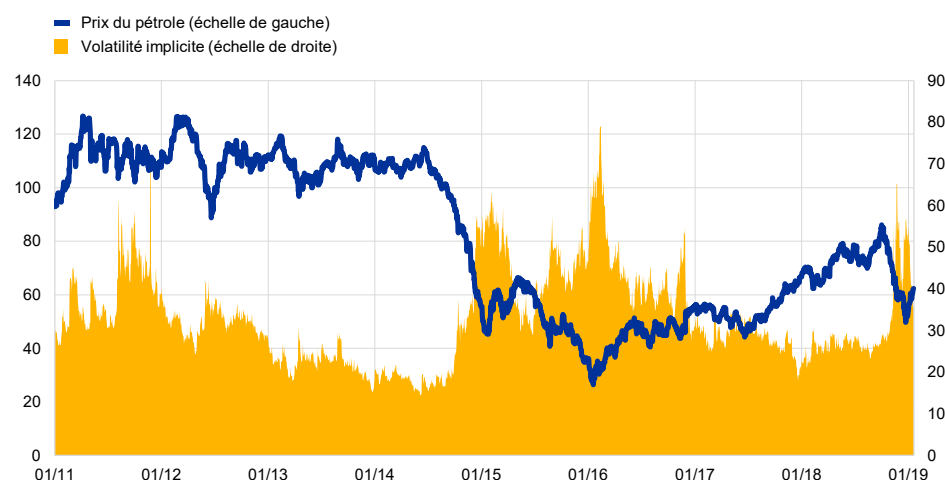
Dans le contexte des fortes variations des prix du pétrole observées ces derniers mois, le présent encadré évalue les principaux facteurs à l'origine des évolutions du marché du pétrole. Tandis que la demande est restée relativement stable, les facteurs liés à l'offre ont été principalement à l'origine de la volatilité récente des prix du pétrole.

### Au cours des derniers mois, on a observé un net retournement des prix du pétrole, qui s'est accompagné d'une forte hausse de leur volatilité implicite.

Après s'être inscrit en hausse depuis l'été 2017 et avoir atteint un pic à 86 dollars le baril début octobre 2018, le prix du *Brent* a subi une forte correction, chutant d'environ 40 % fin 2018 (cf. graphique A). Une correction similaire avait déjà été observée quatre ans plus tôt. Les prix du pétrole ont fortement reculé en 2014, après plusieurs années au cours desquelles le *Brent* s'est échangé à environ 110 dollars le baril. En janvier 2016, les prix sont revenus en deçà de 30 dollars le baril. Ces périodes d'effondrement des prix du pétrole ont tendance à s'accompagner d'un degré élevé d'incertitude. L'indice de volatilité du pétrole (*Oil Volatility Index* – OVX) rend compte, sur la base des options sur *Oil Funds* des États-Unis (qui retracent le prix du *West Texas Intermediate light crude oil*), des anticipations relatives à la volatilité à court terme. En novembre, l'incertitude sur les marchés pétroliers a atteint des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis la forte baisse des prix du pétrole observée fin 2014-début 2015 et début 2016.

### Graphique A Prix du pétrole

(échelle de gauche : dollars par baril ; échelle de droite : indice)



Sources : Bloomberg et Haver Analytics.

Notes : Le *Crude Oil ETF Volatility Index* (OVX) calculé par le *Chicago Board Options Exchange* (CBOE) mesure les anticipations de marché relatives à la volatilité à 30 jours des prix du pétrole brut en appliquant la méthodologie VIX aux options de fonds d'investissement en pétrole des États-Unis couvrant un large éventail de prix d'exercice. La dernière observation se rapporte au 21 janvier 2019.

**Les modifications des sources d'offre de pétrole ont constitué un déterminant important des prix avec l'arrivée du pétrole de schiste américain.** Depuis 2011, la capacité de production américaine de pétrole de schiste a fortement augmenté, ce qui a permis aux États-Unis de faire concurrence à deux des plus importants producteurs de pétrole au monde, la Russie et l'Arabie saoudite, en termes de volumes d'extraction quotidiens <sup>3</sup>. Les avancées technologiques en matière d'extraction et les investissements dans les réseaux d'oléoducs et dans la capacité ferroviaire ont permis aux producteurs américains d'accroître leur production, faisant ainsi des États-Unis un facteur important de l'offre mondiale de pétrole. La part de ce pays dans l'offre agrégée a fortement augmenté entre 2011 et l'été 2014 (cf. graphique B). Fin 2014, les membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) ont changé de stratégie, abandonnant les quotas de production pour tenter de regagner des parts de marché et, selon certains analystes, évincer l'offre américaine en tirant les prix en deçà des niveaux auxquels la production de pétrole de schiste serait rentable <sup>4</sup>. Ces actions n'ont que brièvement entravé la production de pétrole de schiste. Fin 2016, l'OPEP a dû revoir son approche, les inquiétudes relatives à la demande mondiale ayant entraîné de nouvelles baisses des prix. De plus, cette stratégie a fait peser des tensions sur les finances publiques de ses membres, et les indicateurs de soutenabilité budgétaire se sont nettement détériorés entre 2014 et 2016 pour la plupart des pays de l'OPEP <sup>5</sup>. Une fois les prix du pétrole de nouveau en hausse, en 2017, les producteurs américains ont rapidement regagné des parts de marché <sup>6</sup>.

---

<sup>3</sup> Pour d'autres réflexions sur la production de pétrole de schiste américaine, cf. l'article intitulé « [Le marché du pétrole à l'ère du pétrole de schiste](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2017.

<sup>4</sup> Pour une interprétation économique des actions stratégiques de l'OPEP, cf. par exemple, Behar (A.) et Ritz, (R. A.), « [An analysis of OPEC's strategic actions, US shale growth and the 2014 oil price crash](#) », *IMF Working Papers*, n° 16/131, juillet 2016.

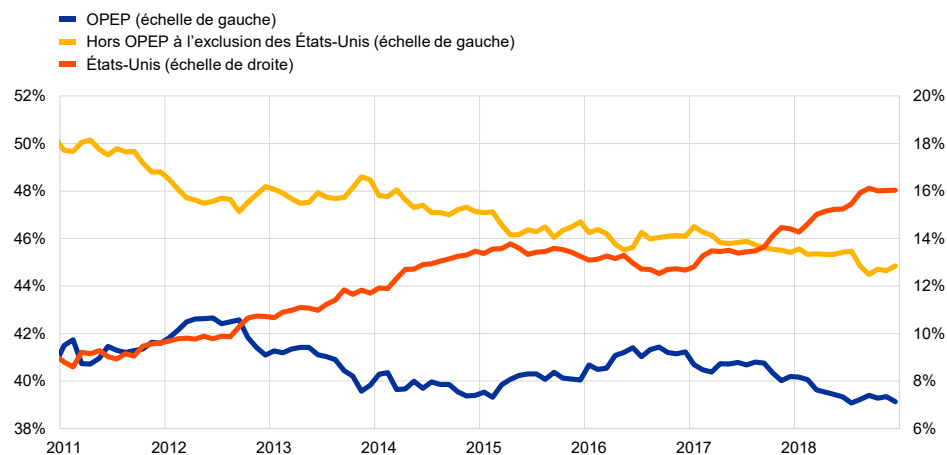
<sup>5</sup> Cf., par exemple, Kose (M.A.), Kurlat (S.), Ohnsorge (F.) et Sugawara (N.), « [A Cross-Country Database of Fiscal Space](#) », *Policy Research Working Paper*, n° 8157, Banque mondiale, août 2017.

<sup>6</sup> Fin 2018, les États-Unis sont même devenus exportateurs nets de pétrole pour la première fois de leur histoire, si l'on tient compte de l'ensemble des importations et des exportations de produits bruts et raffinés.

## Graphique B

### Parts de marché des producteurs de pétrole

(en pourcentages)



Sources : Agence internationale de l'énergie et calculs des services de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à décembre 2018.

**Les variations du prix du pétrole les plus récentes, c'est-à-dire vers la fin 2018, résultent également de modifications importantes de l'évaluation par le marché des perspectives en termes d'offre.** Malgré une hausse de la production

américaine, les prix du pétrole ont augmenté durant les trois premiers trimestres 2018, les intervenants de marché se concentrant sur la diminution de la production au Venezuela et les perspectives d'une baisse des exportations iraniennes après le retrait des États-Unis de l'accord sur le nucléaire iranien conclu en 2015.

En mai 2018, les États-Unis ont annoncé qu'ils recommenceraient à imposer des sanctions sur les exportations de pétrole iraniennes à partir de novembre 2018.

En octobre 2018, les exportations de pétrole iraniennes avaient déjà reculé d'environ 0,35 million de barils par jour <sup>7</sup>. Dans le même temps, le marché s'inquiétait de savoir si, en réaction, l'OPEP accroîtrait sa production pour compenser la perte de la production iranienne sur les marchés mondiaux. Les prix ont toutefois subi une forte correction à partir de début octobre. L'Arabie saoudite et la Russie ont fourni l'assurance que, le cas échéant, elles augmenteraient effectivement leur production après la mise en œuvre des sanctions. De nouvelles pressions à la baisse sont venues de la décision du gouvernement américain d'accorder à certains pays absorbant la quasi-totalité des exportations de pétrole de l'Iran des dérogations de six mois pour continuer à importer du pétrole iranien. L'OPEP et les grands producteurs hors OPEP se sont mis d'accord sur des réductions de la production début décembre 2018. Toutefois, les réductions proposées se situent dans la fourchette basse de ce que les marchés jugent nécessaire pour exercer un effet durable sur les prix, tandis que des doutes sont également apparus quant à la mesure dans laquelle les membres respecteraient les réductions de la production <sup>8</sup>. Par conséquent, la baisse des prix du pétrole ne s'est pas interrompue avant début 2019, après que les

<sup>7</sup> Ce recul est moins sévère qu'en 2012, lorsque les sanctions avaient entraîné une baisse des exportations de pétrole iraniennes d'environ 1 million de barils par jour.

<sup>8</sup> L'unité des membres de l'OPEP a encore été remise en question lorsque le Qatar a pris la décision de se retirer de l'Organisation. Le Qatar, qui jusque-là avait été le 11<sup>e</sup> producteur de pétrole de l'OPEP, entend se concentrer sur sa production de gaz naturel et ne veut plus être lié par les accords de l'OPEP.

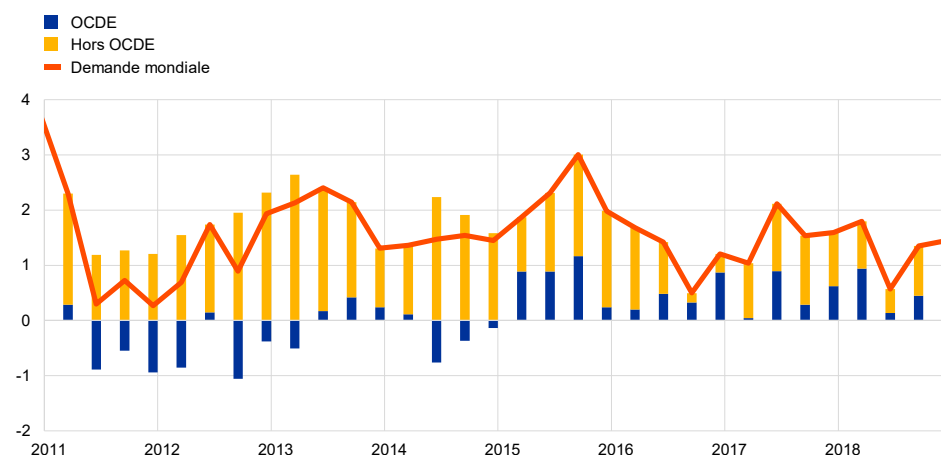
indicateurs initiaux pour décembre ont dénoté un recul marqué de la production de l'OPEP.

**La croissance de la demande de pétrole agrégée a été plus stable ces dernières années, mais devrait diminuer en 2019.** Au cours de la dernière décennie, la consommation d'énergie dans les pays hors OCDE, en Chine notamment, a été le principal moteur de la demande de pétrole mondiale (cf. graphique C). Toutefois, la hausse de la demande en provenance des économies émergentes et des économies en développement a été contrebalancée par le ralentissement de celle des pays de l'OCDE. Plus récemment, avec le léger ralentissement de l'expansion économique dans les économies émergentes et les économies en développement, on observe un certain degré de convergence de la croissance de la demande de pétrole dans les pays de l'OCDE et les pays hors OCDE. Dans la mesure où l'activité économique mondiale devrait légèrement se modérer en 2019, les prévisions relatives à la croissance de la demande de pétrole ont été révisées à la baisse par l'Agence internationale de l'énergie ces derniers mois. Cela a exercé des pressions supplémentaires sur les prix, en particulier durant la deuxième quinzaine de décembre, dans un contexte de correction généralisée des marchés financiers mondiaux.

### Graphique C

#### Demande de pétrole

(variations annuelles en pourcentage, données trimestrielles)



Sources : Agence internationale de l'énergie et calculs des services de la BCE.  
Note : La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2018.

**Bien que moins important qu'auparavant, le rôle joué par l'OPEP et les autres grands producteurs de pétrole qui coopèrent avec l'OPEP demeure un déterminant majeur de la dynamique des prix du pétrole.** Les grands « *swing producers* » (à même de peser sur les équilibres offre-demande) traditionnels comme l'Arabie saoudite jouent encore un rôle important. Par exemple, les pays de l'OPEP restent les seuls à posséder une capacité inutilisée suffisante pour augmenter la

production en réponse à des pics de demande soudains <sup>9</sup>. Néanmoins, la stratégie consistant à faire baisser les prix menée par l'OPEP en 2014 et 2015 n'a pas permis d'évincer définitivement la production américaine de pétrole de schiste, ce qui suggère que, à plus long terme, la capacité de l'OPEP à stabiliser les prix autour des niveaux désirés s'est affaiblie. Même si les méthodes d'extraction conventionnelles sont généralement moins coûteuses que la production de pétrole de schiste, la plupart des pays exportateurs de pétrole traditionnels ont besoin que les prix du pétrole soient plus élevés pour équilibrer leurs budgets de secteur public <sup>10</sup>. Toutefois, la révolution du pétrole de schiste a contribué à limiter les pressions à la hausse sur les prix du pétrole, dans la mesure où la production américaine tend à s'accroître lorsque les prix dépassent les prix d'équilibre. Selon une enquête relative à l'énergie réalisée par la Réserve fédérale de Dallas, les puits existants en fonctionnement peuvent être rentables pour une fourchette de prix allant de 25 à 35 dollars le baril. En revanche, pour exploiter de nouveaux puits, les producteurs ont besoin que les prix soient légèrement plus élevés (cf. graphique D).

**Globalement, la révolution du pétrole de schiste a modifié la structure du marché du pétrole. Les stratégies de l'OPEP doivent désormais prendre en compte la réaction endogène des producteurs de pétrole de schiste.**

La concurrence du pétrole de schiste est susceptible de réduire la faculté qu'ont les producteurs de pétrole traditionnels de faire monter les prix au-dessus d'un niveau donné sur des horizons longs. Dans le même temps, le processus d'adaptation, par l'OPEP, de ses stratégies à la nouvelle source de concurrence a introduit une certaine volatilité des prix du pétrole ces dernières années, y compris durant le second semestre 2018.

---

<sup>9</sup> La capacité inutilisée de l'OPEP est estimée entre 1 et 2 millions de barils par jour, ce qui signifie que l'OPEP devrait être capable d'accroître sa production de ce montant en 30 à 90 jours. La faculté des États-Unis d'accroître son offre fortement et rapidement reste limitée. Si les producteurs américains voulaient accroître la production de 0,5 million de barils par jour, cela leur prendrait six mois pour intensifier les activités de forage. Cf. Newell (R.G.) et Prest (B.C.), « *Is the US the New Swing Producer? The Price-Responsiveness of Tight Oil* », *RFF Working Paper*, n° 17-15, *Resources for the Future*, juin 2017.

<sup>10</sup> Cf. l'[Appendice statistique](#) des *Perspectives économiques régionales : Moyen-Orient et Asie centrale*, FMI, novembre 2018.

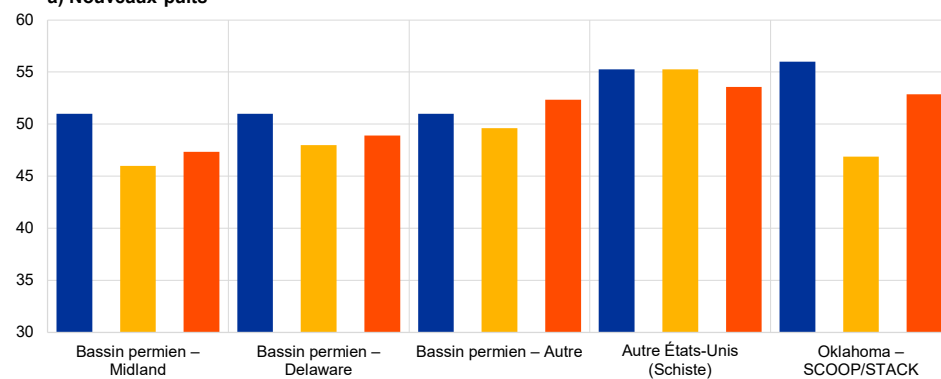
## Graphique D

### Prix d'équilibre du pétrole pour les producteurs américains

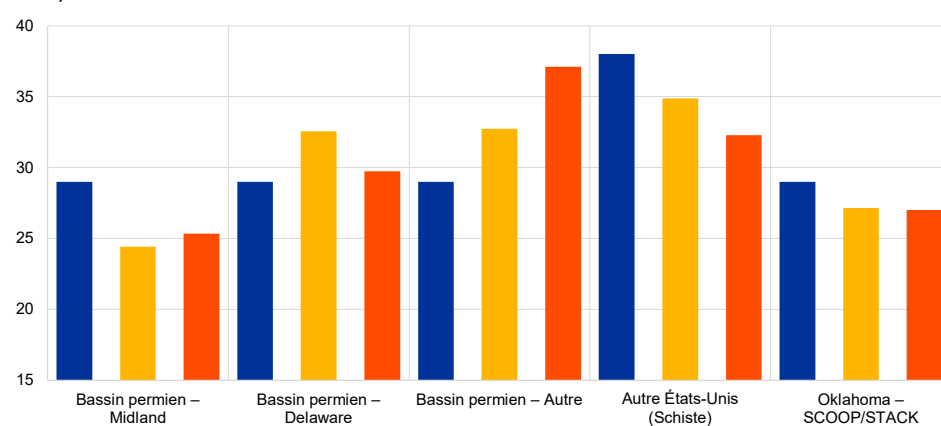
(en dollars par baril)

■ 2016  
■ 2017  
■ 2018

#### a) Nouveaux puits



#### b) Puits existants



Source : *Dallas Fed Energy Survey*.

Notes : Prix moyens nécessaires pour couvrir les dépenses de d'exploitation des puits nouveaux et existants dans les différentes régions. Le prix de référence est le prix du pétrole dit *West Texas Intermediate* (WTI), qui est en moyenne 10 % moins élevé que celui du *Brent*. Les données sont établies à partir d'une enquête réalisée entre le 14 et le 22 mars 2018.

## La demande intérieure dans la zone euro : facteurs déterminants et risques

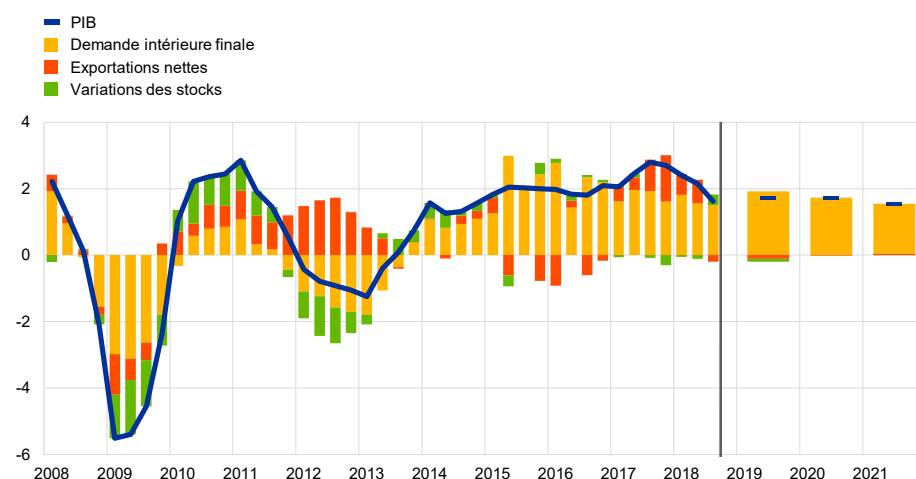
Malin Andersson et Benjamin Mosk

**La croissance de l'activité dans la zone euro devrait se poursuivre à un rythme modéré, tandis que l'incertitude accrue signale une accentuation des risques à la baisse pesant sur les perspectives de croissance.** L'incertitude accrue à l'échelle mondiale, la perspective du Brexit, l'intensification du protectionnisme, la volatilité dans les économies de marché émergentes (EME) ainsi que l'incertitude relative à la politique économique dans certaines parties de la zone euro constituent des défis majeurs pour la stabilité de la demande intérieure au cours des prochains mois. D'après les projections macroéconomiques de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème <sup>11</sup>, les perspectives de croissance devraient bénéficier de la hausse soutenue de la demande intérieure au cours des prochaines années, en dépit d'une contribution très limitée des exportations nettes et des stocks (cf. graphique A). Malgré le ralentissement attendu de la croissance, qui est cohérent avec un cycle économique arrivant à maturité caractérisé par une augmentation des pénuries de main-d'œuvre dans certains pays et un redressement des taux d'épargne par rapport à leurs bas niveaux, l'activité devrait être relativement résiliente grâce à plusieurs facteurs, notamment la poursuite attendue de l'expansion de l'activité mondiale, l'orientation accommodante de la politique monétaire qui soutient les conditions de financement, l'amélioration de la situation sur les marchés du travail, la hausse des salaires et un assouplissement budgétaire. Le présent encadré examine les facteurs qui soutiennent la dépense intérieure et évalue les effets adverses potentiels sur l'activité intérieure d'une incertitude accrue à l'échelle mondiale.

### Graphique A

#### Ventilation de la croissance du PIB en volume de la zone euro

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



Sources : Eurostat et projections macroéconomiques de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème.

Notes : Les dernières observations des résultats effectifs se rapportent au troisième trimestre 2018. Les données à droite de la ligne verticale grise sont des projections.

<sup>11</sup> Cf. l'article intitulé « [Décembre 2018 – Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème](#) », BCE, 2018.

**D'après les projections macroéconomiques de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème, la consommation privée devrait continuer de bénéficier de la croissance de l'emploi et des revenus, facteurs importants de la hausse du revenu des ménages.**

La modération de la croissance du PIB en volume de la zone euro <sup>12</sup> au cours des trois premiers trimestres 2018 est liée en partie à la croissance de la consommation privée, qui s'est ralentie jusqu'au troisième trimestre. La confiance des consommateurs a diminué au cours de l'année 2018, demeurant cependant supérieure à sa moyenne de long terme. Pour l'avenir, la croissance de la consommation devrait continuer d'évoluer en liaison avec les évolutions du revenu disponible réel. La principale contribution à la hausse du revenu disponible réel provient de la croissance du revenu réel du travail (cf. graphique B), qui devrait davantage résulter de l'évolution des salaires et moins de la croissance de l'emploi. Cette composition explique en partie le ralentissement de la croissance de la consommation, celle-ci réagissant en général plus fortement aux variations de l'emploi qu'à celles du revenu. Les termes de l'échange, qui reflètent la relation entre les prix des exportations et les prix des importations, devraient s'améliorer et apporter un soutien supplémentaire au revenu disponible <sup>13</sup> ; en effet, les prix du pétrole devraient à nouveau diminuer après avoir augmenté au troisième trimestre 2018, à cette réserve près qu'ils peuvent être très volatils, comme on l'a récemment constaté. Les revenus de la propriété devraient également continuer de soutenir le revenu disponible réel. Si les politiques budgétaires ont, dans l'ensemble, contribué négativement au revenu disponible au cours des dernières années, en liaison avec le mécanisme conjoncturel des stabilisateurs budgétaires, elles devraient en revanche apporter leur soutien en 2019. De plus, les progrès en matière de désendettement du secteur des ménages devraient également favoriser la consommation, bien que la dette des ménages soit encore relativement élevée. Dans l'ensemble, le revenu disponible réel soutiendra la consommation privée tout en permettant dans le même temps une accumulation progressive de l'épargne des ménages.

---

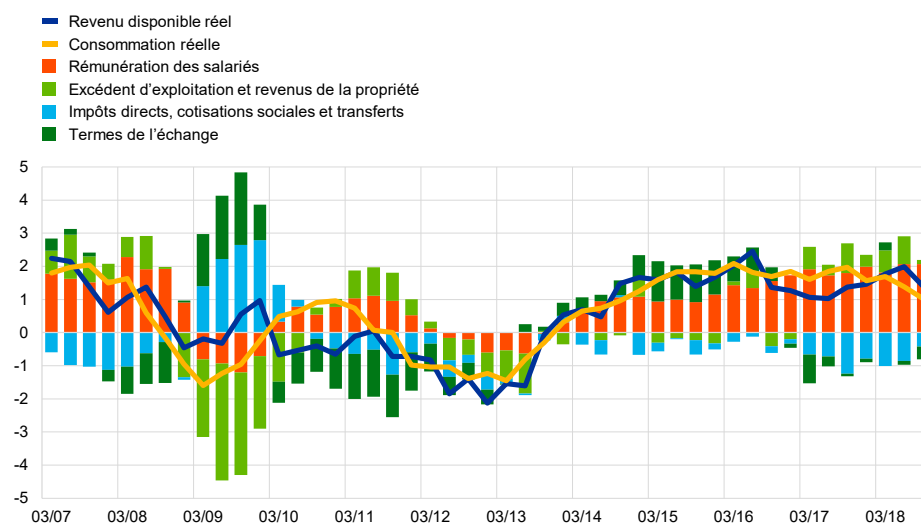
<sup>12</sup> Cf. l'encadré intitulé « [Le récent ralentissement de la croissance de la production dans la zone euro reflète des facteurs à la fois cycliques et temporaires](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018.

<sup>13</sup> Cf. l'encadré intitulé « [Prix du pétrole, termes de l'échange et consommation du secteur privé](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2018.

## Graphique B

### Consommation privée et ventilation de la croissance du revenu disponible

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

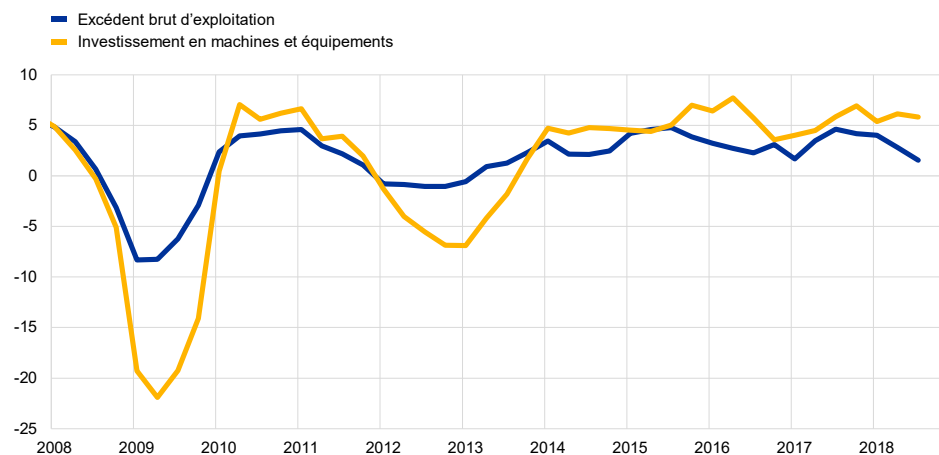
Notes : La contribution des termes de l'échange est approximée par le différentiel entre déflateur du PIB et déflateur de la consommation. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2018.

**Dans le cadre d'un cycle d'activité arrivant à maturité, la hausse de l'investissement des entreprises devrait quand même se poursuivre, en dépit de l'environnement plus incertain.** L'investissement des entreprises sera soutenu par les évolutions de la demande intérieure, par les contraintes de capacité et par une rentabilité conforme aux profils historiques (cf. graphique C), mais connaîtra un ralentissement avec l'arrivée à maturité du cycle et la détérioration des conditions de la demande et des bénéfices. Les conditions financières restent accommodantes, mais devraient progressivement devenir moins favorables à l'investissement. En outre, l'amélioration des bilans et la diminution des besoins de liquidité des entreprises de la zone euro soutiendront également l'investissement. S'agissant du marché de l'immobilier résidentiel, les indicateurs à court terme en fin d'année, tels que les niveaux modérés de l'indice des directeurs d'achat et de la production dans la construction, reflètent l'augmentation des pénuries de main-d'œuvre dans certains pays et signalent un ralentissement à court terme de la croissance de l'investissement résidentiel. Cela étant, soutenu par l'évolution des prix des logements, le rebond à moyen terme de l'investissement résidentiel devrait se poursuivre, à partir des niveaux inférieurs à ceux d'avant la crise constatés dans de nombreux grands pays de la zone.

## Graphique C

### Croissance de l'investissement en machines et équipements et bénéfices

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Eurostat.

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

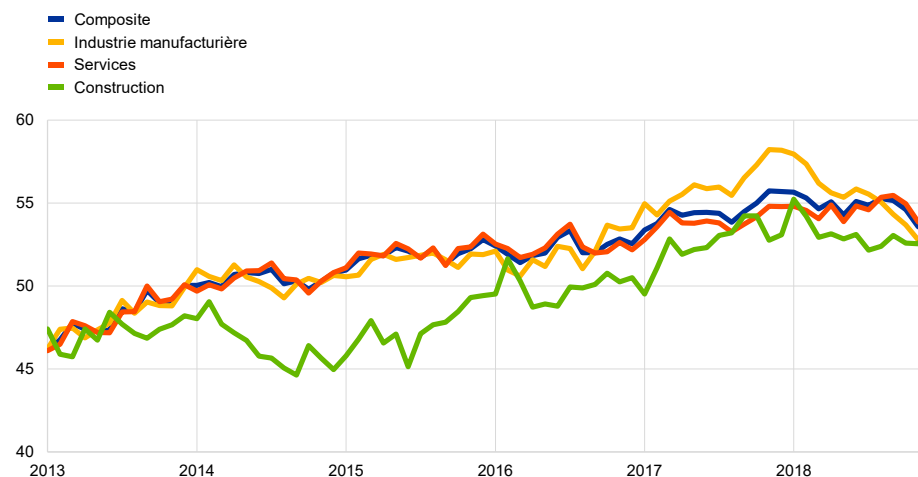
**Des éléments signalent également que la croissance est de plus en plus soutenue par des facteurs aussi bien structurels que conjoncturels, malgré certaines vulnérabilités.** La réduction des déséquilibres macroéconomiques, notamment dans les anciens pays sous programme, et les réformes structurelles ont renforcé la capacité de résistance de la zone euro et l'efficacité de la politique monétaire. Cela devrait également atténuer les répercussions négatives des chocs spécifiques dans la zone euro. Dans le même temps, les vulnérabilités potentielles résultent, entre autres, du niveau encore élevé des dettes publique et privée, des créances douteuses au bilan des banques, de l'épargne des ménages inférieure au niveau d'avant la crise et des rigidités structurelles qui subsistent dans certains pays.

**La résilience des composantes de la demande intérieure pourrait être particulièrement mise à l'épreuve par l'incertitude croissante à l'échelle mondiale, en liaison notamment avec l'intensification des tensions commerciales.** S'agissant de la consommation privée, les données suggèrent que la hausse des revenus du travail devrait continuer de soutenir les dépenses des ménages, en dépit de la possible incidence négative de l'incertitude relative au commerce mondial. C'est ce qui ressort de données d'enquêtes sur les anticipations relatives à l'emploi, qui demeurent globalement élevées, en dépit d'une légère détérioration des perspectives dans les secteurs plus exposés au commerce international, comme l'industrie manufacturière (cf. graphique D).

## Graphique D

### Anticipations relatives à l'emploi

(indice de diffusion : 50 = pas de variation par rapport au mois précédent)



Source : Commission européenne.

Note : Les dernières observations se rapportent à décembre 2018.

### D'après les données d'enquêtes et les données issues de modèles, l'impact négatif d'une incertitude accrue à l'échelle mondiale pourrait être plus fort pour l'investissement des entreprises que pour la consommation privée.

Si l'incertitude est difficile à mesurer, l'impact négatif d'une incertitude accrue sur les décisions d'investissement des entreprises est en revanche bien documenté <sup>14</sup>.

Pour mettre en évidence cet impact, les enquêtes auprès des pays suggèrent que la montée de l'incertitude à l'échelle mondiale retarde les décisions d'investissement <sup>15</sup>.

Afin d'évaluer l'impact, deux simulations ont été réalisées à l'aide du modèle de prévision multi-pays de la BCE <sup>16</sup>. Dans les deux simulations, les résidus des équations d'investissement pour les principaux pays de la zone euro reçoivent un choc de manière à répliquer une hausse de l'indice de volatilité VIX (cf. graphique E), exploitant les corrélations historiques entre l'indice VIX et les résidus. Dans le premier scénario, l'indice VIX a été majoré d'un écart type au quatrième trimestre 2018, ses valeurs restant par la suite conformes à son profil historique. Ce choc entraîne une

<sup>14</sup> Face à des chocs d'incertitude, les entreprises peuvent ajuster leur gestion des stocks en réduisant de façon disproportionnée leurs commandes de biens intermédiaires, ce qui entraîne une contraction plus forte des flux commerciaux internationaux que de l'activité économique intérieure (cf., par exemple, Novy (D.) et Taylor (A.M.), « *Trade and Uncertainty* », *CEP Discussion Paper*, n° 1266, Centre for Economic Performance, mai 2014). Des perspectives incertaines concernant la politique commerciale incitent les entreprises à retarder leur entrée sur un marché étranger (marge extensive) ainsi que l'amélioration de leur technologie (marge intensive) (cf. Handley (K.) et Limão (N.), « *Trade and Investment under Policy Uncertainty: Theory and Firm Evidence* », *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 7, n° 4, novembre 2015). L'impact d'une incertitude pesant sur la politique commerciale peut être accentué par les chaînes de valeur mondiales (cf. Osnago (A.), Piermartini (R.) et Rocha (N.), « *The Heterogeneous Effects of Trade Policy Uncertainty: How Much Do Trade Commitments Boost Trade?* », *Policy Research Working Paper*, n° 8567, Banque mondiale, août 2018).

<sup>15</sup> Cf., par exemple, *Economic Bulletin*, n° 4, Banca d'Italia, 2018 ; « *The air is getting thinner* », *DIHK Economic Survey*, automne 2018, Association des chambres de commerce et d'industrie allemandes, octobre 2018 ; et *Economic Bulletin*, n° 3, Banco de España, 2018.

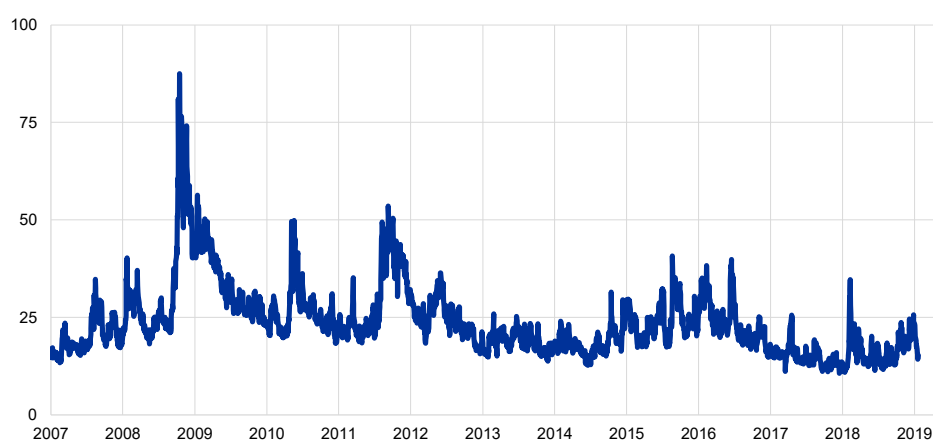
<sup>16</sup> Cf. Dieppe (A.), Gonzáles-Pandiella (A.) et Willman (A.), « *The ECB's New Multi-Country Model for the euro area: NMCM – Simulated with rational expectations* », *Economic Modelling*, vol. 29, numéro 6, 2012, p. 2597-2614 ; et Dieppe (A.), Gonzáles-Pandiella (A.), Hall (S.) et Willman (A.), « *Limited information minimal state variable learning in a medium-scale multi-country model* », *Economic Modelling*, vol. 33, 2013, p. 808-825.

baisse de l'investissement, avec un impact négatif qui atteint son point haut au second semestre 2019 (cf. graphique F). Dans le second scénario, la hausse initiale de l'indice VIX correspond à la hausse trimestrielle de l'indice observée au plus fort de la crise de la dette souveraine en Europe, ses valeurs étant par la suite également conformes au profil historique. La simulation met en évidence un impact négatif plus important sur l'investissement (cf. graphique F). Dans les deux scénarios, près de la moitié du pic de perte de niveau de l'investissement est rattrapée au bout de 2,5 ans, au fur et à mesure que l'incertitude diminue.

### Graphique E

#### Indice de volatilité VIX

(en pourcentage)



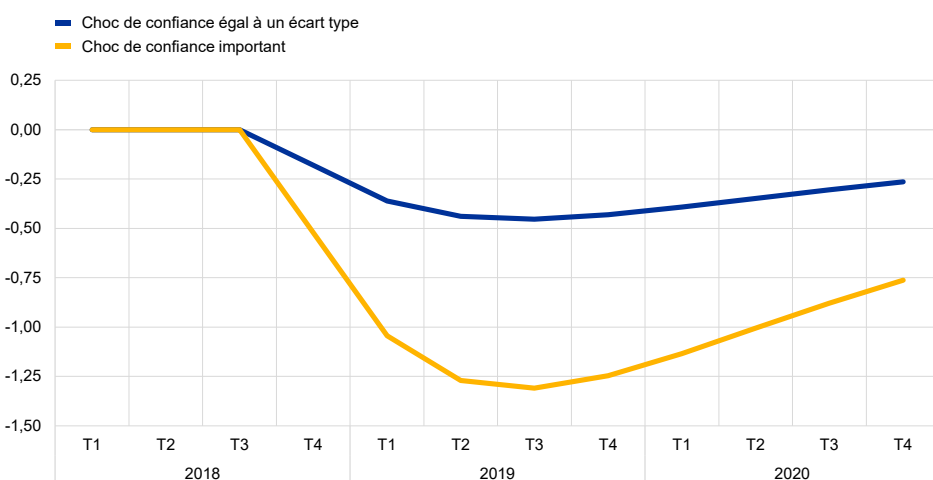
Source : Haver Analytics.

Note : La dernière observation se rapporte au 21 janvier 2019.

### Graphique F

#### Impact des chocs d'incertitude sur l'investissement total dans la zone euro

(en pourcentage ; écart par rapport au scénario de référence)



Source : Calculs de la BCE.

Notes : Les scénarios présentés sont fondés sur les profils historiques de l'indice VIX, tels qu'estimés à l'aide d'une régression  $AR(1)MA(1)$  sur 12 ans des données trimestrielles moyennes relatives à l'indice VIX. Le choc de confiance égal à un écart type correspond à une hausse initiale de 5,5 points de pourcentage, ce qui est conforme à l'augmentation des niveaux des données trimestrielles moyennes de l'indice VIX entre le troisième et le quatrième trimestre 2018. Le scénario d'un choc de confiance plus important, fondé sur une hausse de la volatilité au plus fort de la crise de la dette souveraine en Europe, correspond à une hausse initiale de 16 points de pourcentage.

Pour conclure, la croissance de la demande intérieure, en particulier de la consommation privée, restera un facteur clé de l'activité au cours des prochaines années, avec une moindre contribution cependant, reflétant l'arrivée à maturité attendue du cycle d'activité. Dans le même temps, les incertitudes croissantes à l'échelle mondiale constituent un risque à la baisse pour les perspectives, en particulier pour l'investissement des entreprises.

## Effet mécanique des modifications des hypothèses relatives aux prix du pétrole sur les projections relatives à la composante énergie de l'IPCH de la zone euro

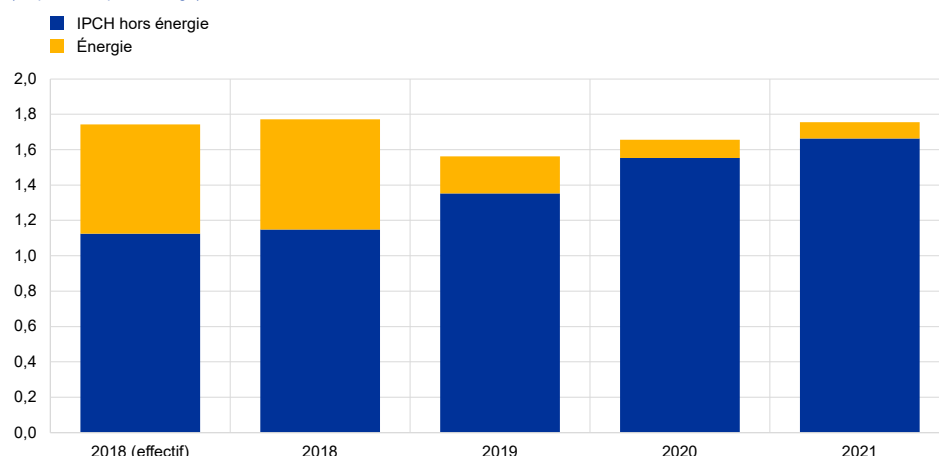
Mario Porqueddu

**Les projections d'inflation sont fondées sur des modèles, des hypothèses et des avis d'experts, et intègrent des hypothèses relatives à l'évolution future des prix du pétrole.** Dans le cas des exercices de projection de l'Eurosystème/de la BCE, les projections d'inflation reposent sur l'hypothèse que les prix du pétrole évolueront en ligne avec les prix moyens des contrats à terme observés sur une période de deux semaines avant la date d'arrêt de la projection. Le fait d'utiliser les prix des contrats à terme sur le pétrole influe fortement sur les projections relatives à la composante énergie de l'IPCH. Par exemple, le profil de l'inflation mesurée par l'IPCH dans les projections de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème était notamment caractérisé par un net recul de la contribution de l'énergie, de 0,6 point de pourcentage en 2018 à 0,2 point de pourcentage en 2019 et à 0,1 point de pourcentage en 2020 et 2021 (cf. graphique A) <sup>17</sup>. Toutefois, les prix du pétrole et les trajectoires des contrats à terme correspondants ont fortement reculé après la date d'arrêt des hypothèses qui sous-tendent ces projections, le 21 novembre 2018. Malgré le léger redressement observé dernièrement par rapport à fin 2018, ils demeurent dans l'ensemble nettement inférieurs à leurs niveaux à la date d'arrêt. Le présent encadré examine les implications mécaniques d'une modification des hypothèses relatives aux prix du pétrole pour les projections relatives à la composante énergie de l'IPCH.

### Graphique A

Contribution de la composante énergie à l'inflation totale dans les projections de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, Eurosystème et calculs de la BCE.

Note : La première barre représente les données effectives d'Eurostat pour 2018. Les autres barres correspondent aux projections établies par l'Eurosystème pour décembre 2018.

<sup>17</sup> Cf. l'article intitulé « [Projections macroéconomiques de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro](#) », publié le 13 décembre 2018 sur le site internet de la BCE.

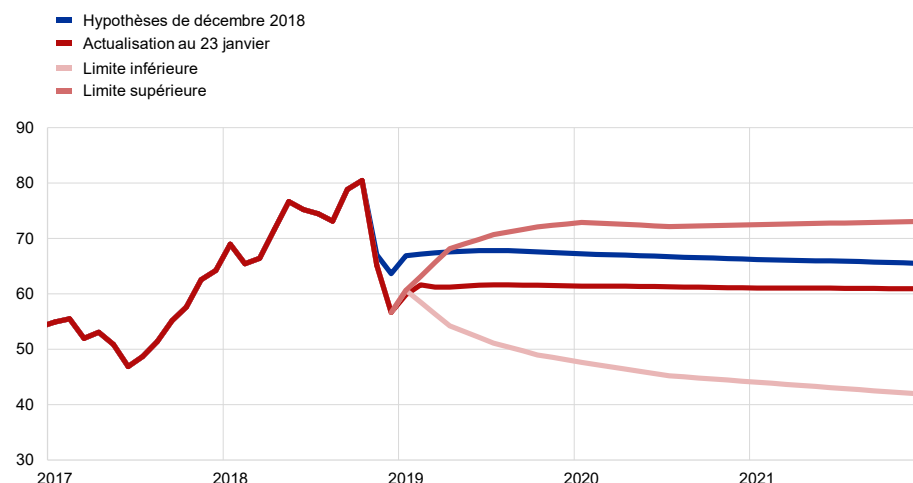
### Les prix du pétrole et les contrats à terme sur le pétrole ont fortement reculé depuis l'automne 2018.

La hausse des prix de l'énergie est revenue de 10,7 % en octobre 2018 (dernières données disponibles tirées des projections de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème) à 5,4 % en décembre 2018. Selon les dernières données relatives aux contrats à terme sur le pétrole <sup>18</sup>, les prix du pétrole oscilleront autour de 61 dollars le baril en 2019, soit un niveau inférieur de 9 % aux hypothèses des projections de décembre 2018 pour la moyenne de 2019 (cf. graphique B). S'agissant de la dernière partie de l'horizon de projection, la courbe actualisée des contrats à terme sur le pétrole affiche une pente légèrement ascendante, par opposition avec la pente légèrement descendante observée lors du dernier exercice de projection. Cela étant, en termes de taux de croissance annuels, cela fait peu de différence au-delà de 2019.

### Graphique B

#### Prix des contrats à terme sur le pétrole

(en dollars par baril)



Sources : Données *Morningstar Global Market* et calculs de la BCE.

Note : La limite inférieure (supérieure) représente le 25<sup>e</sup> (75<sup>e</sup>) centile de la distribution ressortant des densités tirées des options sur les prix du pétrole au 23 janvier 2019.

### Les prix de l'énergie reflètent étroitement l'évolution des prix du pétrole, mais on constate toutefois un écart entre les deux.

En effet, les postes liés à l'énergie, tels que le gaz et l'électricité, sont moins liés aux prix du pétrole que les carburants (pour lesquels la relation est très étroite). De plus, l'incidence de la fiscalité et des marges joue également un rôle important en termes de variations des prix de l'énergie <sup>19</sup>. Néanmoins, les évolutions du taux de variation annuel des prix du pétrole constituent généralement un indicateur assez fiable des évolutions du taux de variation annuel des prix de l'énergie (cf. graphique C).

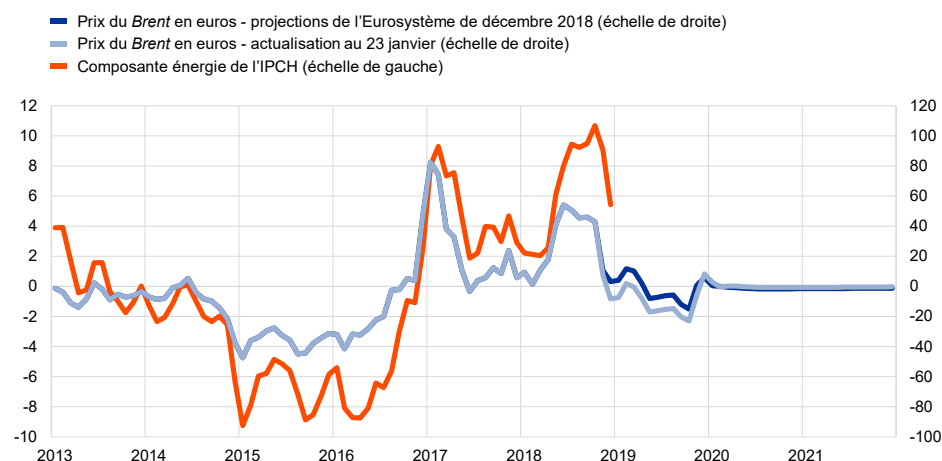
<sup>18</sup> À la date d'arrêt du 23 janvier.

<sup>19</sup> Pour plus de détails cf. l'encadré intitulé « [Le rôle des prix de l'énergie dans les résultats d'inflation observés récemment : une perspective par pays](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2018.

## Graphique C

### Prix du pétrole et prix de l'énergie

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : Les taux de variation annuels des prix du pétrole ont été calculés à partir des prix au comptant et des prix des contrats à terme le 21 novembre 2018, date d'arrêt des hypothèses pour les projections macroéconomiques de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, et actualisés avec les prix des contrats à terme au 23 janvier 2019. L'hypothèse actualisée relative au taux de change euro-dollar pour 2019 correspond à la moyenne sur la période de deux semaines s'achevant le 23 janvier (1,14 dollar pour un euro), soit un niveau supérieur de 0,5 % à l'hypothèse de décembre 2018. Cela signifie que presque toute la variation des prix du pétrole libellés en euros correspond au déplacement vers le bas de la courbe des contrats à terme sur le pétrole libellés en dollars.

#### Les implications des évolutions récentes des prix du pétrole rappellent les incertitudes concernant les projections relatives à la hausse des prix de l'énergie.

La distribution des densités tirées des options sur les prix du pétrole est large (cf. les tranches dans le graphique B), avec une fourchette interquartile comprise entre 53 dollars le baril environ et 69 dollars le baril en moyenne en 2019 (22 % au-dessous et 2 % au-dessus des hypothèses qui sous-tendent les projections de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème). Les distributions transversales des prix des contrats à terme sur le pétrole dans les enquêtes de prévision offrent une autre façon d'appréhender l'incertitude entourant les projections d'inflation dans le secteur de l'énergie. Par exemple, selon les participants à l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le premier trimestre 2019<sup>20</sup>, les prix du pétrole devraient en moyenne s'établir à environ 64 dollars le baril en 2019 (ce qui implique une trajectoire ascendante plus prononcée que dans le cas de la courbe des contrats à terme sur le pétrole), avec une fourchette d'un écart type des anticipations individuelles d'environ 5 dollars le baril.

#### Au total, les variations des prix du pétrole exercent également une incidence importante au-delà des prix de l'énergie.

Il est important de garder à l'esprit que les variations des prix du pétrole exercent non seulement des effets directs sur les prix de l'énergie, mais aussi des effets indirects sur les autres prix à la consommation, par le biais du canal des coûts et du canal de la demande. Tandis que l'avantage en termes de coût d'une baisse des prix du pétrole peut dans une certaine mesure être répercuté sur les prix à la consommation, on peut s'attendre à ce que la hausse du pouvoir d'achat, en soutenant la consommation et l'activité économique de façon plus

<sup>20</sup> L'enquête a été réalisée entre le 7 et le 11 janvier 2019.

générale, exerce - avec un certain retard - une pression à la hausse sur ces mêmes prix. De plus, il est important de suivre dans quelle mesure les variations des prix du pétrole peuvent influencer les prévisions d'inflation. L'effet global de l'évolution des prix du pétrole doit donc être évalué dans le contexte d'un exercice de projection complet.

# Articles

## 1 Bilan de vingt ans d'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels

Rupert de Vincent-Humphreys, Ivelina Dimitrova, Elisabeth Falck et Lukas Henkel

*Vingt années se sont écoulées depuis le démarrage de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP). Les questions de l'enquête portent sur des estimations ponctuelles et des distributions de probabilités relatives à la hausse de l'IPCH, à l'IPCH hors énergie, produits alimentaires et tabac, à la croissance du PIB en volume et au taux de chômage à six horizons, ainsi que des estimations ponctuelles relatives à la croissance des salaires, au taux de change, au prix du pétrole et au taux directeur de la BCE. Toutes les données quantitatives recueillies dans ce cadre sont systématiquement publiées peu après la fin de l'enquête. Cela fait de l'EPP l'enquête la plus ancienne, la plus complète et la plus transparente relative à l'économie de la zone euro dans son ensemble.*

*Une grande variété de situations économiques ont été observées au cours des vingt dernières années, notamment la Grande modération, caractérisée par une croissance économique relativement élevée et une inflation stable, la crise financière et, plus récemment, une période prolongée de tensions inflationnistes modérées. Le présent article rassemble des informations relatives à l'évolution de l'EPP parallèlement aux modifications du paysage économique et décrit les enseignements que nous en avons tirés. L'EPP reste aujourd'hui aussi utile pour l'analyse économique et aussi pertinente pour les débats sur la politique monétaire qu'elle l'était lors de son lancement.*

### 1 Introduction à l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels

**Les anticipations d'inflation jouent un rôle central dans les analyses économique et monétaire de la BCE, eu égard, en particulier, à son mandat de maintien de la stabilité des prix dans la zone euro.** La BCE fixe la politique monétaire en vue de maintenir la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro à un taux inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme. Dans ce contexte, les anticipations d'inflation des agents du secteur privé sont susceptibles d'affecter l'économie, car elles peuvent influencer les décisions économiques en matière d'épargne, de consommation et d'investissement, ainsi que la fixation des salaires et des prix. Le rôle des anticipations d'inflation dans la détermination de la hausse effective des salaires et des prix peut être modélisé par une relation de type courbe de Phillips prospective. De même, les anticipations d'inflation formées par les intervenants sur les marchés financiers peuvent influencer directement la valorisation de certains instruments financiers, tels que les obligations nominales, et donc affecter

directement la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle <sup>21</sup>. En outre, les anticipations d'inflation permettent également de recouper les projections macroéconomiques relatives aux perspectives d'inflation réalisées par les services de l'Eurosystème et de la BCE, qui contribuent à l'élaboration des décisions de politique monétaire. Par conséquent, la BCE suit attentivement les anticipations d'inflation des agents du secteur privé provenant de différentes sources, notamment les résultats de sa propre enquête trimestrielle auprès des prévisionnistes professionnels (EPP).

### **L'EPP mesure les anticipations d'inflation et d'autres anticipations macroéconomiques depuis le début de l'union monétaire.**

Lors de son lancement, l'EPP était le seul outil de mesure des anticipations macroéconomiques du secteur privé pour la zone euro dans son ensemble. L'enquête collecte des informations relatives aux taux attendus de la hausse des prix à la consommation, de la croissance des salaires, de la croissance du PIB en volume et du chômage dans la zone euro à différents horizons, compris entre l'année en cours et le long terme. En outre, les participants à l'enquête fournissent des anticipations relatives à des variables exogènes sur lesquelles reposent leurs prévisions, comme le prix du pétrole et le taux de change, ainsi que des commentaires qualitatifs qui enrichissent leurs prévisions quantitatives. Ainsi, les résultats globaux de l'enquête fournissent un tableau complet de l'évaluation agrégée des perspectives macroéconomiques par les experts.

### **Les anticipations sont recueillies à différents horizons pour servir des usages différents.**

À court terme, les anticipations sont collectées pour l'année en cours et les deux années calendaires suivantes, ainsi que pour deux horizons glissants, d'un et deux ans au-delà des dernières données disponibles. L'évolution des anticipations à court terme permet de retracer la façon dont la communauté des prévisionnistes professionnels évalue les informations nouvelles relatives aux chocs qui frappent l'économie, par exemple à partir des données disponibles, et de tirer des enseignements de l'effet d'un choc donné. Dans ce contexte, les estimations ponctuelles pour une année calendaire peuvent être aisément comparées à celles publiées dans d'autres enquêtes ou aux projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème ou la BCE. Les horizons glissants sont mieux adaptés à la mesure de l'évolution au cours du temps des perceptions du risque et de l'incertitude, car ils font abstraction de la diminution naturelle de l'incertitude qui tend à se produire à mesure que l'horizon de prévision se rapproche. Enfin, les anticipations à long terme peuvent révéler des informations relatives à la perception d'un état d'équilibre de l'économie. En particulier, les anticipations d'inflation à long terme peuvent nous informer sur la confiance dans le respect de l'objectif d'inflation.

### **Les distributions de probabilités fournissent une évaluation quantitative du risque et de l'incertitude.**

Une caractéristique propre de l'EPP est que les anticipations relatives à l'inflation, à l'inflation sous-jacente, au chômage et à la croissance du PIB en volume, pour tous les horizons, y compris le long terme, ne sont pas collectées uniquement sous forme d'estimations ponctuelles, mais aussi de

---

<sup>21</sup> Pour plus d'informations sur les mesures tirées des marchés, cf. l'article intitulé « [Interpréter les évolutions récentes des indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation à long terme tirés des marchés financiers](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2018.

distributions de probabilités. Cela permet de quantifier l'incertitude des prévisions et de savoir si les prévisionnistes considèrent que l'incertitude est globalement équilibrée autour de leur estimation ponctuelle ou qu'elle est orientée à la hausse ou à la baisse.

**Les participants à l'enquête sont des économistes experts travaillant pour des institutions financières ou non financières, utilisant des méthodologies de prévision différentes.** Environ 55 réponses sont reçues chaque trimestre, ce qui est relativement beaucoup par rapport aux autres enquêtes macroéconomiques auprès d'experts pour l'ensemble de la zone euro. La majorité des participants appartiennent à des institutions financières, mais la contribution de nombreux instituts de recherche économique est également significative. Depuis 2008, une enquête spécifique réalisée tous les cinq ans apporte des indications supplémentaires sur la manière dont sont formées les anticipations déclarées dans l'EPP (cf. encadré 1).

**Une grande transparence des données et une grande pertinence économique ont suscité de très nombreux travaux de recherche fondés sur l'EPP.** Toutes les données quantitatives, y compris les micro-données, sont publiées chaque trimestre sur le site internet de la BCE, avec le rapport de synthèse. Cela a favorisé la réalisation d'importants travaux de recherche universitaires sur l'EPP et sur les enseignements que l'on peut tirer de ses résultats. Pour un résumé sélectif de ces recherches, cf. l'encadré 2.

**Cet article analyse vingt ans de résultats de l'EPP et les enseignements que nous en avons tirés.** La section 2 examine la mesure dans laquelle la corrélation des anticipations entre des paires de variables apporte des informations sur les relations économiques sous-jacentes. Les sections 3 et 4 analysent, respectivement, les résultats des estimations ponctuelles et les paramètres de risque impliqués par les fonctions de distribution de probabilités (FDP), tandis que la section 5 examine les enseignements à tirer des anticipations à long terme. La section 6 présente des éléments de conclusion.

## Encadré 1

Enquête spécifique 2018 : processus et méthodologies de prévision et leur évolution au cours du temps

---

Rupert de Vincent-Humphreys et Ivelina Dimitrova

**Les enquêtes spécifiques menées tous les cinq ans sont un outil important permettant de comprendre comment les participants à l'EPP élaborent leurs prévisions et forment leurs anticipations.** En particulier, elles permettent de vérifier si et comment les prévisionnistes s'adaptent aux difficultés induites pour les relations économiques sous-jacentes par des épisodes tels que la crise financière ou, plus récemment, la période prolongée de faible inflation. Le présent encadré résume une sélection de résultats relatifs aux processus et méthodologies de prévision utilisés dans l'enquête 2018 et analyse leur évolution au cours du temps <sup>22</sup>.

**Les modèles de forme réduite restent l'outil principal pour les prévisions à court et à moyen terme, tandis que les modèles de prévision comportant une structure économique ont été**

---

<sup>22</sup> Pour plus d'informations, cf. le [rapport sur les résultats de l'enquête spécifique 2018](#).

**plus largement utilisés pour les prévisions à plus long terme.** En moyenne, pour les différentes variables, 80 % des participants à l'enquête 2018 ont déclaré utiliser des modèles de forme réduite pour leurs prévisions à court terme, contre 60 % pour les prévisions à plus long terme (cf. graphique A, partie supérieure). Les modèles à structure économique sont utilisés par 40 % des participants pour les prévisions à plus long terme, contre 20 % pour les prévisions à court terme. Ces pourcentages sont largement similaires à ceux de l'enquête 2013, confirmant de nouveau l'inversion de l'usage relatif par rapport à l'enquête 2008.

**Le jugement d'expert a également continué de jouer un rôle important, en particulier pour les prévisions à plus long terme, pour lesquelles il est devenu plus important au fil du temps.**

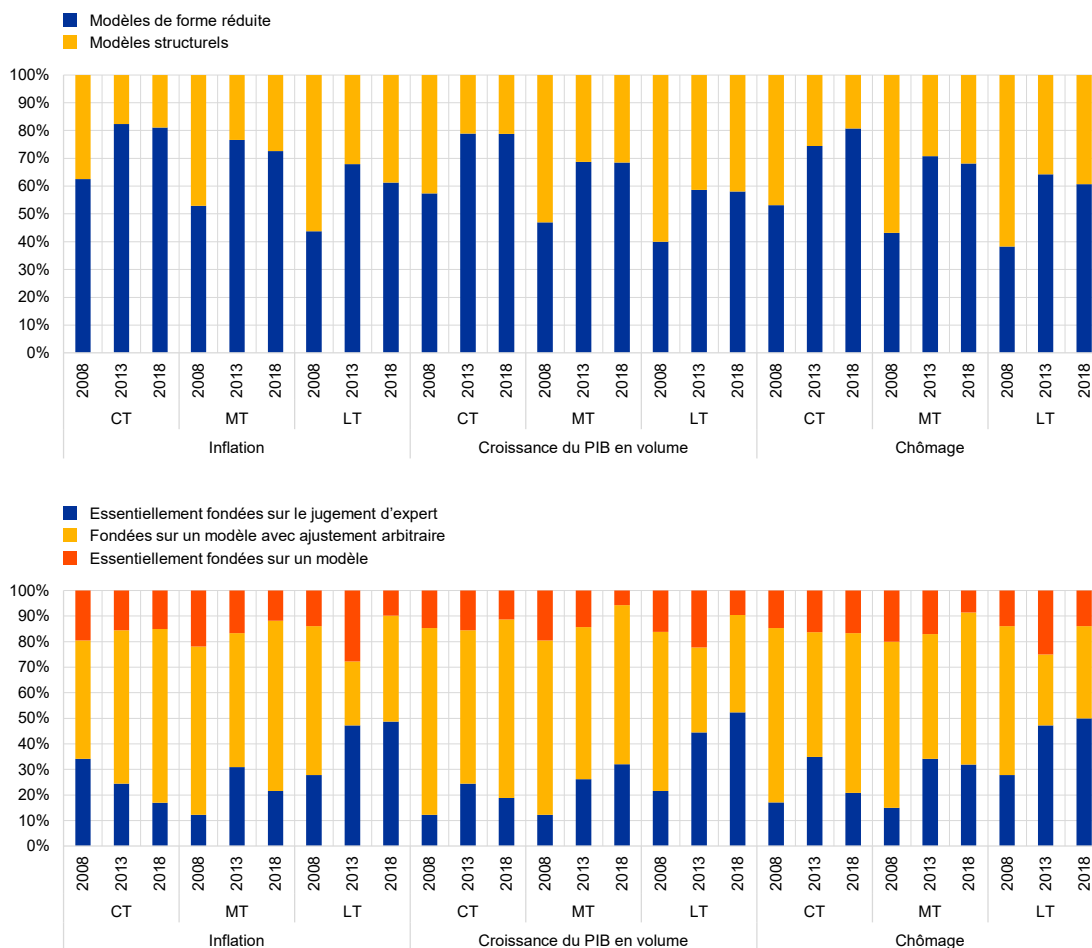
Pour l'ensemble des variables et des horizons, une moyenne d'un peu plus de 10 % des participants à l'enquête 2018 ont déclaré s'appuyer uniquement sur les résultats d'un modèle. Pour la plupart des variables et des horizons, cette proportion est moindre que lors des enquêtes 2008 et 2013. Pour les horizons à plus long terme, 50 % environ des estimations ponctuelles étaient essentiellement fondées sur le jugement d'expert. Après la crise de 2008, l'évolution en faveur d'une plus grande part de jugement s'est reflétée davantage dans une augmentation des prévisions essentiellement fondées sur le jugement, tandis que depuis la période prolongée de faible inflation, on a constaté une évolution plus marquée en faveur des modèles avec ajustement fondé sur le jugement (cf. graphique A, partie inférieure). La part de jugement sur laquelle reposent les distributions de probabilités est généralement plus grande que pour les estimations ponctuelles. Dans l'enquête spécifique 2018, 75 % des participants ont indiqué que leurs distributions de probabilités étaient essentiellement fondées sur le jugement.

**Ces variations de l'importance relative des différentes méthodes sont cohérentes avec les réponses aux questions relatives à l'incidence des épisodes économiques spécifiques.** Dans l'enquête spécifique 2013, 70 % des participants ont déclaré avoir recouru davantage au jugement en réponse à la crise de 2008. L'enquête spécifique 2018 posait la même question à propos de la période prolongée de faible inflation, et 75 % des participants ont déclaré avoir complété leurs modèles avec une part de jugement plus importante. À cet égard, le recours plus élevé au jugement après la crise de 2008 pourrait avoir coïncidé avec une plus large utilisation des modèles de forme réduite pour deux raisons possibles. D'une part, la crise pourrait avoir sapé la confiance des prévisionnistes dans la capacité des modèles structurels à rendre compte de la structure de l'économie dans une période de changements structurels potentiellement importants. D'autre part, les prévisionnistes pourraient avoir adopté les modèles de forme réduite en raison de la relative facilité à leur appliquer une plus grande part de jugement.

## Graphique A

Utilisation des modèles de forme réduite ou structurels et des méthodes fondées sur des modèles ou sur le jugement d'expert pour les prévisions économiques à court, moyen et long terme

(en pourcentage des participants)



Sources : Enquêtes spécifiques auprès des prévisionnistes professionnels, 2008, 2013 et 2018.  
Note : CT = court terme, MT = moyen terme, LT = long terme.

## Encadré 2

### Sélection de travaux de recherche économique fondés sur l'EPP

Elisabeth Falck et Lukas Henkel

**La masse d'informations collectées par l'EPP a attiré des chercheurs appartenant à des institutions universitaires et internationales.** Outre les prévisions agrégées, la BCE publie également des micro-données relatives aux estimations ponctuelles et aux densités de prévision individuelles des différents prévisionnistes participant à l'EPP de manière anonyme. Les chercheurs ont utilisé les différentes dimensions de ces données à des fins d'analyse des divers aspects suivants :

**La qualité de la prévision : Un courant de la littérature compare les prévisions de l'EPP à des modèles de prévision de référence et en conclut que les réponses à l'enquête fournissent des informations utiles à propos des évolutions économiques futures.** Bowles *et al.* et Grothe et Meyler (2018) analysent les erreurs de prévision agrégées relatives au chômage, à la croissance du

PIB et à l'inflation selon une fréquence correspondant au cycle d'activité. Ils concluent que les anticipations moyennes de l'EPP donnent de meilleurs résultats que les modèles de référence naïfs ou purement rétrospectifs. Exploitant la dimension de panel des données de l'EPP, Genre *et al.* (2013) appliquent plusieurs dispositifs combinant les prévisions individuelles, comme l'analyse en composantes principales, la pondération fondée sur les résultats ou la réduction bayésienne (*Baysian shrinkage*), et constatent qu'avec les méthodes les plus sophistiquées, il est difficile de faire mieux qu'une moyenne simple des prévisions de l'EPP <sup>23</sup>.

**L'incertitude de la prévision : Depuis la crise financière, l'incertitude qui entoure les estimations ponctuelles de l'EPP a suscité un intérêt croissant.** Abel *et al.* (2016) concluent que l'incertitude de la prévision a un comportement contracyclique et, conformément à d'autres études (par exemple Łyziak et Paloviita, 2017), font état d'une montée de l'incertitude au cours de la période d'après-crise. Tandis que la divergence transversale des prévisions a également augmenté depuis la crise, elle s'est révélée être une mauvaise approximation de l'incertitude de la prévision (cf. Glas et Hartmann, 2016). Rich et Tracy (2018) utilisent les micro-données de l'EPP pour calculer une mesure du degré de différence entre la distribution de prévisions d'un participant en particulier et l'ensemble des autres réponses recueillies lors d'une campagne d'enquête donnée. Ils constatent une très grande hétérogénéité entre prévisionnistes et ne rendent compte que d'une faible relation entre cette mesure de la différence entre les distributions et l'incertitude des prévisions individuelles. Tandis que l'incertitude des prévisions individuelles est très persistante sur la durée, la mesure de la différence entre les distributions affiche une variation prononcée dans le temps <sup>24</sup>.

**L'ancrage des anticipations d'inflation : Un autre courant de la littérature souligne que les prévisions d'inflation à long terme reflètent la confiance dans la réalisation de l'objectif d'inflation de la banque centrale.** Beechey *et al.* (2011) montrent que les anticipations d'inflation à long terme moyennes de l'EPP sont très stables et présentent de faibles variations d'un prévisionniste à l'autre. Ils concluent que les anticipations sont fermement ancrées, ce qui corrobore les conclusions de Grishchenko *et al.* (2017), qui estiment un modèle à facteurs dynamiques de données agrégées des EPP des États-Unis et de la BCE. Sur une période courte et limitée postérieure à la crise, Grishchenko *et al.* (2017) et Łyziak et Paloviita (2017), mettent en évidence de faibles signes de désancrage. Dans une analyse de panel des prévisions d'inflation individuelles de l'EPP, Dovern et Kenny (2017) confirment l'ancrage des anticipations d'inflation de l'EPP, mais

<sup>23</sup> Cf. Bowles (C.), Friz (R.), Genre (V.), Kenny (G.), Meyler (A.) et Rautanen (T.), « *An Evaluation of the Growth and Unemployment Forecasts in the ECB Survey of Professional Forecasters* », *OECD Journal: Journal of Business Cycle Measurement and Analysis*, vol. 2010/2, OCDE, décembre 2010 ; Grothe (M.) et Meyler (A.), « *Inflation Forecasts: Are Market-Based and Survey-Based Measures Informative?* », *International Journal of Financial Research*, vol. 9(1), janvier 2018 ; et Genre (V.), Kenny (G.), Meyler (A.) et Timmermann (A.), « *Combining expert forecasts: Can anything beat the simple average?* », *International Journal of Forecasting*, vol. 29(1), janvier-mars 2013, p. 108-121.

<sup>24</sup> Cf. Abel (J.), Rich (R.), Song (J.) et Tracy (J.), « *The Measurement and Behaviour of Uncertainty: Evidence from the ECB Survey of Professional Forecasters* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 31(3), avril/mai 2016, p. 533-550 ; Łyziak (T.) et Paloviita (M.), « *Anchoring of inflation expectations in the Euro Area: Recent evidence based on survey data* », *European Journal of Political Economy*, vol. 46(C), janvier 2017, p. 52-73 ; Rich (R.) et Tracy (J.), « *A Closer Look at the Behaviour of Uncertainty and Disagreement: Micro Evidence from the Euro Area* », *Working Papers*, n° 1811, Federal Reserve Bank of Dallas, juillet 2018 ; et Glas (A.) et Hartmann (M.), « *Inflation uncertainty, disagreement and monetary policy: Evidence from the ECB Survey of Professional Forecasters* », *Journal of Empirical Finance*, vol. 39(B), décembre 2016, p. 215-228.

constatent d'importantes variations des moments les plus élevés de la distribution des prévisions d'inflation à long terme au cours de l'après-crise <sup>25</sup>.

**La formation des anticipations : Des études récentes cherchent à déterminer si les prévisions sont établies en fonction de relations ou de règles économiques spécifiques.** Frenken *et al.* (2011) constatent que les anticipations des participants à l'EPP sont cohérentes avec les relations macroéconomiques standard, comme la courbe de Phillips ou la loi d'Okun. Reitz *et al.* (2012) étudient les prévisions individuelles des prix du pétrole dans l'EPP et mettent en évidence un processus complexe et non linéaire de formation des anticipations relatives aux prix du pétrole <sup>26</sup>.

**Le large éventail de domaines de recherche pour lesquels des données de l'EPP sont utilisées souligne l'utilité de l'ensemble de données pour la recherche universitaire et la recherche appliquée.** En particulier, les analyses relatives à l'ancrage des anticipations d'inflation à long terme, aux changements dans la formation des anticipations au cours de la période d'après-crise et à la nette augmentation de l'incertitude de la prévision revêtent une grande importance pour la politique économique.

---

## 2 Que révèlent les résultats de l'EPP sur les relations économiques sous-jacentes ?

**Les prévisionnistes forment généralement leurs anticipations sur la base de concepts et de relations économiques.** Les différences dans les relations sous-jacentes perçues peuvent ainsi être une source importante de divergences entre les prévisions et doivent être prises en compte dans l'évaluation et la communication des anticipations. À titre d'exemple, des relations comme la courbe de Phillips ou la loi d'Okun sont les éléments constitutifs de nombreux modèles économiques et déterminent souvent la pensée économique commune à la communauté des prévisionnistes professionnels. La BCE examine et utilise ces relations dans son analyse économique <sup>27</sup>, et il est important de comprendre si les anticipations de l'EPP sont elles aussi élaborées conformément aux relations économiques correspondantes. Quelles sont donc les méthodes classiques permettant de spécifier ces relations et dans quelle mesure peuvent-elles être testées en utilisant les données de l'EPP ?

<sup>25</sup> Cf. Beechey (M.J.), Johannsen (B.K.) et Levin (A.T.), « *Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area Than in the United States?* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 3(2), avril 2011, p. 104-129 ; Grishchenko (O.), Mouabbi (S.) et Renne (J.-P.), « *Measuring Inflation Anchoring and Uncertainty: A US and Euro Area Comparison* », *Finance and Economics Discussion Series*, n° 102, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2017 ; et Dovern (J.) et Kenny (G.), « *Anchoring Inflation Expectations in Unconventional Times: Micro Evidence for the Euro Area* », document de travail présenté lors de la conférence de la BCE sur le thème « *Understanding inflation: lessons from the past, lessons for the future?* », septembre 2017.

<sup>26</sup> Cf. Frenkel (M.), Lis (E.M.) et Rülke (J.-C.), « *Has the economic crisis of 2007-2009 changed the expectation formation process in the Euro area?* », *Economic Modelling*, vol. 28(4), juillet 2011, p. 1808-1814 ; et Reitz (S.), Rülke (J.-C.) et Stadtmann (G.), « *Nonlinear expectations in speculative markets – Evidence from the ECB survey of professional forecasters* », *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 36(9), septembre 2012, p. 1349-1363.

<sup>27</sup> Cf. Ciccarelli, M. and Osbat, C. (eds.), « *Low inflation in the euro area: Causes and consequences* », *Occasional Paper Series*, n° 181, BCE, janvier 2017.

**La courbe de Phillips relie les évolutions des prix ou des salaires avec des mesures des ressources inutilisées dans une économie, telles que l'écart de PIB ou l'écart de chômage.** Une version largement utilisée est la courbe de Phillips néo-keynésienne qui peut être exprimée à l'aide de l'équation suivante :

$$\pi_t = c + \kappa (u_t - \bar{u}) + \gamma E_t(\pi_{t+1}),$$

où l'inflation courante ( $\pi_t$ ) est une fonction de l'écart de chômage, défini comme la différence entre le taux de chômage ( $u_t$ ) et son taux structurel  $\bar{u}$  (souvent représenté par le taux de chômage n'accéléralant pas l'inflation, NAIRU), et un terme pour l'inflation future attendue  $E_t(\pi_{t+1})$ . Comme l'écart de chômage, les ressources inutilisées dans une économie peuvent également être mesurées à l'aide de l'écart de PIB, qui est la différence entre le PIB effectif et une mesure du PIB potentiel. Certaines versions de la courbe de Phillips (notamment les versions antérieures) n'intègrent pas l'inflation attendue. Un concept similaire existe pour les salaires, dans lequel la hausse des prix est remplacée par une mesure de la hausse des salaires.

**La loi d'Okun décrit la relation entre le taux de chômage et la croissance du PIB.**

Une version largement utilisée relie les variations du taux de chômage à la croissance du PIB en volume, comme l'énonce l'équation suivante :

$$\Delta u_t = c + \kappa \Delta y_t$$

où le coefficient d'Okun  $\kappa$  est négatif et décrit l'intensité de la relation. Si la croissance du PIB en volume augmente d'un point de pourcentage, le taux de chômage diminue de  $\kappa$  points de pourcentage. Une autre formulation largement utilisée relie l'écart de chômage à l'écart de production.

**Les résultats de l'enquête spécifique 2018 indiquent que les estimations ponctuelles des variables clés ont tendance à être déterminées conjointement.**

Les participants ont eu l'opportunité de préciser si une détermination conjointe de leurs estimations avait été réalisée de manière formelle, c'est-à-dire dans le cadre d'un modèle, ou de manière plus informelle, par exemple grâce à une évaluation à dire d'expert et à un jugement d'expert des résultats du modèle. Sur les différentes paires de variables économiques, en moyenne plus de 80 % des participants ont indiqué que leurs estimations ponctuelles étaient déterminées conjointement, et majoritairement d'une manière plus informelle (cf. graphique 1). En revanche, seulement 40 % environ des participants ont indiqué qu'ils élaboraient leurs FDP conjointement.

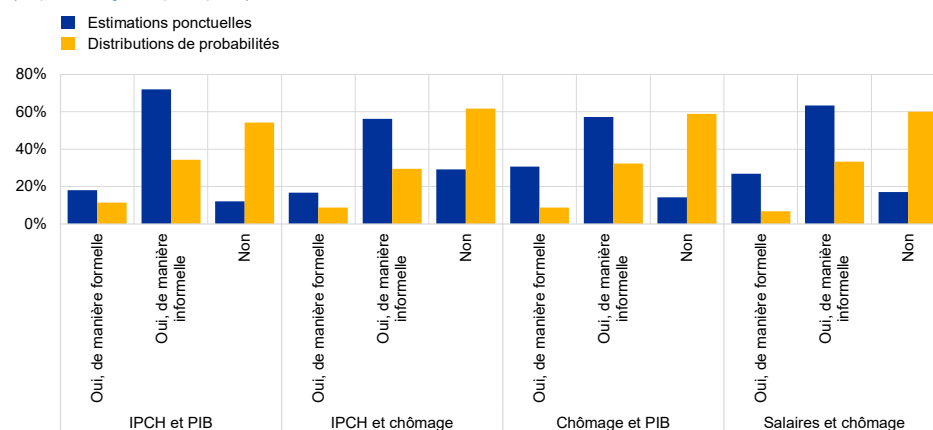
**Les relations de type courbe de Phillips et loi d'Okun ont été essentiellement utilisées pour étayer les révisions apportées aux prévisions à des horizons de moyen terme (de un à trois ans).** C'est logique si l'on considère que les chocs spécifiques jouent un rôle plus important à court terme (sur les douze prochains mois), tandis que les anticipations à plus long terme seraient davantage influencées par les points de vue concernant les paramètres structurels de l'économie. De même, la proportion de prévisionnistes indiquant qu'ils ont révisé leurs FDP relatives à la hausse de l'IPCH conjointement avec soit leurs FDP relatives à la croissance du PIB soit celles relatives au taux de chômage a été la plus importante à moyen terme,

même si les pourcentages globaux de réponses positives ont été plus faibles que pour les estimations ponctuelles.

### Graphique 1

Dans quelle mesure les anticipations ressortant de l'EPP sont-elles déterminées conjointement ?

(en pourcentage des participants)



Sources : EPP et calculs des services de la BCE.

### En effet, ces relations macroéconomiques peuvent également être observées sur les données agrégées.

Un diagramme de dispersion des estimations ponctuelles agrégées de l'EPP fait apparaître une relation négative pour les prévisions d'inflation et les prévisions relatives au taux de chômage à deux ans, ce qui est cohérent avec une relation de type courbe de Phillips (cf. graphique 2). Toutefois, la corrélation entre les deux variables s'est nettement affaiblie dans la période qui a suivi la crise, ce qui cadre avec les données présentées dans l'encadré 3 <sup>28</sup>. En outre, les prévisions agrégées à deux ans de la croissance du PIB en volume et les variations des prévisions de chômage à deux ans affichent une corrélation négative, ce qui est conforme à la loi d'Okun. Néanmoins, la corrélation négative n'était pas statistiquement significative avant 2008 et s'est nettement renforcée au cours de la période qui a suivi la crise. Cette observation vaut également pour les données effectives, qui font apparaître une forte augmentation de la corrélation entre croissance du PIB et chômage au cours de la période qui a suivi la crise. L'effet a été particulièrement important depuis le début de la reprise et va dans le sens d'une possible modification structurelle de la relation chômage-PIB <sup>29</sup>.

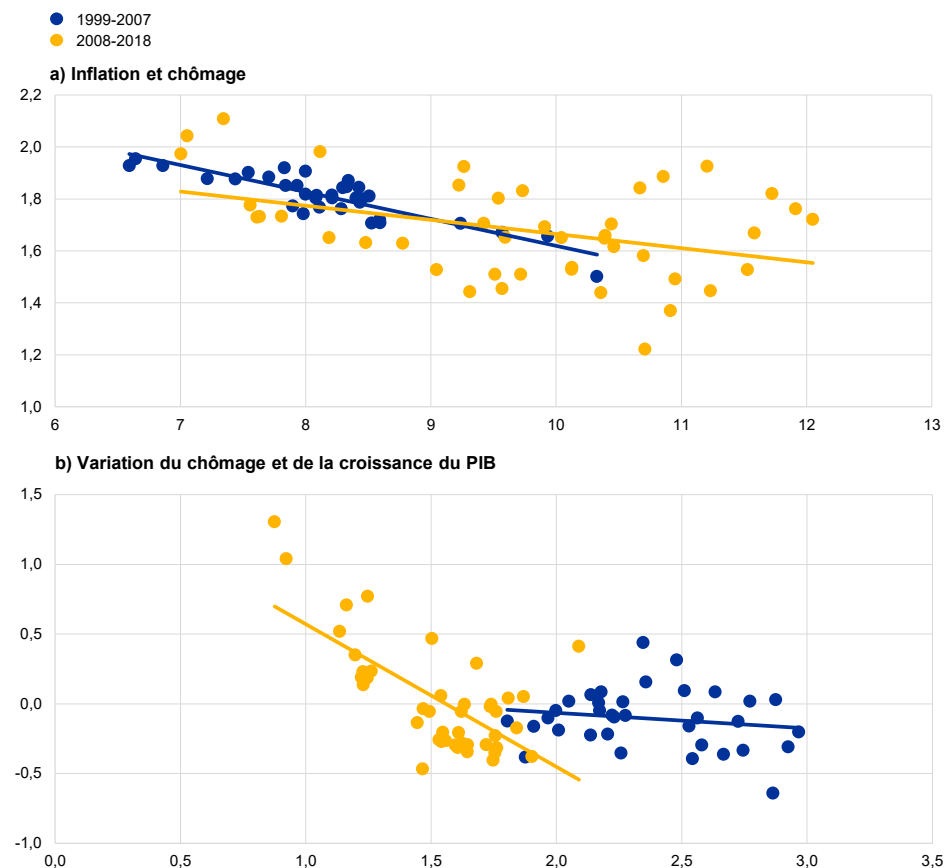
<sup>28</sup> Ces résultats confirment également les conclusions de López-Pérez (V.), « *Do professional forecasters behave as if they believed in the New Keynesian Phillips Curve for the euro area?* », *Empirica*, Vol. 44, n° 1, 2017, p. 147-174.

<sup>29</sup> Concernant les éventuels facteurs déterminant la modification de la relation, cf. l'article intitulé « *La relation entre emploi et PIB depuis la crise* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2016.

## Graphique 2

### Analyse de corrélation des anticipations ponctuelles moyennes

(inflation et croissance du PIB : variations annuelles en pourcentage ; chômage : pourcentages de la population active)



Sources : EPP et calculs des services de la BCE.

Notes : Partie a : diagramme de dispersion de l'estimation ponctuelle moyenne relative à l'inflation (axe vertical) et au chômage (axe horizontal) dans deux ans. Partie b : diagramme de dispersion de la variation de la prévision de chômage dans deux ans entre deux enquêtes consécutives (axe vertical) et des estimations ponctuelles moyennes relatives à la croissance du PIB dans deux ans (axe horizontal). Période d'échantillonnage : du premier trimestre 1999 au dernier trimestre 2018.

## Encadré 3

Stabilité de la courbe de Phillips pour les prix, telle qu'elle ressort des données microéconomiques de l'EPP

Lukas Henkel

**Les prévisions fournies dans l'EPP peuvent servir à étudier l'existence, et la variation dans le temps, de la relation entre différentes variables économiques.** Le présent encadré examine si le lien établi par la courbe de Phillips entre les estimations ponctuelles relatives à l'inflation et au chômage des différents participants varie au fil du temps. L'analyse est réalisée en termes de révisions plutôt que de niveaux des estimations ponctuelles afin de faire abstraction des différences présumées invariantes dans le temps entre les prévisionnistes. La relation est décrite par la pente de la courbe de Phillips pour les prix estimée par  $\beta$  dans la régression suivante :

$$\Delta E(\pi_{i,t}^{ny}) = \alpha + \beta \Delta E(u_{i,t}^{ny}) + \gamma \Delta E(\pi_{i,t}^{yono}) + \varepsilon_{i,t},$$

où  $\Delta E(\pi_{i,t}^{ny})$  et  $\Delta E(u_{i,t}^{ny})$  désignent la révision de, respectivement, l'inflation attendue et du taux de chômage anticipé pour la prochaine année calendaire lors de la campagne d'enquête  $t$  du

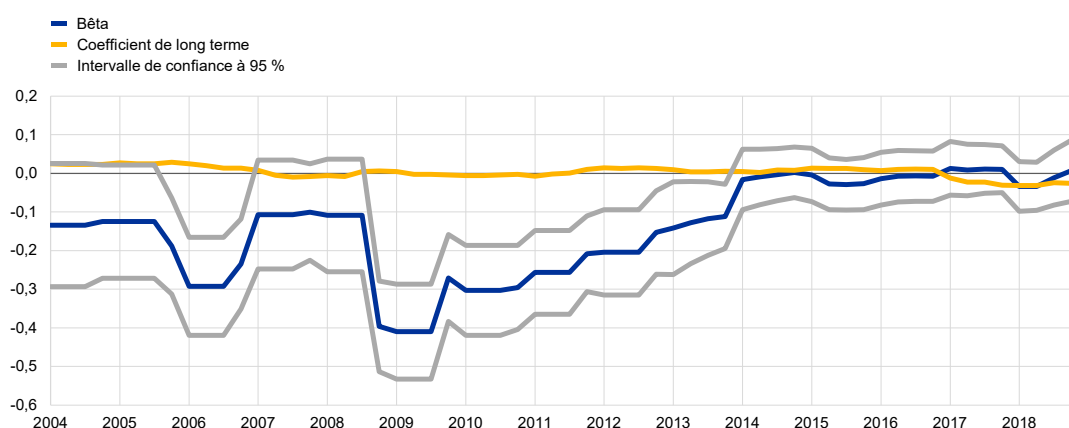
prévisionniste  $i$  et  $\Delta E(\pi^{yono}_{i,t})$  désigne la révision de la prévision d'inflation attendue pour l'année calendaire suivante. Les révisions des prévisions sont définies comme la variation de l'estimation ponctuelle entre deux campagnes d'enquête consécutives. La période d'échantillonnage s'étend du premier trimestre 1999 au dernier trimestre 2018. En utilisant un échantillon complet et en regroupant l'ensemble des prévisionnistes, la pente de la courbe de Phillips a une valeur négative statistiquement significative de  $-0,09$ .

**Les régressions sur fenêtres glissantes de cinq ans montrent que la pente de la courbe de Phillips s'est nettement aplatie.** Si la pente de la courbe de Phillips a été relativement stable (mais estimée de manière imprécise) avant la crise financière, la pente a convergé de façon permanente vers zéro au cours de la période qui a suivi la crise et elle s'y est maintenue ces dernières années. En utilisant les anticipations à long terme <sup>30</sup>, la régression révèle l'absence de relation entre les révisions des prévisions de chômage et d'inflation, reflétant plutôt de légères variations sur cet horizon, mais confirmant également le scénario de neutralité monétaire à long terme (ligne jaune du graphique A).

### Graphique A

Estimation sur fenêtres glissantes de la pente de la courbe de Phillips pour les prix, telle qu'elle ressort des données microéconomiques de l'EPP

(coefficient de pente estimé)



Sources : EPP et calculs des services de la BCE.

Notes : La ligne bleue représente le coefficient de la pente  $\beta$  de la courbe de Phillips néo-keynésienne spécifiée précédemment, estimé à partir de fenêtres glissantes d'une durée de cinq ans pour chaque date de fin de l'estimation sur fenêtres glissantes. Les lignes grises représentent les intervalles de confiance à 95 % du coefficient. La ligne jaune représente le coefficient de la pente d'une régression des révisions des anticipations d'inflation à long terme par rapport aux révisions des anticipations de chômage à long terme, estimé à partir de fenêtres glissantes de même durée. Ce coefficient n'est jamais significativement différent de zéro.

**Cette analyse met en évidence des modifications du lien entre la formation des prévisions de chômage et d'inflation.** Si les prévisions de chômage et d'inflation ressortant de l'EPP sont généralement compatibles avec une courbe de Phillips pour les prix, l'analyse révèle également que la relation macroéconomique s'est considérablement affaiblie au cours de la période qui a suivi la crise. Les résultats laissent penser que d'autres facteurs, comme des prévisions fondées sur le jugement d'expert (cf. encadré 1), ont gagné en importance pour le processus de formation des anticipations.

<sup>30</sup> La spécification qui utilise les anticipations à long terme néglige la partie prospective de la courbe de Phillips néo-keynésienne en raison de contraintes sur les données, c'est-à-dire que la régression est formulée par  $\Delta E(\pi^{lt}_{i,t}) = \alpha + \beta \Delta E(u^{lt}_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$

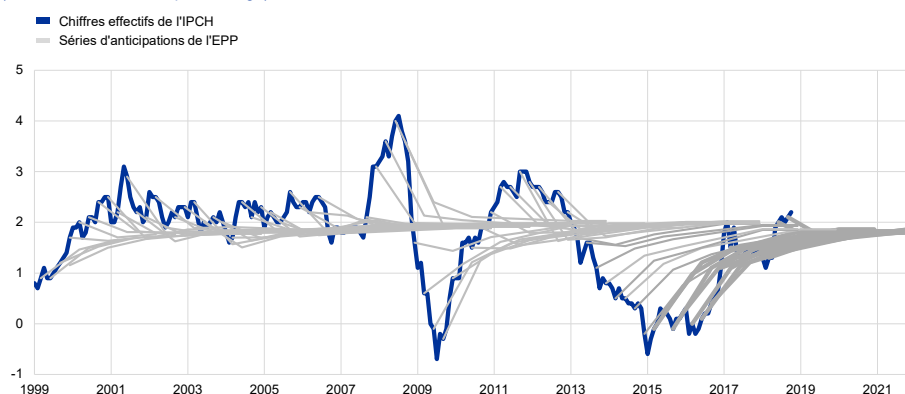
### 3 Comment les estimations ponctuelles de l'EPP ont-elles évolué au fil du temps ?

**Les chiffres effectifs de la hausse de l'IPCH et de la croissance du PIB en volume ont été affectés par des chocs importants et persistants au cours des dix dernières années.** Au cours des dix premières années de l'EPP, la hausse de l'IPCH est ressortie pour l'essentiel à un peu plus de 2 % et a été légèrement, mais systématiquement sous-estimée par la prévision agrégée de l'EPP, tandis que les prévisions agrégées de croissance du PIB en volume ont soit sous-estimé soit surestimé les résultats effectifs. Les dix dernières années ont vu des fluctuations nettement plus importantes de ces variables et ont été caractérisées davantage par une surestimation de la hausse de l'IPCH et de la croissance du PIB en volume (cf. graphiques 3 et 4).

#### Graphique 3

##### Anticipations agrégées relatives à la hausse de l'IPCH et résultats effectifs

(variations annuelles en pourcentage)



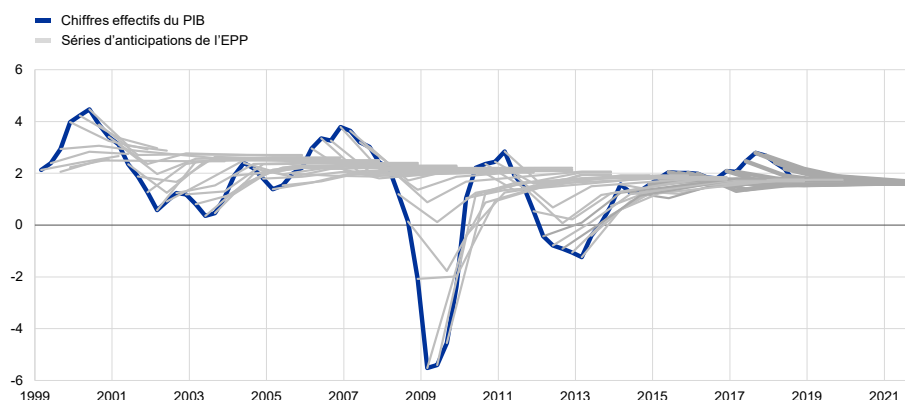
Sources : EPP et calculs des services de la BCE.

Note : Les profils des anticipations d'inflation pour chaque campagne d'enquête (en gris) comprennent les anticipations à 12 mois, à 24 mois et à plus long terme.

#### Graphique 4

##### Anticipations agrégées relatives à la croissance du PIB en volume et résultats effectifs

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : EPP et calculs des services de la BCE.

Note : Les profils des anticipations relatives à la croissance du PIB en volume pour chaque campagne d'enquête (en gris) comprennent les anticipations à 4 trimestres, à 8 trimestres et à plus long terme.

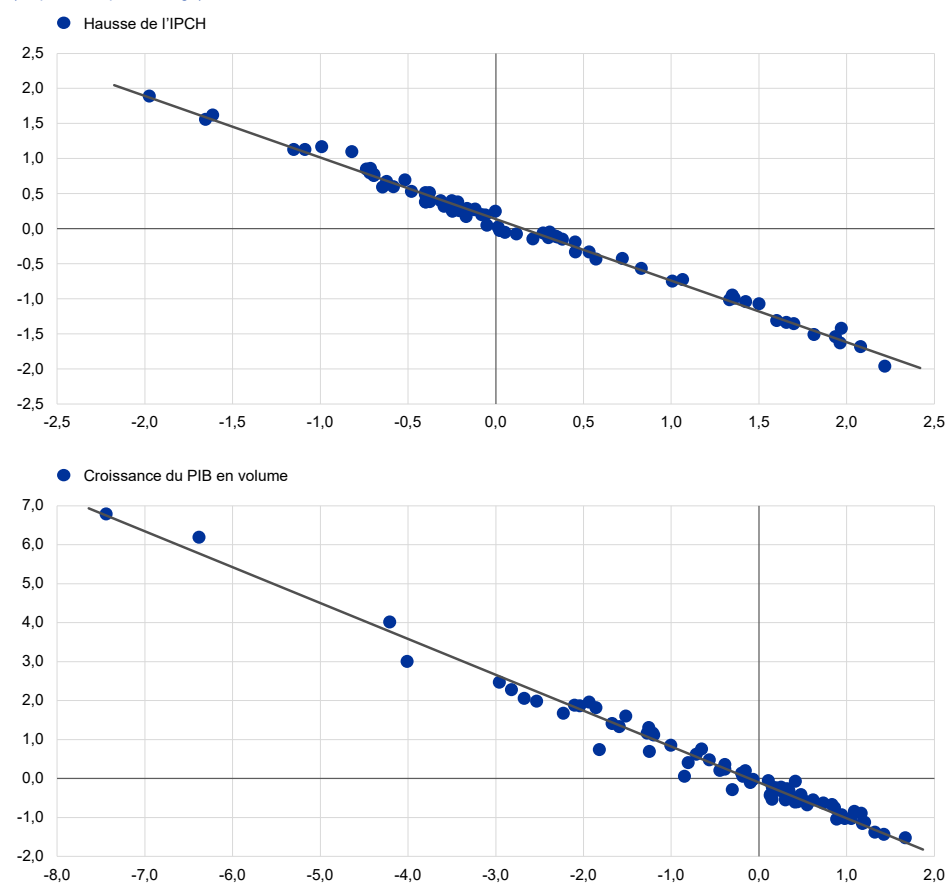
### Les prévisions de l'EPP ont généralement affiché un fort retour à la tendance.

Malgré l'ampleur des variations de la hausse de l'IPCH et de la croissance du PIB en volume, les prévisions de l'EPP ont eu tendance à renouer immédiatement avec leur tendance de long terme (les exceptions étant les anticipations de croissance du PIB en volume en 2008 et 2011, où l'on s'attendait à ce que la forte baisse du rythme de croissance se poursuive avant qu'on assiste à un redressement). En général, plus les données étaient éloignées de leur tendance perçue, dont une approximation est fournie par l'anticipation à plus long terme, plus le mouvement de retour attendu vers la tendance était prononcé. En d'autres termes, il existe une forte corrélation négative entre l'écart par rapport à la tendance et la variation attendue au cours des deux prochaines années (cf. graphique 5). Cette relation se vérifie plus étroitement pour l'inflation, ce qui peut être interprété positivement comme une indication de l'importance de l'ancrage de l'inflation.

### Graphique 5

#### Retour à la tendance dans les prévisions de l'EPP

(en points de pourcentage)



Sources : EPP et calculs des services de la BCE.

Notes : Dans chaque partie, l'axe des abscisses représente la distance par rapport à la tendance, mesurée comme l'écart entre les dernières données relatives à la hausse de l'IPCH ou à la croissance du PIB en volume au moment de chaque enquête et l'anticipation à plus long terme relative à cette variable, tandis que l'axe des ordonnées représente le degré de la pente de la trajectoire des anticipations à court terme, mesuré comme la variation attendue de la variable au cours des deux prochaines années.

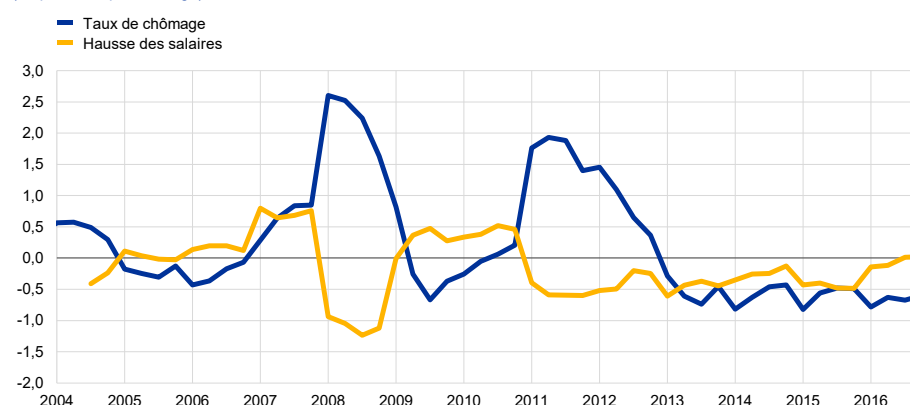
**Comme les estimations ponctuelles elles-mêmes, les constellations des erreurs de prévision donnent des informations sur les modifications potentielles des relations économiques sous-jacentes.** Par exemple, une

configuration historiquement inhabituelle des erreurs de prévision relatives à la hausse des salaires et au chômage à partir de 2013 pourrait aller dans le sens d'une rupture structurelle de la dynamique du marché du travail de la zone euro. Jusqu'en 2013, les erreurs de prévision de l'EPP relatives à la hausse des salaires ont eu tendance à refléter celles du chômage : des épisodes de hausse des salaires moins importante que prévu ont coïncidé avec un taux de chômage plus élevé que prévu et *vice versa*. Après 2013, toutefois, cette configuration a changé et tant la hausse des salaires que le taux de chômage ont été conjointement surestimés (cf. graphique 6). De même, les projections établies par les services de l'Eurosystème/la BCE relatives à la croissance de la rémunération par tête au cours de cette période étaient en permanence surestimées, tandis que les prévisions de croissance de l'emploi étaient sous-estimées <sup>31</sup>. Cela tend à indiquer que, même si le niveau des réserves de main-d'œuvre inutilisées sur le marché du travail (mesuré par le taux de chômage) s'est avéré plus faible que prévu, d'autres facteurs ont maintenu une croissance des salaires modérée <sup>32</sup>.

### Graphique 6

Erreurs de projection à court terme de l'EPP relative au taux de chômage et à la hausse des salaires

(en points de pourcentage)



Sources : EPP et calculs des services de la BCE.

Notes : L'horizon de projection concerne l'année calendaire suivant la date figurant sur l'axe des abscisses. Les erreurs de projection se définissent comme les réalisations, selon les données les plus récentes, moins les anticipations.

## Encadré 4

### Évaluation des performances des différents prévisionnistes

Aidan Meyler

**Déterminer si l'hétérogénéité des performances en matière de prévision des différents prévisionnistes est due au hasard ou à des différences dans leurs capacités de prévision est un défi pour plusieurs raisons.** Premièrement, tout ce que nous pouvons observer est l'erreur de prévision (*ex post*) une fois le résultat effectif connu. Toutefois, une erreur de prévision

<sup>31</sup> Cf. l'encadré intitulé « Les tendances récentes des salaires dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2016.

<sup>32</sup> Cf. l'encadré intitulé « Que peut nous apprendre l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels sur les perceptions de la dynamique du marché du travail de la zone euro ? », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2017.

importante/faible n'implique pas nécessairement une mauvaise/bonne prévision au moment où la prévision a été réalisée (c'est-à-dire *ex ante*), étant donné que l'erreur peut seulement refléter un choc non prévu, affectant par exemple les prix du pétrole, la météorologie ou les taux de change. Deuxièmement, il y a aussi la difficulté de procéder à des comparaisons sur des variables et des horizons de prévision différents. Par exemple, un prévisionniste peut obtenir des résultats relativement bons lorsqu'il prévoit la hausse de l'IPCH à un an mais des résultats relativement médiocres lorsqu'il prévoit la croissance du PIB en volume à deux ans. Troisièmement, tous les prévisionnistes ne répondent pas à toutes les enquêtes et tous ne fournissent pas des prévisions pour l'ensemble des variables/horizons (en termes techniques, il s'agit d'un panel non cylindré). Ainsi, il se pourrait qu'un prévisionniste donné n'ait pas répondu quand il était relativement facile/difficile de réaliser une prévision et cela pourrait affecter l'erreur moyenne du prévisionniste.

**Nous traitons la question du hasard par opposition aux capacités de prévision en utilisant des techniques connues sous les termes de « *bootstrap* » et « simulation de Monte Carlo »<sup>33</sup>.**

L'idée de base est de prendre les erreurs de prévision pour une variable/un horizon donné(e) sur chaque période et de les réallouer de manière aléatoire sur les différents prévisionnistes qui ont fourni une prévision sur cette période pour cette variable/cet horizon spécifique (connu également sous le terme de *bootstrap*)<sup>34</sup>. Ce processus est ensuite répété un grand nombre de fois, par exemple un millier (connu également sous le terme de simulation de Monte Carlo), pour simuler la distribution des erreurs de prévision sous l'hypothèse (hypothèse nulle) de capacités de prévision équivalentes<sup>35</sup>. Si la distribution effective des performances en matière de prévision se situe à l'intérieur des intervalles de confiance (par exemple, à 1 % et à 99 %) de la distribution simulée, alors on ne peut pas rejeter l'hypothèse nulle selon laquelle les prévisionnistes ont des capacités équivalentes et que les différences de performance sont dues en grande partie au hasard.

**À première vue, les résultats indiquent que certains prévisionnistes réalisent des performances meilleures/plus médiocres que celles auxquelles on pouvait s'attendre si l'hypothèse nulle de capacités équivalentes était vérifiée.** Par exemple, la partie a du graphique A montre que, pour les estimations relatives à l'IPCH à un an, il existe plusieurs prévisionnistes qui réalisent de meilleures performances que celles auxquelles on pourrait s'attendre sous l'hypothèse nulle de capacités de prévision équivalentes et un certain nombre de prévisionnistes qui réalisent des performances plus médiocres. Cela est mis en évidence par le fait que la distribution effective se situe en dessous/au-dessus de la distribution simulée pour les prévisionnistes mieux/moins bien classés. Cette configuration se répète généralement pour les autres variables/horizons.

<sup>33</sup> Cf. D'Agostino (A.), McQuinn (K.) et Whelan (K.), « *Are Some Forecasters Really Better Than Others?* », *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 44, n° 4, juin 2012, p. 715-732. Cette approche présente également l'avantage de (i) reproduire le caractère non équilibré de l'EPP, (ii) répliquer la participation de chaque prévisionniste, et (iii) ne réallouer les erreurs qu'à l'intérieur des périodes, pas entre les périodes. D'autres études qui se sont penchées sur la question des performances des prévisionnistes (comme Stekler (H.), « *Who Forecasts Better?* », *Journal of Business & Economic Statistics*, vol. 5, n° 1, janvier 1987, p. 155-158 ; et Batchelor (R.A.), « *All Forecasters Are Equal* », *Journal of Business & Economic Statistics*, vol. 8, n° 1, janvier 1990, p. 143-144) se sont appuyées sur des panels équilibrés et, dans certains cas, ont utilisé le rang, qui ne prend pas en compte l'ampleur des erreurs de prévision.

<sup>34</sup> Afin d'éviter que les prévisionnistes n'ayant que quelques prévisions n'exercent une incidence disproportionnée sur les résultats, nous ne considérons que les prévisionnistes ayant fourni au moins 20 prévisions (l'équivalent de cinq ans) pour une variable/un horizon donné(e). Il en résulte entre 63 et 77 prévisionnistes, en fonction de la variable/l'horizon.

<sup>35</sup> Nous évaluons les performances relatives en matière de prévision en utilisant une statistique (la statistique de l'erreur quadratique rapportée à l'erreur quadratique moyenne) qui (a) pénalise les erreurs plus importantes, (b) neutralise les variables/horizons/périodes difficiles à prévoir, et (c) nous permet d'agréger des variables et des horizons.

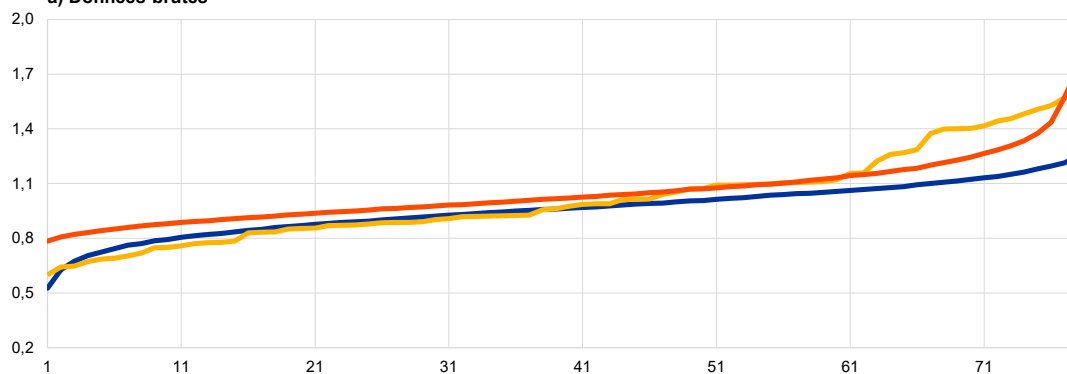
## Graphique A

Distributions effectives et obtenues grâce à la technique du *bootstrap*/simulées des performances des prévisionnistes s'agissant de l'IPCH à un an

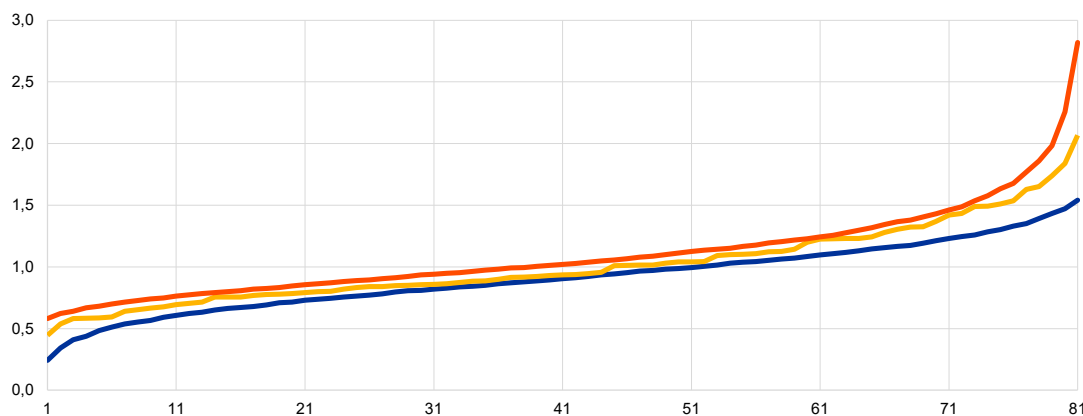
(axe des ordonnées : points de pourcentage ; axe des abscisses : prévisionnistes par rang)

- Simulée (plus bas) (1 %)
- Effective
- Simulée (plus haut) (99 %)

### a) Données brutes



### b) Neutralisation de l'autocorrélation



Sources : EPP, Eurostat et calculs des services de la BCE.

### Toutefois, les apparentes sur/sous-performances semblent être un artifice statistique.

Premièrement, si les différents prévisionnistes avaient réellement une capacité de prévision supérieure/inférieure à la moyenne, nous devrions observer une corrélation des rangs de classement des performances sur les périodes d'échantillonnage. À cet égard, il est révélateur que la corrélation des rangs de classement des performances de prévision sur les périodes antérieure et postérieure à la crise soit proche de zéro (cf. tableau A), à l'exception de l'IPCH à deux ans, pour lequel la corrélation entre le rang de classement pour les périodes antérieure et postérieure à la crise est de 0,37. Deuxièmement, la partie b du graphique A montre que les apparentes sur/sous-performances s'agissant de l'IPCH à un an disparaissent si l'on neutralise l'autocorrélation des erreurs (en prenant dans ce cas seulement les prévisions du premier trimestre de chaque année).

## Tableau A

Corrélation des rangs de classement des prévisions sur les deux périodes de sous-échantillonnage (1999-2008 et 2009-2018) concernant les prévisions à un an et à deux ans

|                   | À un an | À deux ans |
|-------------------|---------|------------|
| Inflation         | 0,11    | 0,37       |
| Croissance du PIB | -0,03   | 0,06       |
| Taux de chômage   | 0,05    | 0,08       |

Sources : EPP et calculs des services de la BCE

**En résumé, il n'existe pas d'éléments probants indiquant des différences statistiquement significatives de la capacité de prévision.** En effet, la prévision agrégée de l'EPP (qui établit une moyenne de l'ensemble des réponses individuelles) se situe toujours dans le quartile supérieur pour les 12 permutations<sup>36</sup> de variables, horizons et périodes et elle est classée majoritairement en premier dans les agrégations réalisées à partir de variables, horizons et périodes différents. Cela tend à indiquer qu'il est difficile de faire durablement mieux que la moyenne simple<sup>37</sup>.

## 4 Quelle performance les distributions de probabilités de l'EPP ont-elles affichée au fil du temps ?

**Les FDP permettent aux participants à l'enquête d'exprimer leur opinion sur la fourchette de résultats complète et constituent ainsi un précieux complément aux prévisions ponctuelles.** Les prévisionnistes attribuent des probabilités aux résultats de chaque variable à chacun des horizons dans un intervalle de 0,5 point de pourcentage<sup>38</sup>. Chaque trimestre, l'EPP présente la distribution de probabilités agrégée, c'est-à-dire la moyenne de l'ensemble des probabilités relevées pour chaque intervalle. Ces distributions, au niveau tant individuel qu'agréé, permettent une évaluation quantitative du risque et de l'incertitude perçus, en ajoutant aux prévisions ponctuelles une précieuse dimension supplémentaire.

**Les distributions de probabilités agrégées pour les variables individuelles ont affichée des variations dynamiques et souvent importantes au fil des ans (cf. graphique 7).** En particulier, il existe des différences notables entre les FDP déclarées au cours des dix premières années et celles déclarées au cours des dix dernières années de l'EPP, qui correspondent globalement à l'avant-crise et l'après-crise. Celles-ci reflètent non seulement les différences en termes de localisation des FDP, faisant écho aux écarts entre les prévisions ponctuelles, mais aussi les différences de forme des FDP. Par exemple, même si à l'horizon deux ans, le risque déflationniste perçu a disparu, la probabilité attribuée à des résultats d'inflation relativement faibles (<1,5 %) reste assez élevée, les FDP affichant un biais plus négatif.

<sup>36</sup> Les douze permutations sont la résultante du fait de disposer de trois variables (IPCH, PIB et chômage), deux horizons (à un an et à deux ans) et deux périodes d'échantillonnage (antérieure à la crise et postérieure à la crise).

<sup>37</sup> Cela confirme les conclusions de Genre (V.), Kenny (G.), Meyler (A.) et Timmermann (A.), *op. cit.*

<sup>38</sup> Au cours des vingt années de l'enquête, la fourchette des résultats couverts par les intervalles fermés a été modifiée en réponse aux évolutions des données.

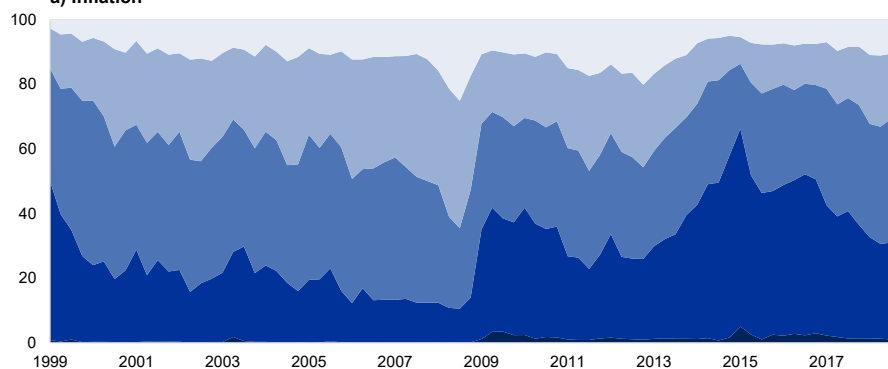
## Graphique 7

Distributions des probabilités à deux ans relatives à l'inflation, à la croissance du PIB en volume et au chômage

(en pourcentages)

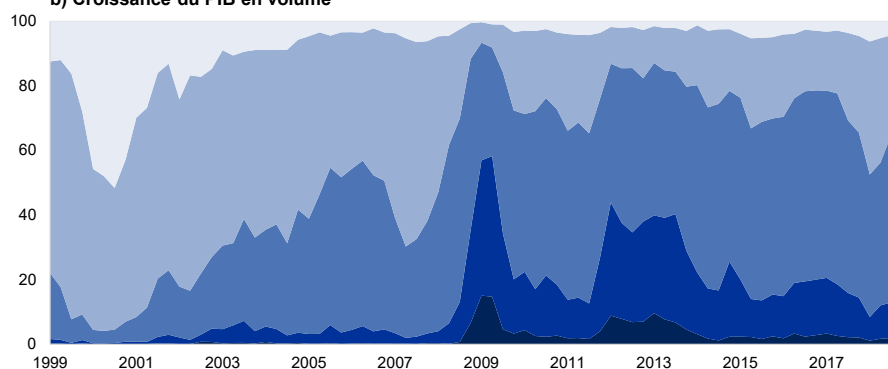
- Inférieur à 0 %
- Compris entre 0 % et 1,5 %
- Compris entre 1,5 % et 2,0 %
- Compris entre 2,0 % et 2,5 %
- Supérieur à 2,5 %

### a) Inflation



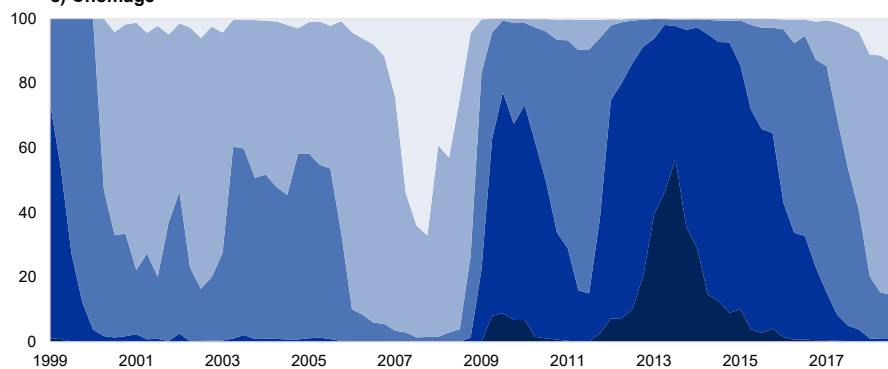
- Inférieur à 0 %
- Compris entre 0 % et 1,0 %
- Compris entre 1,0 % et 2,0 %
- Compris entre 2,0 % et 3,0 %
- Supérieur à 3,0 %

### b) Croissance du PIB en volume



- Supérieur à 12,0 %
- Compris entre 10,0 % et 12,0 %
- Compris entre 8,5 % et 10,0 %
- Compris entre 7,0 % et 8,5 %
- Inférieur à 7,0 %

### c) Chômage

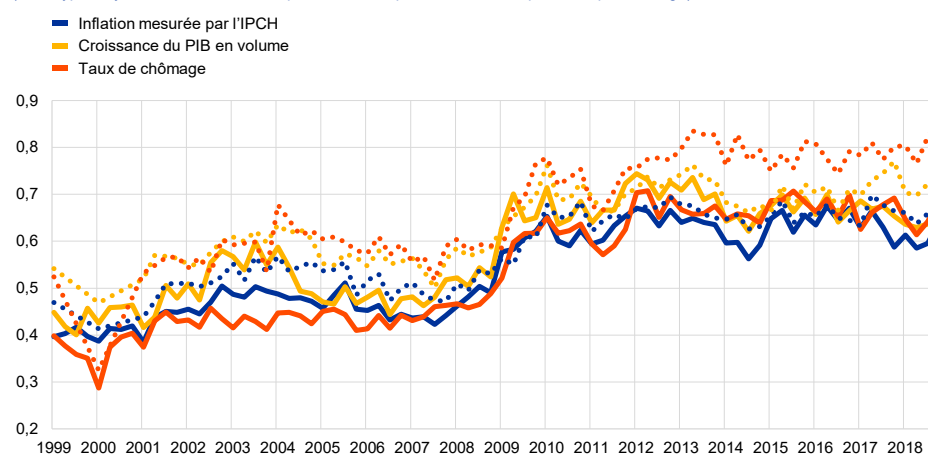


Sources : EPP et calculs des services de la BCE.

**L'évaluation de l'incertitude par les prévisionnistes professionnels semble s'être inscrite en hausse permanente à partir de 2009, pour l'ensemble des variables et des horizons.** L'incertitude agrégée est généralement mesurée par la largeur de la FDP agrégée. Celle-ci dépend de deux facteurs : le degré d'incertitude ressenti par chaque prévisionniste, c'est-à-dire l'agrégation de la largeur des FDP individuelles, et le degré de désaccord entre prévisionnistes concernant le résultat le plus probable, c'est-à-dire dans quelle mesure les distributions individuelles sont différemment centrées. La hausse marquée de l'incertitude individuelle des prévisionnistes pour l'ensemble des variables et des horizons au moment de la crise financière (cf. graphique 8), et qui a persisté depuis lors, constitue une caractéristique frappante des données tirées de l'EPP. L'effet du désaccord sur l'incertitude agrégée, d'autre part, a nettement plus varié selon les variables économiques, les horizons et les périodes de prévision.

**Graphique 8**  
Évaluation de l'incertitude par les prévisionnistes

(écart type moyen des distributions de probabilité des prévisionnistes en points de pourcentage)



Sources : EPP et calculs des services de la BCE.

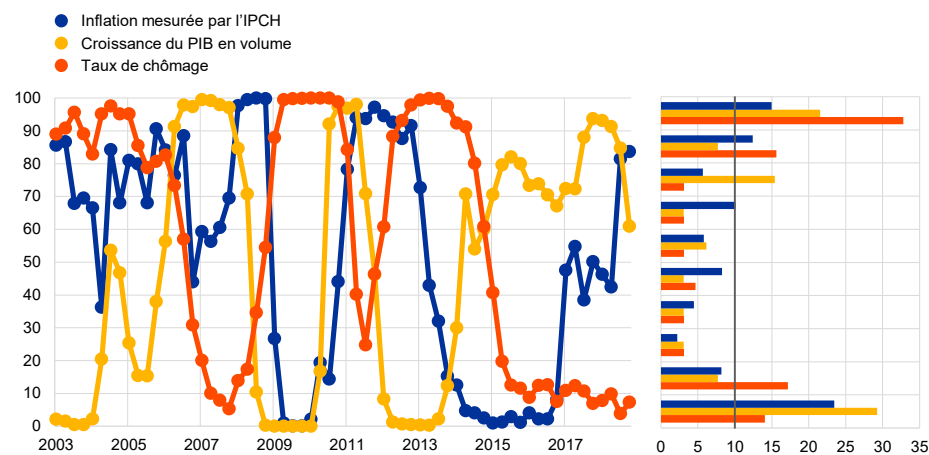
Notes : Les lignes continues illustrent les anticipations à deux ans, les lignes en pointillés illustrent les anticipations à long terme.

**Même après la hausse marquée de l'incertitude des prévisionnistes enregistrée en 2009, les FDP à deux ans ont sous-estimé la volatilité ultérieure des données.** Au cours des vingt dernières années, les variations sur deux ans des taux d'inflation, de la croissance du PIB en volume et du chômage ont eu tendance à être beaucoup plus élevées que la largeur des FDP à deux ans. Cela ressort de la concentration des résultats dans les premier et dernier déciles (cf. graphique 9, partie droite). Par exemple, plus de 30 % des chiffres du taux de chômage proviennent du décile supérieur de la distribution attendue deux ans auparavant. Si les FDP décrivaient correctement les distributions effectives sous-jacentes, on obtiendrait alors la même part des chiffres (10 %) dans chacun des déciles des FDP respectives. De plus, beaucoup de ces queues de distribution sont apparues après que les prévisionnistes ont élargi leurs FDP en 2009. Cela suggère que, alors qu'ils pensent que les évolutions économiques sont intrinsèquement un peu plus incertaines que durant la phase de Grande modération d'avant 2008, une grande partie de la volatilité observée au cours des dix dernières années est en fait liée à des chocs dont l'ampleur, la fréquence et la persistance ont été surprenantes.

## Graphique 9

### Probabilités cumulées à deux ans et proportions par décile de FDP

(en pourcentages)



Sources : EPP et calculs des services de la BCE.

Notes : Les points retracent la probabilité que, soit l'inflation mesurée par l'IPCH, soit la croissance du PIB en volume, soit le taux de chômage prenne une valeur inférieure ou égale au résultat effectif, selon la distribution de probabilité à deux ans attendue deux ans avant la date présentée. Les barres sur la droite retracent la proportion des résultats associée à chaque décile de la FDP attendue. Si les spécifications des FDP étaient parfaites, cette proportion serait de 10 % des résultats dans chaque décile.

#### Les prévisionnistes ont activement ajusté leur opinion sur la balance des risques et révisé leurs estimations ponctuelles.

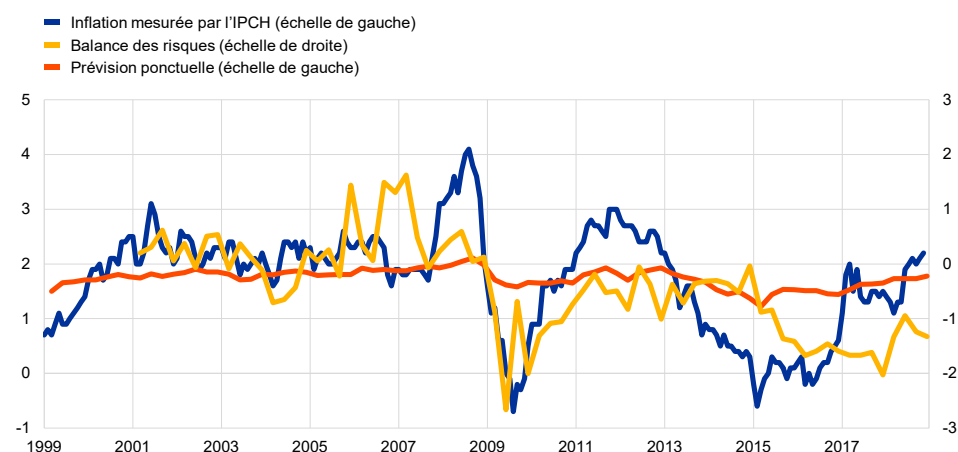
L'asymétrie d'une distribution de probabilité prévisionnelle est révélatrice de la balance des risques que l'estimation incarne (cf. encadré 5). Les prévisionnistes ont ajusté leur balance des risques de façon dynamique en réponse à l'évolution des perspectives économiques, notamment s'agissant de leurs prévisions de FDP relatives à l'inflation (cf. graphique 10).

En 2006, comme les tensions inflationnistes s'accumulaient, les prévisionnistes ont nettement orienté à la hausse la balance des risques entourant leurs anticipations d'inflation à deux ans, sans toutefois beaucoup modifier leurs prévisions ponctuelles. Dans l'enquête du premier trimestre 2009, l'estimation ponctuelle agrégée a baissé de 0,3 point de pourcentage (soit la révision trimestrielle la plus élevée) et la mesure de la balance des risques est passée de + 0,1 à - 0,9. Dans l'enquête du deuxième trimestre 2009, la prévision ponctuelle n'a été révisée à la baisse que de 0,1 point de pourcentage, tandis que la mesure de la balance des risques s'est encore inscrite en très nette baisse, à - 2,7, avant de se redresser lors des campagnes d'enquête suivantes, tandis que la prévision ponctuelle est demeurée stable. En revanche, sur la période 2013-2014, alors que l'inflation mesurée par l'IPCH diminuait, les prévisions ponctuelles ont été progressivement révisées à la baisse, avec peu d'évolution de l'indicateur de la balance des risques.

## Graphique 10

### Inflation mesurée par l'IPCH, prévisions ponctuelles à deux ans et balance des risques

(échelle de gauche : variations annuelles en pourcentage ; échelle de droite : indicateur de la balance des risques)



Sources : EPP et calculs des services de la BCE.

Note : Les valeurs positives de l'indicateur relatif à la balance des risques dénotent que celle-ci est orientée vers des résultats d'inflation plus élevés, tandis que les valeurs négatives dénotent qu'elle est orientée vers des résultats moins élevés.

## Encadré 5

### Utiliser les distributions de probabilités pour mesurer la balance des risques

Rupert de Vincent-Humphreys

**Une distribution de probabilité pour un résultat futur forme une représentation complète de la prévision.** La fonction de distribution de probabilité (FDP) fournit l'information nécessaire pour la synthèse de tous les aspects de la prévision : la prévision ponctuelle centrale, son degré d'incertitude, si la balance des risques est jugée plutôt orientée à la hausse ou à la baisse, et les probabilités de résultats dans des fourchettes données. En pratique, l'exactitude de ce type d'indicateurs dépend du degré de précision des spécifications de la FDP.

**En théorie, la façon dont un prévisionniste synthétise la distribution de probabilités sous-jacente en une prévision ponctuelle unique dépend de son opinion sur les erreurs de prévision.** De façon plus formelle, la théorie de la prévision montre que la prévision ponctuelle optimale  $\hat{x}_{t+h|t}^*$  correspondant à une FDP donnée est celle qui réduit au minimum la fonction de perte du prévisionniste associée à de possibles erreurs de prévision :

$$\hat{x}_{t+h|t}^* \equiv \arg \min E[L(x_{t+h}, \hat{x})]$$

La fonction de perte,  $L$ , est une expression mathématique qui décrit dans quelle mesure les prévisionnistes se soucient des erreurs de prévision de taille différente. Ainsi, même lorsque les différents prévisionnistes ont la même opinion sur la distribution sous-jacente des futurs résultats possibles, si leurs fonctions de perte sont différentes, leurs prévisions ponctuelles le sont aussi. Trois types de fonction de perte sont généralement envisagés en économie. Le premier est la fonction de perte uniforme : les erreurs de prévision sont aussi mauvaises les unes que les autres, quelle que soit leur taille. Dans ce cas, la prévision ponctuelle optimale est le mode de distribution, qui correspond au résultat le plus probable. La deuxième fonction de perte croît de façon linéaire avec la taille de l'erreur de prévision, c'est-à-dire que si l'erreur de prévision est deux fois plus élevée, alors c'est deux fois

pire. Dans ce cas, la prévision ponctuelle optimale est la médiane, pour laquelle la probabilité d'une erreur à la hausse est identique à celle d'une erreur à la baisse. La troisième est la fonction de perte quadratique, qui pénalise encore plus sévèrement les erreurs de prévisions plus importantes : si l'erreur de prévision est deux fois plus importante, alors c'est quatre fois pire. Dans ce cas, la prévision ponctuelle correspondante est la moyenne de la distribution.

**De même, la mesure statistique de l'asymétrie qui représente le mieux la balance des risques entourant une prévision ponctuelle dépend également de l'opinion du prévisionniste sur les erreurs de prévision.** Dans quelle mesure les risques entourant la prévision ponctuelle sont orientés dans un sens ou dans l'autre dépend de l'asymétrie de la prévision de FDP : dans le cas d'une FDP symétrique, les risques sont équilibrés. Tout comme la théorie de la prévision définit la prévision optimale, elle définit la balance des risques comme le solde des pertes attendues conditionnelles :

$$\hat{x}_{t+h|t}^* \equiv E[L(x_{t+h}, \hat{x}_{t+h|t}) | x_{t+h} > \hat{x}_{t+h|t}] - E[L(x_{t+h}, \hat{x}_{t+h|t}) | x_{t+h} < \hat{x}_{t+h|t}]$$

Dans les cas où la fonction de perte est elle-même symétrique (comme les trois fonctions décrites ci-dessus), c'est-à-dire qu'une erreur à la hausse et une erreur à la baisse de même ampleur sont aussi indésirables l'une que l'autre, la balance des risques mesure, si une prévision se révèle fautive, dans quel sens le prévisionniste estime que l'erreur a le plus de chance de se produire. Par exemple, une balance des risques positive indique que le prévisionniste pense que si sa prévision est fautive, il y a plus de chance que ce soit parce que le résultat est supérieur plutôt qu'inférieur à sa prévision. L'équation ci-dessus peut être combinée aux différentes fonctions de perte afin de montrer que la mesure appropriée de l'asymétrie est le solde de la probabilité totale de chaque côté du mode dans le cas d'une perte uniforme, l'asymétrie des quartiles dans le cas d'une perte linéaire et l'asymétrie dans le cas d'une perte quadratique moyenne.

**Dans le contexte de l'EPP, où les probabilités sont déclarées pour un ensemble discret d'intervalles assez larges, il existe de nombreuses autres façons d'évaluer les différentes mesures de l'asymétrie statistique.** Par exemple, les probabilités des intervalles fournies dans l'EPP représentent un ensemble de points le long de la fonction de distribution cumulative, et différentes méthodes d'interpolation peuvent être utilisées pour les transformer en fonction continue. De plus, il convient de poser une hypothèse concernant l'emplacement des points correspondant aux deux intervalles de probabilité ouverts et les extrémités supérieure et inférieure de la fourchette des résultats plausibles.

**Toutes les combinaisons de mesures statistiques et de pratiques de calcul alternatives peuvent être réunies dans une série d'indicateurs relatifs à la balance des risques.** Toutes ces mesures ont tendance à être fortement corrélées et peuvent être condensées en un résumé statistique simple à l'aide de leur moyenne non pondérée <sup>39</sup>.

## 5 Que peuvent nous apprendre les prévisions à long terme ?

### Les prévisions à long terme dans le cadre de l'EPP peuvent fournir des informations sur l'opinion des prévisionnistes professionnels sur l'état

<sup>39</sup> Pour plus d'informations, cf. l'encadré intitulé « [Comment les prévisionnistes professionnels évaluent-ils les risques pesant sur l'inflation ?](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2017.

**d'équilibre de l'économie.** L'état d'équilibre est important car il s'agit de l'état auquel revient l'économie une fois disparus les effets des chocs passés et actuels, et qui peut évoluer en ligne avec les tendances structurelles de l'économie. Dans l'EPP, l'horizon à plus long terme correspond à l'horizon à cinq ans environ. Il pourrait être raisonnable de faire l'hypothèse que la plupart des chocs frappant l'économie ne sont pas si persistants que cela et que, par conséquent, à cet horizon, l'impact d'un choc devrait s'être atténué. Si c'est le cas, alors les prévisions à plus long terme devraient refléter uniquement une opinion sur les caractéristiques structurelles de l'économie, telles que le taux de croissance potentielle ou le NAIRU.

**Toutefois, les réponses à l'enquête spéciale de 2018 suggèrent que le tableau est plus nuancé, c'est-à-dire que certains chocs peuvent être très persistants.**

Il a été demandé aux participants à l'EPP de clarifier la façon dont leurs prévisions à long terme doivent être interprétées. Tandis qu'un certain nombre de participants a déclaré que leurs prévisions à long terme avaient effectivement une interprétation structurelle, un nombre encore plus important a déclaré que ce n'était que parfois le cas et certains ont suggéré dans leurs commentaires qualitatifs que l'impact de certains chocs pouvait être plus persistant, auquel cas cinq années ne seraient pas suffisantes pour revenir à l'état d'équilibre (cf. tableau 1). En effet, les prévisions à long terme moyennes de taux de chômage semblent effectivement plus cycliques pour les participants ayant répondu « non » à une interprétation du NAIRU que pour ceux ayant répondu « toujours ».

**Tableau 1**

Correspondance entre les prévisions à plus long terme dans l'EPP et les caractéristiques structurelles

| (nombre de participants)                                |          |         |     |       |
|---------------------------------------------------------|----------|---------|-----|-------|
|                                                         | Toujours | Parfois | Non | Total |
| Prévision du taux de chômage à long terme et NAIRU      | 16       | 17      | 6   | 39    |
| Prévision de PIB à long terme et production potentielle | 19       | 21      | 3   | 43    |

Source : Enquête spécifique auprès des prévisionnistes professionnels, 2018.

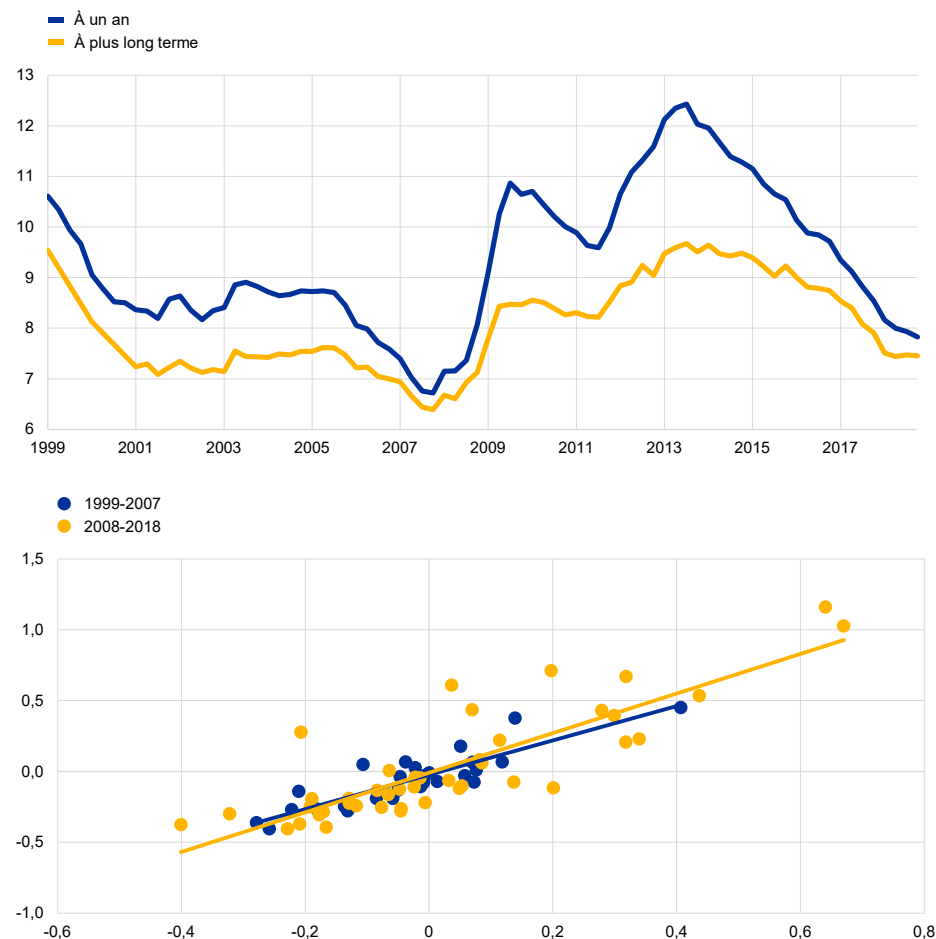
**L'impact de la persistance perçue des chocs est surtout visible dans l'évolution des prévisions de chômage à long terme.** Les fortes hausses du chômage effectif et des prévisions de chômage à court terme dans le sillage de la crise financière et de la crise de la dette souveraine se sont également accompagnées d'importantes révisions à la hausse des prévisions à long terme (cf. graphique 11). Ce lien entre les prévisions pour tous les horizons peut s'expliquer par le concept d'hystérèse, selon lequel la demande temporaire ou les hausses du chômage liées à l'offre sont susceptibles, par exemple par le biais des effets de durée, d'exercer des effets persistants en termes de taux de chômage d'équilibre plus élevé. À cet égard, les résultats de l'enquête pour ces dernières années suggèrent que les prévisionnistes présument également que l'hystérèse est symétrique : le recul des prévisions à court terme depuis 2013 s'est accompagné d'un recul des prévisions à long terme à peu près dans les mêmes proportions que les mouvements à la hausse observés antérieurement. En conséquence, les prévisions de chômage à long terme présentent

une plus grande cyclicité que ce à quoi l'on pourrait s'attendre de la part d'un chômage structurel.

### Graphique 11

#### Prévisions de taux de chômage et révisions des prévisions de taux de chômage

(en pourcentage de la population active)



Source : EPP.

Note : La partie supérieure présente les prévisions de chômage agrégées à un an et à cinq ans. La partie inférieure présente les révisions des prévisions du taux de chômage ; les révisions des prévisions de chômage à long terme agrégées sont représentées sur l'axe des abscisses et les révisions des prévisions à un an agrégées tirées de la campagne d'enquête correspondante sont représentées sur l'axe des ordonnées. Les lignes bleue et jaune dans la partie inférieure rendent compte de la tendance des deux sous-échantillons présentés.

#### Dans quelle mesure les anticipations d'inflation à long terme demeurent ancrées à l'objectif de la banque centrale peut constituer un indicateur de confiance dans la capacité d'une banque centrale à atteindre son objectif.

Le degré d'ancrage de l'inflation peut être mesuré de différentes façons, souvent fondées sur la sensibilité des prévisions à long terme aux évolutions à court terme, telles que les éléments de surprise dans les chiffres effectifs ou les prévisions à plus court terme. Cela a été étudié de façon exhaustive dans le rapport du groupe de travail sur l'inflation faible <sup>40</sup>.

<sup>40</sup> Cf. Ciccarelli (M.) et Osbat (C.) (eds.), *op. cit.*

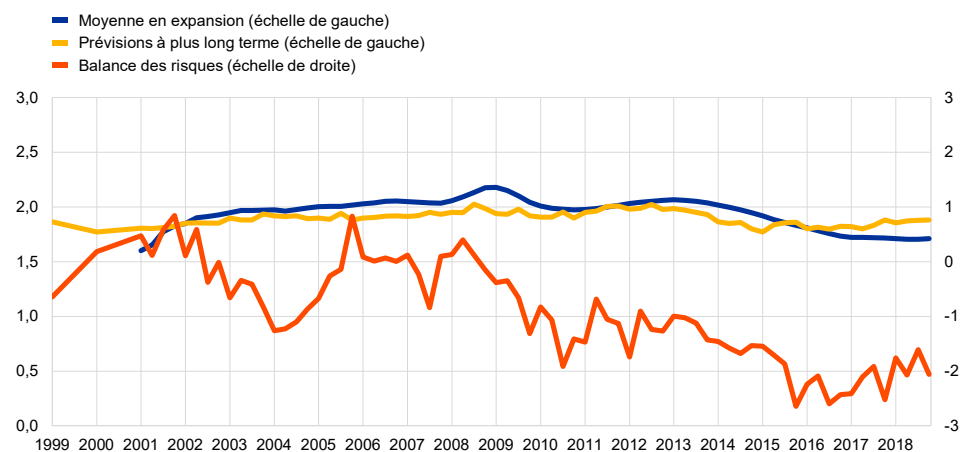
### Les données tirées de l'enquête trimestrielle suggèrent que les anticipations d'inflation pour la zone euro sont bien ancrées.

Au cours des vingt dernières années, les anticipations d'inflation à plus long terme présentées dans l'EPP ont été comprises entre 1,8 et 2,0 %, une fourchette qui peut être vue comme globalement conforme à l'objectif de la BCE de maintenir l'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 %. De plus, les anticipations à plus long terme ont été plus stables que le taux moyen d'inflation mesurée par l'IPCH, qui aurait sinon pu être vu comme un guide pour former une prévision rétrospective naïve (cf. graphique 12). Ces dernières années, les anticipations d'inflation à plus long terme se sont redressées de façon progressive et constante par rapport au point bas enregistré au premier trimestre 2015, c'est-à-dire lors de la campagne d'enquête ayant précédé l'annonce du programme d'achats de titres du secteur public. Lors de la campagne d'enquête du quatrième trimestre 2018, les anticipations à plus long terme relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH sont ressorties à 1,9 % et les anticipations à plus long terme relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie, produits alimentaires, alcool et tabac à 1,8 %. Toutefois, la balance des risques des prévisionnistes entourant les anticipations d'inflation à plus long terme demeure clairement orientée à la baisse depuis la forte diminution de l'inflation annuelle enregistrée au deuxième semestre 2008 et ce, malgré une amélioration.

### Graphique 12

#### Anticipations d'inflation à plus long terme et balance des risques les entourant

(échelle de gauche : variations annuelles en pourcentage ; échelle de droite : indicateur de la balance des risques)



Sources : EPP et calculs des services de la BCE.

Notes : La série « moyenne en expansion » représente le taux d'inflation mesuré par l'IPCH annuel moyen de janvier 1999 à la date indiquée sur l'axe des abscisses. Les valeurs négatives de l'indicateur de la balance des risques dénotent que celle-ci est orientée à la baisse, tandis que des valeurs positives dénotent qu'elle est orientée à la hausse.

### L'objectif d'inflation de la BCE est resté le facteur essentiel déterminant les anticipations à plus long terme des participants à l'EPP.

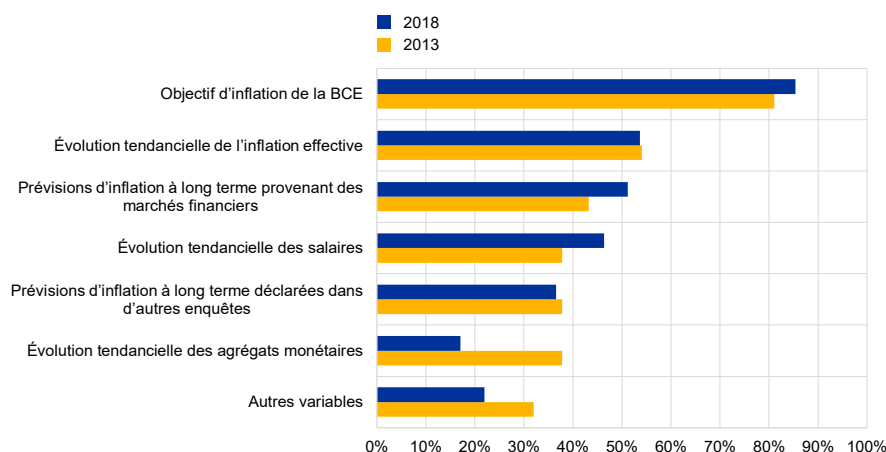
L'enquête spécifique de 2018 a repris une question de 2013, qui demandait aux participants quelles informations ils utilisaient pour déterminer leurs anticipations d'inflation à plus long terme. Par rapport à l'enquête précédente, la part des participants citant l'objectif d'inflation de la BCE, les tendances des mesures extraites d'instruments de marchés financiers pour les anticipations d'inflation et les tendances en matière de salaires a fortement augmenté, tandis que la part des participants citant les tendances en termes d'agrégats monétaires et d'autres variables a nettement diminué.

(cf. graphique 13). Étant donné que les tendances de l'inflation effective, des salaires et des anticipations des marchés à plus long terme se sont clairement atténuées ces dernières années, le rôle de l'objectif d'inflation en tant qu'ancrage des anticipations a été mis en avant.

### Graphique 13

#### Facteurs déterminant les prévisions à long terme des participants à l'EPP

(en pourcentage des participants)



Sources : EPP et calculs des services de la BCE.

Notes : L'option « variables budgétaires » n'était pas une réponse possible en 2013, bien que les variables budgétaires aient été mentionnées par certains participants ayant répondu « autres variables ». Elle est donc également incluse dans « autres variables » dans les chiffres de 2018. La somme des pourcentages peut être différente de 100 car les participants avaient la possibilité d'indiquer des facteurs multiples.

## 6 Conclusions

**L'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) est l'enquête la plus ancienne, la plus exhaustive et la plus transparente relative à l'ensemble de l'économie de la zone euro.** En particulier, par rapport à d'autres enquêtes, les FPD contenues dans l'EPP permettent une évaluation quantitative complète des risques perçus comme pesant sur les perspectives économiques ainsi que de l'incertitude les entourant. Elles fournissent une précieuse dimension supplémentaire pour compléter les prévisions ponctuelles et former une évaluation économique plus complète des informations reçues dans l'enquête trimestrielle, par exemple lorsque l'on examine le rythme et la nature de la normalisation économique après la crise financière.

**Cela est utile pour recouper non seulement les profils de projection macroéconomique de la BCE et de l'Eurosystème eux-mêmes, mais également les relations économiques fondamentales qui les sous-tendent.** Vingt années d'EPP ont généré un ensemble de données très riche qui peut être utilisé pour traiter des questions économiques d'actualité et contribuer au débat sur la politique monétaire. Par exemple, si l'on examine ensemble les données de l'EPP relatives à différentes variables, nous pouvons en déduire la façon dont les prévisionnistes professionnels évaluent l'évolution des relations entre des variables fondamentales telles que la croissance et l'inflation ou le chômage et la croissance des salaires.

Ainsi, l'EPP reste aujourd'hui aussi utile pour l'analyse économique et aussi pertinente pour les débats sur la politique monétaire qu'elle l'était lors de son lancement il y a vingt ans.

## Les retombées des politiques budgétaires dans une union monétaire

Mario Alloza, Bogdan Cozmanca, Marien Ferdinandusse  
et Pascal Jacquinot

*Cet article décrit les principaux canaux de transmission des retombées des politiques budgétaires nationales aux autres pays au sein d'une union monétaire et étudie leur ampleur à l'aide de différents modèles. Dans le contexte de l'Union économique et monétaire (UEM), la prise en compte des retombées des chocs budgétaires est pertinente pour une évaluation précise des perspectives conjoncturelles dans les pays de la zone euro ainsi que pour les débats portant sur une modification coordonnée de l'orientation budgétaire de la zone et sur sa capacité budgétaire. L'article met l'accent sur les retombées des expansions budgétaires fondées sur les dépenses dans les principaux pays de la zone euro en présentant deux exercices complémentaires. Le premier est une étude empirique des retombées des chocs budgétaires qui repose sur une nouvelle série de données sur longue période pour les principaux pays de la zone euro, tandis que le second utilise un modèle d'équilibre général multi-pays ayant une spécification budgétaire riche et la capacité d'analyser les répercussions commerciales. Les retombées des chocs budgétaires sont hétérogènes mais généralement positives dans les principaux pays de la zone euro. La réaction des taux d'intérêt à l'expansion budgétaire est un déterminant important de l'ampleur des retombées.*

### 1 Introduction

**Les retombées des politiques budgétaires entre les différents pays ont fait l'objet d'une attention croissante ces dernières années.** Comprendre l'impact des politiques budgétaires d'un pays sur la production des autres États membres de l'union monétaire présente naturellement un grand intérêt pour une banque centrale qui définit une politique monétaire unique, car cela lui permet de mieux évaluer les évolutions économiques de la zone euro, ce qui contribue à l'évaluation des risques pesant sur la stabilité des prix. De plus, les répercussions des chocs budgétaires doivent être prises en compte lors de l'évaluation de l'orientation budgétaire agrégée de la zone euro <sup>41</sup>. Enfin, l'ampleur des retombées des chocs budgétaires est importante pour l'évaluation des effets de stabilisation des politiques budgétaires nationales. Si les retombées sont faibles, l'existence d'une fonction de stabilisation budgétaire centrale pouvant renforcer les stabilisateurs économiques nationaux en cas de chocs économiques importants accroîtrait la capacité de résistance de l'Union économique et monétaire (UEM) <sup>42</sup>.

<sup>41</sup> Pour plus d'informations sur le débat relatif à l'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « L'orientation budgétaire de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016, et Bańkowski (K.) et Ferdinandusse (M.), « *Euro area fiscal stance* », *Occasional Paper Series*, n° 182, BCE, 2017.

<sup>42</sup> Pour une analyse du partage des risques dans l'UEM, cf. Cimadomo (J.), Hauptmeier (S.), Palazzo (A.A.) et Popov (A.), « *Le partage des risques dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2018.

**Les politiques budgétaires nationales se répercutent sur les autres pays par le biais de différents canaux.** Les échanges commerciaux sont un canal de transmission important entre les pays, car la politique budgétaire expansionniste mise en œuvre par un pays entraîne une hausse de ses importations en provenance des autres pays. L'expansion budgétaire pourrait également faire augmenter les prix intérieurs et le taux de change effectif réel, ce qui accentue ses retombées dans la mesure où le pays à l'origine de la relance budgétaire voit sa compétitivité se détériorer vis-à-vis des autres pays. Compte tenu des implications pour les prix, il est important de prendre en compte la réponse de politique monétaire. Les taux d'intérêt peuvent parfois ne pas réagir aux variations de prix résultant des mesures budgétaires, par exemple si l'économie est limitée par la valeur plancher effective des taux <sup>43</sup>.

**La littérature empirique sur les retombées des chocs budgétaires est relativement peu développée.** Le nombre des études empiriques sur l'ampleur des retombées des politiques budgétaires a certes augmenté ces dernières années, mais il reste limité et les résultats sont difficilement comparables. Les différences en termes d'identification des chocs budgétaires et l'utilisation de mesures différentes pour présenter les résultats rendent d'autant plus difficile d'établir des généralisations à partir des conclusions de la littérature. L'un des objectifs de cet article est de proposer une analyse de la littérature empirique la plus pertinente sur les retombées des chocs budgétaires. Pour plus de simplicité, nous prenons comme hypothèse dans notre analyse une expansion budgétaire fondée sur la dépense <sup>44</sup>.

**Les estimations ont tendance à faire état de retombées des dépenses publiques positives mais faibles dans l'ensemble.** Plusieurs études ont réalisé une estimation des retombées d'une hausse de la dépense publique par le biais du canal des échanges commerciaux pour un panel de pays. Par exemple, en s'appuyant sur des données annuelles sur la période comprise entre 1965 et 2004, Beetsma, Giuliodori et Klaassen estiment qu'une expansion budgétaire fondée sur les dépenses égale à 1 % du PIB en Allemagne entraînerait une augmentation moyenne de la production des autres économies européennes de 0,15 % après deux ans ; pour une expansion qui trouve son origine en France, l'impact est de 0,08 % <sup>45</sup>. En utilisant des données trimestrielles sur la période allant de 2000 à 2016 pour 55 pays, le Fond monétaire international (FMI) indique qu'une augmentation des dépenses publiques de 1 % du PIB dans une grande économie avancée moyenne se traduit au cours de la première année <sup>46</sup> par des retombées correspondant à 0,15 % du PIB d'un pays moyen

<sup>43</sup> Les mesures de politique monétaire non conventionnelles qui peuvent atténuer les contraintes liées à la valeur plancher effective des taux ne sont pas examinées dans cette analyse.

<sup>44</sup> Les retombées des modifications des recettes budgétaires, qui ne constituent pas l'objet principal de cet article, sont généralement estimées comme étant nettement plus faibles que les répercussions des modifications des dépenses publiques. En effet, une baisse d'impôts affecte la demande agrégée par le biais des décisions relatives aux dépenses et à l'épargne des ménages et des entreprises, ce qui implique davantage de retards et d'incertitude que l'effet direct d'une augmentation de la dépense publique. Pour un examen des canaux de transmission des retombées des politiques budgétaires et de leur impact macroéconomique au cours de l'assainissement budgétaire dans la zone euro sur la période 2010-2013, cf. Attinasi (M.G.), Lalik (M.) et Vetlov (I.), « *Fiscal spillovers in the euro area: a model-based analysis* », *Working Paper Series*, n° 2040, BCE, 2017.

<sup>45</sup> Cf. Beetsma (R.), Giuliodori (M.) et Klaassen (F.), « *Trade spill-overs of fiscal policy in the European Union: a panel analysis* », *Economic Policy*, vol. 21, Issue 48, 2006, p. 640-687.

<sup>46</sup> Cf. Fond monétaire international, « *Les retombées transfrontalières de la politique budgétaire sont-elles encore une question pertinente ?* », *Perspectives de l'économie mondiale*, 2017.

touché par ce choc. Auerbach et Gorodnichenko identifient des retombées budgétaires générées par les grandes économies de l'OCDE globalement comparables avec les conclusions du FMI <sup>47</sup>.

**Les estimations des retombées sont hétérogènes.** Leur ampleur estimée varie, l'hétérogénéité étant liée aux relations commerciales, à l'état de l'économie et à la réaction de la politique monétaire. Beetsma *et al.* constatent que les retombées d'un choc en provenance d'Allemagne représentent environ 0,4 % du PIB après deux ans dans les petites économies ouvertes partageant une frontière terrestre avec ce pays, telles que l'Autriche, la Belgique et les Pays-Bas. Selon Auerbach et Gorodnichenko, les retombées sont particulièrement importantes lors des récessions et relativement modestes lors des périodes d'expansion. L'étude du FMI établit que lorsque la politique monétaire se situe à la valeur plancher effective, les retombées sont jusqu'à quatre fois plus importantes (0,3 % après un an) qu'en temps normal (0,08 %) <sup>48</sup>.

**Plusieurs études utilisant des modèles théoriques d'équilibre général stochastique dynamique (DSGE) fournissent des informations supplémentaires sur les retombées des politiques budgétaires.** Des modèles DSGE multi-pays ayant une spécification budgétaire riche peuvent fournir davantage d'informations sur les déterminants des retombées des politiques budgétaires que les méthodes empiriques telles que les modèles vectoriels autorégressifs (VAR), qui recouvrent différents effets contributifs difficiles à isoler. Toutefois, les modèles DSGE peuvent avoir pour inconvénient d'imposer des hypothèses restrictives, qui n'ont pas toujours des fondements empiriques solides. Les études fondées sur des modèles DSGE font souvent état de répercussions en période normale plus faibles que les estimations établies à partir de modèles VAR, mais plus fortes quand il n'y a pas de réaction des taux d'intérêt <sup>49</sup>. Cela s'explique en partie par le fait que les modèles structurels intègrent seulement les retombées qui s'exercent par le biais des échanges commerciaux, tandis que les modèles VAR incluent également d'autres effets tels que les répercussions financières.

## 2 Estimations empiriques

Cette section présente de nouvelles estimations des retombées des politiques budgétaires provenant des principaux pays de la zone euro. À cette fin, des chocs de

<sup>47</sup> Cf. Auerbach (A.J.) et Gorodnichenko (Y.), « *Output Spillovers from Fiscal Policy* », *American Economic Review*, vol. 103, n° 3, 2013, p. 141-46. Pour une comparaison entre les résultats de l'étude du FMI et celle de Auerbach et Gorodnichenko, cf. Blagrove (P.), Ho (G.), Koloskova (K.) et Vesperi (E.), « *Fiscal Spillovers : The Importance of Macroeconomic and Policy Conditions in Transmission* », *Spillover Notes*, n° 11, Fonds monétaire international, 2017.

<sup>48</sup> On parle de valeur plancher effective quand les taux d'intérêt se situent dans le quartile inférieur de la distribution.

<sup>49</sup> Cf., par exemple, Fonds monétaire international, « *Les retombées transfrontalières de la politique budgétaire sont-elles encore une question pertinente ?* », *Perspectives de l'économie mondiale*, 2017, et In 't Veld (J.), « *Public Investment Stimulus in Surplus Countries and their Euro Area Spillovers* », *Economic Briefs*, n° 16, Affaires économiques et financières, Commission européenne, 2016.

dépenses publiques exogènes spécifiques aux pays sont identifiés et leur effet dynamique sur l'activité économique des autres pays est examiné <sup>50</sup>.

## 2.1 Données et méthodologie

**Les estimations sont établies à partir d'une nouvelle série de données pour les pays de la zone euro.** L'analyse des retombées des politiques budgétaires à partir de méthodes de séries chronologiques nécessite l'utilisation de séries de données comparables, longues et détaillées. Toutefois, pour la zone euro, les données relatives à plusieurs des variables budgétaires nécessaires ne sont disponibles selon une périodicité trimestrielle que depuis le milieu ou la fin des années 1990. Pour remédier à ce problème, une nouvelle série de données a donc été compilée pour l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Espagne et la zone euro dans son ensemble, sur une périodicité trimestrielle, entre le premier trimestre 1980 et le quatrième trimestre 2015, ce qui est cohérent avec les données d'Eurostat (dans le cadre comptable actuel SEC 2010). En particulier, le recours à un modèle à composantes non observées qui combine les comptes nationaux annuels et trimestriels ainsi que des indicateurs mensuels, permet d'estimer les variables budgétaires sur une périodicité trimestrielle tout en préservant la cohérence avec les agrégats annuels officiels. Ce cadre tient compte de certaines caractéristiques importantes des données, telles que des profils saisonniers différents <sup>51</sup>.

**La série de données qui en résulte contient des mesures désagrégées des dépenses (et des recettes) budgétaires pour chacun des quatre pays et pour la zone euro dans son ensemble.** Cette désagrégation permet de séparer les composantes des dépenses publiques en fonction de leur sensibilité aux conditions économiques. Dans une analyse plus approfondie, l'agrégat des dépenses publiques recouvre les éléments non sensibles au cycle, notamment la consommation et l'investissement publics, tandis que les éléments sensibles au cycle, tels que les transferts, sont exclus <sup>52</sup>.

**La méthode empirique comporte trois étapes.** Premièrement, des modèles VAR spécifiques aux pays sont estimés à partir (des logarithmes) des recettes fiscales nettes réelles, des dépenses publiques, de la production, du déflateur du PIB et du niveau du taux d'intérêt à dix ans. L'hypothèse d'identification est qu'il faut plus d'un trimestre pour mettre en œuvre des politiques budgétaires en réponse à une évolution

<sup>50</sup> Pour plus d'informations sur la méthodologie et les résultats des estimations présentées dans cette section, cf. Alloza (M.), Burriel (P.) et Pérez (J.J.), « *Fiscal policies in the euro area: revisiting the size of spillovers* », *Documentos de Trabajo*, n° 1820, Banco de España, 2018.

<sup>51</sup> Pour l'Allemagne et l'Italie, nous combinons des informations officielles tirées des comptes non financiers trimestriels pour les statistiques des administrations publiques (SEC 2010 et SEC 95) et nous les étendons rétroactivement en utilisant des informations budgétaires mensuelles intra-annuelles et des statistiques officielles annuelles. Pour l'Espagne et la zone euro, nous obtenons nos données à partir des versions actualisées des études de de Castro (F.), Martí (F.), Montesinos (A.), Pérez (J.J.) et Sánchez-Fuentes (A.J.), « *A quarterly fiscal database fit for macroeconomic analysis* », *Review of Public Economics*, vol. 224, Issue 1, 2018, p. 139-155, et de Paredes (J.), Pedregal (D.J.) et Pérez (J.J.), « *Fiscal policy analysis in the euro area: Expanding the toolkit* », *Journal of Policy Modeling*, vol. 36, Issue 5, 2014, p. 800-823, respectivement, qui ont été élaborées conformément à la méthodologie décrite précédemment et qui sont également en cohérence avec les comptes nationaux. Les données pour la France sont obtenues directement auprès d'Eurostat.

<sup>52</sup> Les variables nominales sont converties en termes réels en utilisant le déflateur du PIB.

de l'environnement économique, ce qui permet l'identification des chocs structurels affectant les dépenses publiques (c'est-à-dire que les mesures budgétaires sont simultanément indépendantes des conditions économiques)<sup>53</sup>. Deuxièmement, la réponse dynamique de l'activité économique dans un pays donné à un choc de dépenses publiques trouvant son origine dans un autre pays est retracée en utilisant des projections locales<sup>54</sup>. Ce cadre permet d'estimer l'effet bilatéral des mesures budgétaires pour chaque combinaison de deux pays. Troisièmement, ces estimations par paires sont réunies dans deux statistiques qui synthétisent les résultats.

#### **Les retombées sont synthétisées par pays touché par le choc et par pays d'origine du choc.**

Les retombées par pays touché par le choc mesurent les retombées d'un choc simultané sur les dépenses dans tous les pays de la zone euro sauf un sur le pays où s'exercent ces effets. Elles sont construites comme le ratio entre la somme (cumulée) de l'impact total sur la production d'un pays donné provenant des mesures budgétaires prises dans les autres pays et la somme des effets domestiques respectifs dans les pays à l'origine des mesures<sup>55</sup>. Les retombées par pays d'origine du choc sont définies comme le ratio entre l'impact (moyen pondéré par la production) sur la production dans les pays touchés et l'impact d'un choc de dépenses publiques sur la production dans le pays d'où provient l'effet. Cette statistique indique l'amplitude des retombées que chaque pays est capable de générer.

## **2.2 Résultats**

#### **Les résultats font état de retombées positives des politiques budgétaires dans la zone euro.**

Le graphique 1 retrace la réaction du PIB de chacune des quatre économies à une augmentation des dépenses publiques dans les trois autres (c'est-à-dire les retombées par pays qui reçoit le choc). La ligne bleue indique la réaction de la production dans le pays touché à des chocs sur les dépenses publiques dans les pays d'origine de ces chocs. Lorsqu'on cumule ces effets sur la production et qu'on les divise par la réaction cumulée des dépenses publiques dans les pays menant une relance budgétaire (non représenté), on obtient une mesure directement comparable avec le multiplicateur d'une expansion budgétaire nationale. Les retombées cumulées pour la France, par exemple, sont de 0,72 après deux ans. Cela signifie qu'une augmentation simultanée de 1 euro des dépenses publiques en Allemagne, en Italie et en Espagne entraînerait une hausse de 0,72 euro de la production en France après deux ans.

<sup>53</sup> Cf. Blanchard (O.) et Perotti (R.), « *An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output* », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, Issue 4, 2002, p. 1329-1368.

<sup>54</sup> Cf. Jordà (O.), « *Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections* », *American Economic Review*, vol. 95, n° 1, 2005, p. 161-182.

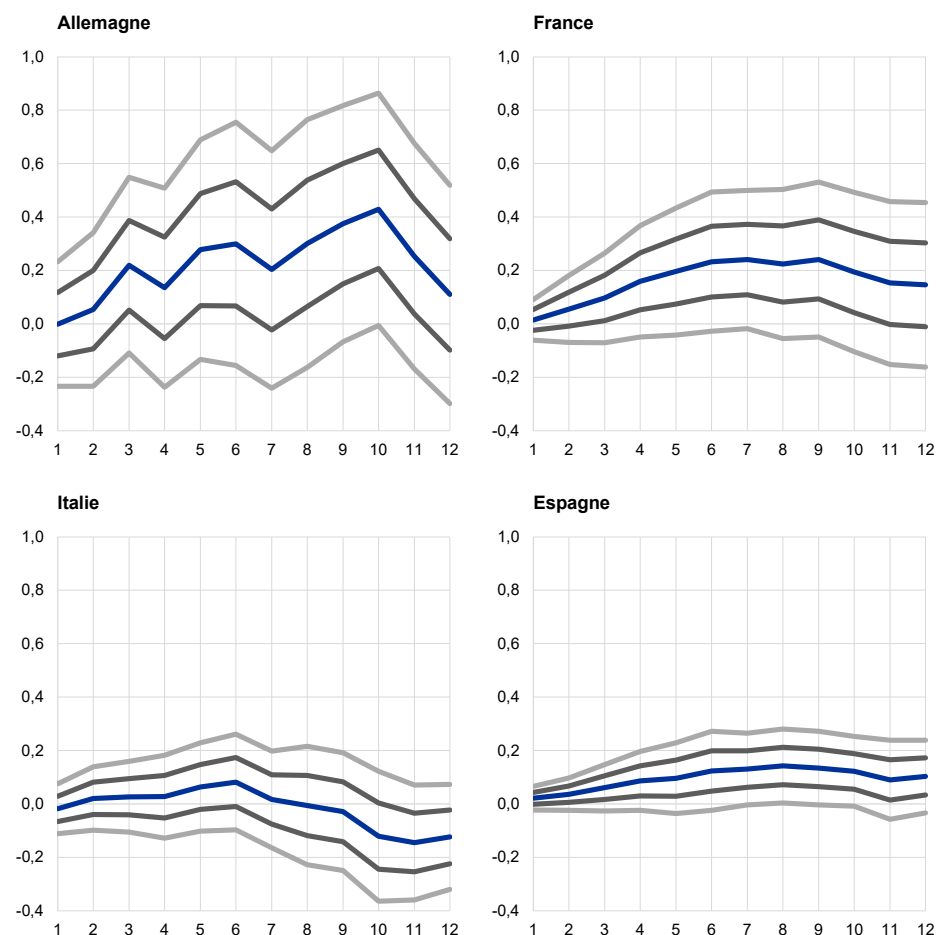
<sup>55</sup> Les retombées par pays touché correspondent à la réponse à une hausse simultanée de 1 euro dans le reste des pays considérés, qui résulte de l'addition de l'effet des différents chocs budgétaires au même moment. Par conséquent, les résultats de cette spécification représentent probablement une limite supérieure.

## Graphique 1

### Estimations empiriques des effets de débordement (pays qui reçoit le choc)

#### Réaction de la production à une hausse simultanée des dépenses publiques dans les autres pays

(axe des abscisses : trimestres ; axe des ordonnées : variation en %)



Source : Alloza et al., 2018.

Notes : La ligne bleue indique la réaction de la production. Les lignes gris foncé et gris clair représentent des intervalles de confiance Newey-West à 68 % et 95 %.

#### Les résultats sont comparables avec ceux de précédentes études empiriques.

D'après les résultats pondérés de la production du graphique 1, les retombées moyennes sur les grands pays de la zone euro qui reçoivent le choc s'élèvent, en moyenne, à 0,09, 0,46 et 0,60 au cours des première, deuxième et troisième années, respectivement. Ces derniers résultats sont légèrement inférieurs mais globalement analogues à ceux d'Auerbach et Gorodnichenko, auxquels ils sont comparables d'un point de vue méthodologique.

**On observe des différences entre les pays touchés par le choc en termes de dynamique, d'ampleur et d'importance des retombées.** La France et l'Espagne présentent un profil similaire, les retombées devenant positives et significatives avant la fin de la première année à l'intervalle de 68 %. Dans les deux cas, la dynamique est similaire : 0,2-0,3 la première année et 0,6-0,7 environ, en données cumulées, la deuxième année. L'Allemagne affiche également des retombées de plus en plus

positives, mais dont les valeurs, à l'intervalle de 68 %, ne deviennent significatives que la troisième année. Si elle n'est que peu significative, l'ampleur de l'effet en Allemagne semble néanmoins être plus importante que dans les autres pays considérés, avec des retombées cumulées de 0,6 à la fin de la première année. Selon les estimations, les retombées sont les plus faibles en Italie et proches de zéro. Pour l'intervalle de confiance de 95 %, les retombées des chocs budgétaires ne sont significatives que dans le cas de l'Espagne.

**On observe également des retombées positives en cas de hausse des dépenses dans un seul pays.** Lorsqu'on observe l'effet de débordement du point de vue du pays qui mène une politique d'expansion budgétaire, c'est-à-dire les retombées par pays d'origine du choc, les résultats sont hétérogènes mais font également état de retombées budgétaires positives parmi les grands pays de la zone euro (résultats non présentés ici) <sup>56</sup>.

### 3 Analyse des retombées à l'aide d'un modèle DSGE multi-pays.

**Cette section présente des simulations établies à l'aide d'un modèle DSGE multi-pays : le modèle EAGLE (*Euro Area and Global Economy*).** Le modèle est calibré pour les quatre principaux pays de la zone euro individuellement (Allemagne, France, Italie et Espagne), le reste de la zone euro et le reste du monde <sup>57</sup>. Comme le modèle de la Banque centrale européenne pour l'ensemble de la zone euro (*New Area-Wide Model*), le modèle EAGLE est microfondé et se caractérise par des rigidités nominales des prix et des salaires, par une accumulation de capital, et par des échanges internationaux de biens et d'obligations. Du fait de sa dimension mondiale, le modèle convient tout particulièrement pour évaluer les retombées transfrontières. Toutes les régions s'échangent entre elles des biens intermédiaires, avec des estimations de flux commerciaux bilatéraux établies à partir de moyennes historiques récentes. Les échanges internationaux d'actifs sont limités aux obligations non conditionnelles nominalement, libellées en dollars.

**La version utilisée ici contient un bloc budgétaire étendu** <sup>58</sup>. On prend comme hypothèse que les ménages retirent une utilité de la consommation d'un bien composite recouvrant des biens de consommation publics et privés. On part également de l'hypothèse que le stock de capital des administrations publiques influe sur le processus de production. En outre, dans chaque pays, la dette publique est

<sup>56</sup> Cf. Alloza (M.) *et al.* (2018) pour des résultats. Selon les estimations, les retombées dans le cas d'un pays à l'origine d'un choc sur les dépenses publiques sont plus importantes en Italie et en Espagne qu'en Allemagne, et peu significatives en France. On constate que ces retombées sont plus importantes dans le cas d'une relance par l'investissement public que par la consommation publique.

<sup>57</sup> Le modèle EAGLE (*Euro Area and Global Economy*) est un modèle d'équilibre général dynamique multi-pays de la zone euro, développé par une équipe du SEBC composée de membres du personnel de la Banque d'Italie, de la Banque du Portugal et de la BCE. Cf. Gomes (S.), Jacquinot (P.) et Pisani (M.), « *The EAGLE. A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area* », *Economic Modelling*, vol. 29, numéro 5, 2012, p. 1686-1714.

<sup>58</sup> Cf. Clancy (D.), Jacquinot (P.) et Lozej (M.), « *Government expenditure composition and fiscal policy spillovers in small open economies within a monetary union* », *Journal of Macroeconomics*, vol. 48, 2016, p. 305-326.

stabilisée au moyen d'une règle budgétaire qui entraîne l'ajustement endogène des instruments budgétaires lorsque le ratio de dette publique s'écarte de son objectif.

**Les pays membres de la zone euro ont un taux de change nominal commun et un taux d'intérêt nominal commun.** La banque centrale fixe le taux d'intérêt nominal à court terme pour la zone euro selon une règle de Taylor standard, en réagissant à la hausse des prix à la consommation et à l'activité réelle à l'échelle de la zone. Les autres régions – le reste du monde – possèdent leurs propres taux d'intérêt nominal et taux de change nominal.

**Les simulations considèrent la consommation publique et l'investissement public séparément.** Les deux sections suivantes montrent les retombées d'une relance budgétaire par les dépenses, menée sur deux ans et financée par la dette, pour deux spécifications différentes : premièrement, avec des taux d'intérêt fixés selon la règle de Taylor ; deuxièmement, avec des taux d'intérêt inchangés. Les résultats sont présentés séparément pour la relance par la consommation publique et par l'investissement public.

### 3.1 Retombées par pays d'origine du choc et par pays touché par le choc

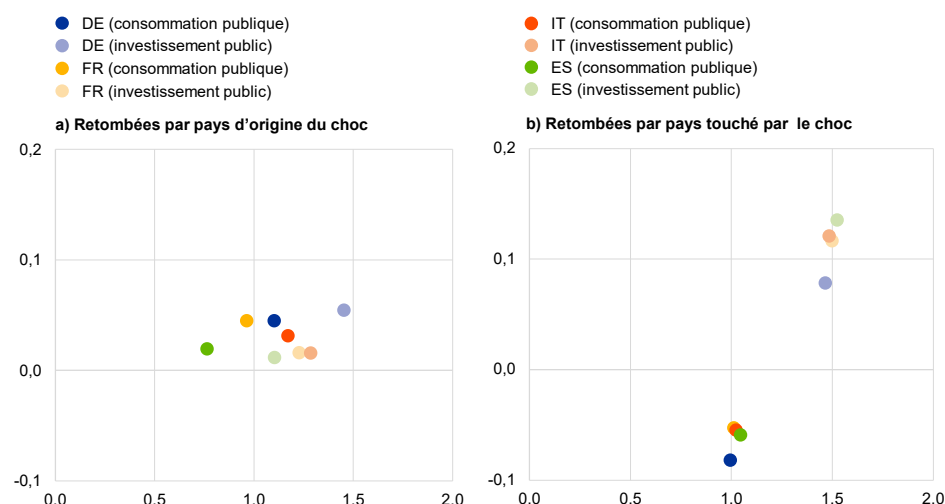
**Quand les taux d'intérêt sont régis par la règle de Taylor, les retombées par pays d'origine du choc sont positives mais faibles.** La partie gauche du graphique 2 montre les retombées sur les autres pays de la zone euro d'une relance budgétaire de 1 % du PIB nominal menée sur deux ans dans un grand pays de la zone, par l'investissement public d'une part et par la consommation publique, d'autre part <sup>59</sup>. Si on constate une hétérogénéité entre les pays, en ce qui concerne aussi bien l'effet national (axe des abscisses) que l'effet sur les autres pays (axe des ordonnées), les retombées (calculées comme le rapport entre la réaction du PIB des pays touchés et celle du PIB des pays d'origine) sont inférieures à 0,1 en moyenne au cours des deux années suivant le choc.

<sup>59</sup> Dans ce graphique ainsi que dans les simulations suivantes réalisées à partir de modèles, l'ampleur de la relance (1 % du PIB du ou des pays qui la mettent en œuvre) est choisie de manière à faciliter l'interprétation des résultats.

## Graphique 2

Simulations réalisées à partir de modèles des retombées budgétaires (avec réaction des taux d'intérêt)

(axe des abscisses : variation moyenne en % sur deux ans du PIB du (des) pays à l'origine de la relance budgétaire ; axe des ordonnées : variation moyenne en % sur deux ans du PIB du pays qui en bénéficie)



**Les retombées par pays touché par le choc sont faibles également.** La partie droite du graphique 2 montre les retombées sur un grand pays d'une relance budgétaire simultanée de 1 % du PIB sur deux ans dans les autres pays. Pour l'investissement public, les retombées sont juste au-dessus de 0,1. Pour la consommation publique, elles sont, en moyenne, légèrement négatives durant les deux premières années, principalement parce que l'effet sur la demande de la relance budgétaire est contrebalancé par l'effet de contraction qu'exerce une hausse des taux d'intérêt s'appliquant à l'ensemble des pays de l'union monétaire. La taille relative des pays est également importante : les retombées par pays touché sont légèrement plus importantes en Espagne qu'en Allemagne. Dans le premier cas, elles résultent d'une relance équivalant à 1 % du PIB dans l'ensemble des pays sauf en Espagne et, dans le second cas, d'une expansion budgétaire de 1 % du PIB dans tous les pays sauf en Allemagne.

**Les retombées par pays touché par le choc ne sont pas identiques à l'agrégation des retombées par pays d'origine du choc.** L'effet national sur la production des pays menant une politique de relance et les retombées de cette politique sur les autres pays sont plus concentrés. En effet, l'impact d'une relance simultanée sur les prix et sur l'activité économique est plus important et suscite une réaction monétaire relativement plus forte qu'une relance menée dans un seul grand pays de la zone euro.

**Quand il n'y a pas de réaction des taux d'intérêt dans la zone euro face à un choc budgétaire, les retombées par pays d'origine du choc et par pays touché sont positives et beaucoup plus importantes que dans le cas d'une politique**

**monétaire réactive.** Sans réaction des taux d'intérêt pendant deux ans, les retombées par pays d'origine du choc varient entre 0,07 pour une hausse de 1 % du PIB de la consommation publique en Espagne et 0,25 pour une même hausse de l'investissement public en Allemagne (cf. la partie gauche du graphique 3). Ces retombées sont environ six fois plus élevées que dans le cas d'une réaction des taux d'intérêt. On peut observer une augmentation tout aussi importante des retombées lorsque le pays est touché par un choc d'investissement (cf. la partie droite du graphique 3). La sensibilité des retombées sur la France, l'Italie et l'Espagne à la réaction des taux d'intérêt est encore plus élevée dans le cas d'une relance par la consommation publique, leur valeur passant d'un niveau négatif à plus de 1 <sup>60</sup>.

**Les simulations réalisées à partir de modèles confirment dans une large mesure les estimations empiriques présentées ci-dessus.** Lorsque les taux d'intérêt réagissent, les retombées sont généralement positives mais faibles, et elles sont plus importantes dans le cas d'une relance par l'investissement que par la consommation. Lorsqu'on compare les simulations réalisées à partir de modèles avec les estimations empiriques des retombées par pays touché, il convient de prendre en compte le fait que les estimations empiriques sont réalisées à partir de données couvrant des régimes de politique monétaire différents et en l'absence de coordination des politiques budgétaires (à l'exception de la période 2009-2010 durant la crise). Les retombées empiriques relativement élevées pour l'Allemagne lorsqu'elle reçoit le choc reflètent probablement en partie le fait que les épisodes de relance budgétaire dans les autres grands pays de la zone euro se sont moins souvent traduits par une hausse des taux d'intérêt, en raison de l'ancrage de leur taux de change au Deutschemark avant l'UEM ou de leur plus faible poids dans l'économie de la zone euro depuis l'introduction d'une politique monétaire commune.

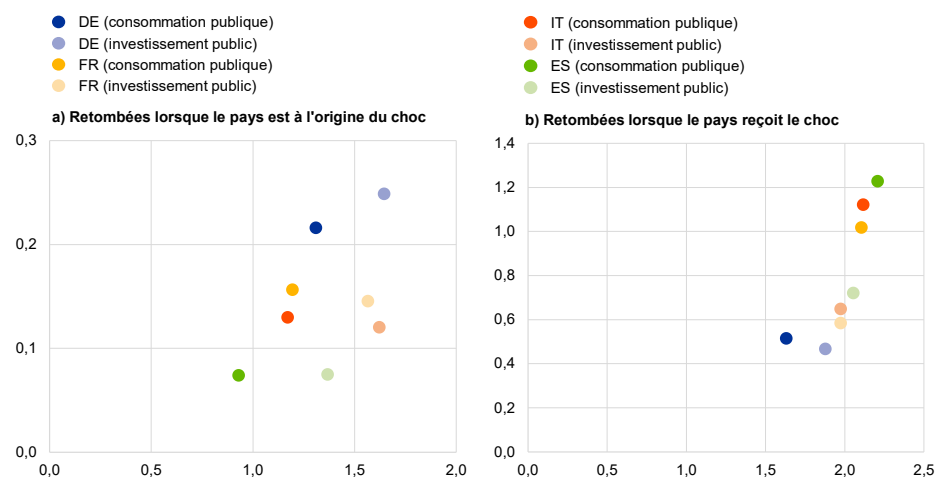
---

<sup>60</sup> L'exercice est limité aux chocs budgétaires et ne prend pas en compte les autres chocs aboutissant à une *forward guidance*, tels que la faiblesse de la demande privée et l'accès limité des ménages et des entreprises au crédit après une crise économique. Dans une perspective à plus long terme, on peut généralement s'attendre à ce qu'une hausse de l'investissement public contribue davantage à la capacité productive de l'économie qu'une augmentation de la consommation publique. Pour une discussion sur la qualité des finances publiques, cf. l'article intitulé « [La composition des finances publiques dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, numéro 5, BCE, 2017.

### Graphique 3

#### Simulations des retombées budgétaires réalisées à partir de modèles (sans réaction des taux d'intérêt)

(axe des abscisses : variation moyenne en % sur deux ans du PIB du (des) pays à l'origine de la relance budgétaire ; axe des ordonnées : variation moyenne en % sur deux ans du PIB du pays qui en bénéficie)



Source : Modèle EAGLE.

Notes : La partie gauche montre les retombées par pays d'origine du choc, c'est-à-dire l'impact qu'une hausse de 1 % du PIB sur deux ans de la consommation publique ou de l'investissement public dans un pays exerce sur sa propre production (axe des abscisses) et sur celle des autres pays (axe des ordonnées). La partie droite montre les retombées par pays touché par le choc, c'est-à-dire l'impact qu'une hausse simultanée de 1 % du PIB sur deux ans de la consommation publique ou de l'investissement public dans tous les pays sauf un exerce sur la production de ces pays (axe des abscisses) et sur celle du pays qui reçoit le choc (axe des ordonnées).

### 3.2 Analyse de sensibilité

#### Les modèles structurels sont sensibles aux hypothèses concernant l'évolution future de la politique monétaire.

Les simulations ci-dessus sont réalisées en prenant comme hypothèses que la prévision est parfaite et que les marchés financiers sont achevés. Ces hypothèses impliquent que l'autorité monétaire, les entreprises et les ménages sont tous informés et capables de s'ajuster complètement aux modifications futures des orientations de politique monétaire et budgétaire. Du fait de ces caractéristiques, les modèles structurels sont réputés très sensibles à l'annonce des taux d'intérêt futurs, ce que la littérature théorique désigne par le terme d'« énigme de la *forward guidance* » (*forward guidance puzzle*)<sup>61</sup>.

#### Les retombées sont également affectées par l'énigme de la *forward guidance*.

La sensibilité aux taux d'intérêt futurs ne s'applique pas uniquement à l'effet national d'une relance budgétaire mais également au ratio de propagation – le rapport entre la variation moyenne en pourcentage du PIB du pays touché et la variation en pourcentage du PIB du pays menant une politique de relance. Une illustration de la relance par l'investissement public en Allemagne montre que le ratio de propagation augmente plus que proportionnellement lorsque la trajectoire annoncée des taux d'intérêt futurs est prolongée d'une année (cf. graphique 4). L'effet devient beaucoup

<sup>61</sup> « Les modèles monétaires classiques impliquent que la *forward guidance* pour un futur lointain est extrêmement puissante : les promesses concernant la trajectoire des taux d'intérêt dans un futur lointain ont de très gros effets sur les données économiques actuelles, et ces effets augmentent avec l'horizon de la *forward guidance* » : McKay (A.), Nakamura (E.) et Steinsson (J.), « *The Power of Forward Guidance Revisited* », *American Economic Review*, vol. 106, n° 10, 2016, p. 3133-58.

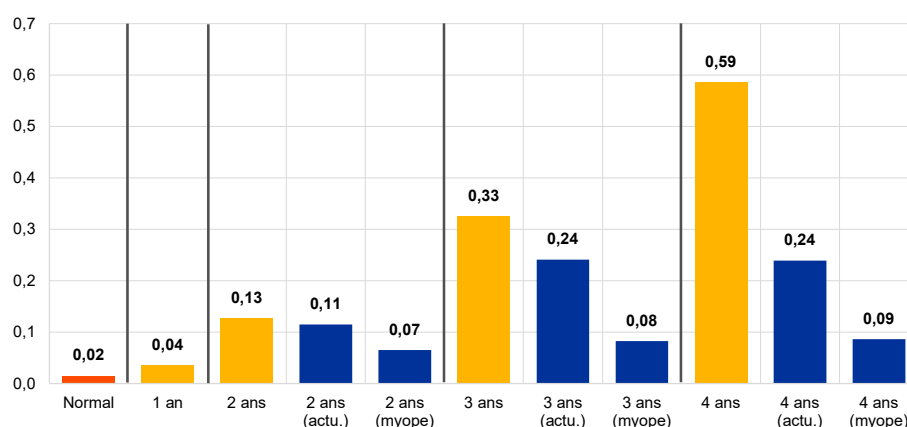
plus faible lorsque la trajectoire du taux d'intérêt est modélisée sous la forme d'une série d'annonces sur un an (barres présentant la mention « myopes ») ou lorsque les ménages et les entreprises du modèle actualisent l'impact futur du taux d'intérêt réel attendu sur les décisions actuelles de consommation et d'investissement (barres présentant la mention « actu. ») <sup>62</sup>. Cette analyse de sensibilité suggère que l'ampleur des retombées dans le cadre d'une trajectoire attendue de taux d'intérêt inchangés, comme le montre la section 3.2 et comme on le trouve dans la littérature, doit être considérée comme une limite supérieure.

#### Graphique 4

Simulations des retombées budgétaires réalisées à partir de modèles (avec différentes règles de politique monétaire)

**Ratios de propagation à d'autres pays de la zone euro pour une hausse de l'investissement public en Allemagne**

(variation en % du PIB du pays bénéficiaire sous forme de ratio de la variation en % du PIB allemand)



Source : Modèle EAGLE.

Notes : Le graphique présente les ratios de propagation moyens sur quatre ans d'une hausse de 1 % du PIB sur quatre ans de l'investissement public en Allemagne, avec différentes règles de politique monétaire : avec des taux d'intérêt réactifs (barre portant la mention « normal ») et avec aucune modification attendue des taux d'intérêt sur différents horizons (barres indiquant le nombre d'années durant lesquelles il n'y a pas de réaction des taux d'intérêt). Les taux d'intérêt inchangés attendus sont modélisés sous la forme d'une annonce ponctuelle (barre jaune), d'une série d'annonces sur un an (barres portant la mention « myope »), ou d'une annonce ponctuelle avec actualisation par les ménages et les entreprises de l'impact futur du taux d'intérêt réel sur les décisions actuelles de consommation et d'investissement (barres portant la mention « actu. »).

## 4 Conclusion

**Cet article analyse les principaux canaux de transmission des retombées des politiques budgétaires nationales sur les autres pays au sein d'une union monétaire.** Les estimations établies à partir d'une nouvelle série de données confirment les conclusions d'études antérieures selon lesquelles les mesures budgétaires peuvent avoir des retombées positives parmi les principaux pays de la zone euro. Les mesures liées aux dépenses dans un des quatre principaux pays de la zone ont généralement des retombées positives mais faibles sur la production dans les trois autres pays. Cet effet peut devenir plus important si un plus grand nombre de pays prend simultanément des mesures budgétaires.

<sup>62</sup> Cf. McKay (A.), Nakamura (E.) et Steinsson (J.), « *The Discounted Euler Equation: A Note* », *Economica*, vol. 84, n° 336, 2017, p. 820-831.

**La faible ampleur des retombées budgétaires plaide en faveur d'une capacité budgétaire centrale.** La réaction des taux d'intérêt est un important déterminant de l'ampleur des retombées. Une illustration à l'aide de la règle de Taylor montre que les retombées sont faibles en cas de réaction des taux d'intérêt à l'évolution de l'inflation et de la production résultant de la politique budgétaire, mais les effets sont amplifiés s'il n'y a pas de réaction prévue des taux d'intérêt à un choc budgétaire. Cela plaide en faveur de la mise en œuvre, dans les pays faisant partie d'une union monétaire, de politiques budgétaires contracycliques durant les périodes favorables, afin de constituer des réserves budgétaires et une situation budgétaire solide qui puissent servir à stabiliser l'économie durant les phases de ralentissement. En outre, le fait que les retombées budgétaires soient généralement faibles suggère également qu'une capacité budgétaire centrale peut être un mécanisme important pour renforcer les effets domestiques de la politique budgétaire.

# Statistiques

## Table des matières

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

## Informations complémentaires

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

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

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

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

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

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

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

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

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

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

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

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

## Conventions utilisées dans les tableaux

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

# 1 Environnement extérieur

## 1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

|              | PIB <sup>1)</sup><br>(variations en pourcentage d'une période sur l'autre) |            |             |       |       |                          | IPC<br>(variations annuelles en pourcentage) |                                       |            |                    |       |       |                                               |
|--------------|----------------------------------------------------------------------------|------------|-------------|-------|-------|--------------------------|----------------------------------------------|---------------------------------------|------------|--------------------|-------|-------|-----------------------------------------------|
|              | G20                                                                        | États-Unis | Royaume-Uni | Japon | Chine | Pour mémoire : zone euro | Pays de l'OCDE                               |                                       | États-Unis | Royaume-Uni (IPCH) | Japon | Chine | Pour mémoire : zone euro <sup>2)</sup> (IPCH) |
|              |                                                                            |            |             |       |       |                          | Total                                        | Hors produits alimentaires et énergie |            |                    |       |       |                                               |
|              | 1                                                                          | 2          | 3           | 4     | 5     | 6                        | 7                                            | 8                                     | 9          | 10                 | 11    | 12    | 13                                            |
| 2016         | 3,2                                                                        | 1,6        | 1,8         | 0,6   | 6,7   | 2,0                      | 1,6                                          | 1,8                                   | 1,3        | 0,7                | -0,1  | 2,0   | 0,2                                           |
| 2017         | 3,8                                                                        | 2,2        | 1,8         | 1,9   | 6,9   | 2,4                      | 2,3                                          | 1,8                                   | 2,1        | 2,7                | 0,5   | 1,6   | 1,5                                           |
| 2018         | .                                                                          | .          | .           | .     | .     | .                        | .                                            | .                                     | 2,4        | 2,5                | 1,0   | .     | 1,7                                           |
| 2017 T4      | 0,9                                                                        | 0,6        | 0,4         | 0,4   | 1,5   | 0,7                      | 2,3                                          | 1,9                                   | 2,1        | 3,0                | 0,6   | 1,8   | 1,4                                           |
| 2018 T1      | 0,9                                                                        | 0,5        | 0,1         | -0,3  | 1,5   | 0,4                      | 2,2                                          | 1,9                                   | 2,2        | 2,7                | 1,3   | 2,2   | 1,3                                           |
| T2           | 1,0                                                                        | 1,0        | 0,4         | 0,7   | 1,7   | 0,4                      | 2,5                                          | 2,0                                   | 2,7        | 2,4                | 0,7   | 1,8   | 1,7                                           |
| T3           | 0,8                                                                        | 0,8        | 0,6         | -0,6  | 1,6   | 0,2                      | 2,9                                          | 2,2                                   | 2,6        | 2,5                | 1,1   | 2,3   | 2,1                                           |
| 2018 Juillet | —                                                                          | —          | —           | —     | —     | —                        | 2,9                                          | 2,1                                   | 2,9        | 2,5                | 0,9   | 2,1   | 2,1                                           |
| Août         | —                                                                          | —          | —           | —     | —     | —                        | 2,9                                          | 2,1                                   | 2,7        | 2,7                | 1,3   | 2,3   | 2,0                                           |
| Sept.        | —                                                                          | —          | —           | —     | —     | —                        | 2,9                                          | 2,3                                   | 2,3        | 2,4                | 1,2   | 2,5   | 2,1                                           |
| Octobre      | —                                                                          | —          | —           | —     | —     | —                        | 3,1                                          | 2,3                                   | 2,5        | 2,4                | 1,4   | 2,5   | 2,2                                           |
| Nov.         | —                                                                          | —          | —           | —     | —     | —                        | 2,7                                          | 2,2                                   | 2,2        | 2,3                | 0,8   | 2,2   | 1,9                                           |
| Déc.         | —                                                                          | —          | —           | —     | —     | —                        | .                                            | .                                     | 1,9        | 2,1                | 0,3   | 1,9   | 1,6                                           |

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 <sup>1)</sup> |                    |                                |
|--------------|---------------------------------------------------------------------|------------|-------------|-------|-------|--------------------------|-----------------------------------------------------|----------|-------------------------------------|--------------------------------------------|--------------------|--------------------------------|
|              | Indice composite des directeurs d'achat                             |            |             |       |       |                          | Indice mondial des directeurs d'achat <sup>2)</sup> |          |                                     | Mondiales                                  | Économies avancées | Économies de marché émergentes |
|              | Mondial <sup>2)</sup>                                               | États-Unis | Royaume-Uni | Japon | Chine | Pour mémoire : zone euro | Secteur manufacturier                               | Services | Nouvelles commandes à l'exportation |                                            |                    |                                |
|              | 1                                                                   | 2          | 3           | 4     | 5     | 6                        | 7                                                   | 8        | 9                                   | 10                                         | 11                 | 12                             |
| 2016         | 51,6                                                                | 52,4       | 53,4        | 50,5  | 51,4  | 53,3                     | 51,8                                                | 52,0     | 50,2                                | 1,2                                        | 1,4                | 1,1                            |
| 2017         | 53,3                                                                | 54,3       | 54,7        | 52,5  | 51,8  | 56,4                     | 53,9                                                | 53,8     | 52,8                                | 5,6                                        | 3,1                | 7,3                            |
| 2018         | 53,4                                                                | 55,0       | 53,3        | 52,1  | 52,3  | 54,6                     | 53,2                                                | 53,8     | 50,9                                | .                                          | .                  | .                              |
| 2018 T1      | 53,6                                                                | 54,6       | 53,4        | 52,1  | 53,0  | 57,0                     | 53,8                                                | 53,5     | 52,4                                | 1,2                                        | 0,6                | 1,6                            |
| T2           | 53,9                                                                | 55,9       | 54,3        | 52,3  | 52,5  | 54,7                     | 53,2                                                | 54,2     | 50,3                                | 0,0                                        | -0,8               | 0,5                            |
| T3           | 53,1                                                                | 54,8       | 53,9        | 51,5  | 52,1  | 54,3                     | 52,6                                                | 53,2     | 49,8                                | 1,9                                        | 0,8                | 2,6                            |
| T4           | 53,2                                                                | 54,7       | 51,5        | 52,3  | 51,5  | 52,3                     | 52,0                                                | 53,6     | 49,9                                | .                                          | .                  | .                              |
| 2018 Juillet | 53,6                                                                | 55,7       | 53,5        | 51,8  | 52,3  | 54,3                     | 52,7                                                | 53,9     | 50,0                                | 1,2                                        | -0,4               | 2,2                            |
| Août         | 53,2                                                                | 54,7       | 54,2        | 52,0  | 52,0  | 54,5                     | 53,0                                                | 53,3     | 49,9                                | 1,5                                        | 0,2                | 2,3                            |
| Sept.        | 52,5                                                                | 53,9       | 54,1        | 50,7  | 52,1  | 54,1                     | 52,3                                                | 52,5     | 49,6                                | 1,9                                        | 0,8                | 2,6                            |
| Octobre      | 53,0                                                                | 54,9       | 52,1        | 52,5  | 50,5  | 53,1                     | 51,9                                                | 53,4     | 50,0                                | 1,3                                        | 1,4                | 1,2                            |
| Nov.         | 53,4                                                                | 54,7       | 50,8        | 52,4  | 51,9  | 52,7                     | 52,1                                                | 53,8     | 49,9                                | .                                          | .                  | .                              |
| Déc.         | 53,2                                                                | 54,4       | 51,4        | 52,0  | 52,2  | 51,1                     | 52,0                                                | 53,5     | 49,8                                | .                                          | .                  | .                              |

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

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

2) Hors zone euro.

## 2 Évolutions financières

### 2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; valeurs moyennes sur la période)

|           | Zone euro <sup>1)</sup> |                              |                              |                              |                               | États-Unis                 | Japon                      |
|-----------|-------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|----------------------------|----------------------------|
|           | Dépôts à vue<br>(Eonia) | Dépôts à 1 mois<br>(Euribor) | Dépôts à 3 mois<br>(Euribor) | Dépôts à 6 mois<br>(Euribor) | Dépôts à 12 mois<br>(Euribor) | Dépôts à 3 mois<br>(Libor) | Dépôts à 3 mois<br>(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                         | 2,30                       | -0,05                      |
| 2018 Juin | -0,36                   | -0,37                        | -0,32                        | -0,27                        | -0,18                         | 2,33                       | -0,04                      |
| Juillet   | -0,36                   | -0,37                        | -0,32                        | -0,27                        | -0,18                         | 2,34                       | -0,04                      |
| Août      | -0,36                   | -0,37                        | -0,32                        | -0,27                        | -0,17                         | 2,32                       | -0,04                      |
| Septembre | -0,36                   | -0,37                        | -0,32                        | -0,27                        | -0,17                         | 2,35                       | -0,04                      |
| Octobre   | -0,37                   | -0,37                        | -0,32                        | -0,26                        | -0,15                         | 2,46                       | -0,08                      |
| Novembre  | -0,36                   | -0,37                        | -0,32                        | -0,26                        | -0,15                         | 2,65                       | -0,10                      |
| Décembre  | -0,36                   | -0,37                        | -0,31                        | -0,24                        | -0,13                         | 2,79                       | -0,10                      |

Source : BCE.

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

### 2.2 Courbes des rendements

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

|           | Taux au comptant            |       |       |       |        | Écarts de taux              |             |             | Taux à terme instantanés    |       |       |        |
|-----------|-----------------------------|-------|-------|-------|--------|-----------------------------|-------------|-------------|-----------------------------|-------|-------|--------|
|           | Zone euro <sup>1), 2)</sup> |       |       |       |        | Zone euro <sup>1), 2)</sup> | États-Unis  | Royaume-Uni | Zone euro <sup>1), 2)</sup> |       |       |        |
|           | 3 mois                      | 1 an  | 2 ans | 5 ans | 10 ans | 10 ans-1 an                 | 10 ans-1 an | 10 ans-1 an | 1 an                        | 2 ans | 5 ans | 10 ans |
|           | 1                           | 2     | 3     | 4     | 5      | 6                           | 7           | 8           | 9                           | 10    | 11    | 12     |
| 2016      | -0,93                       | -0,82 | -0,80 | -0,47 | 0,26   | 1,08                        | 1,63        | 1,17        | -0,78                       | -0,75 | 0,35  | 1,35   |
| 2017      | -0,78                       | -0,74 | -0,64 | -0,17 | 0,52   | 1,26                        | 0,67        | 0,83        | -0,66                       | -0,39 | 0,66  | 1,56   |
| 2018      | -0,80                       | -0,75 | -0,66 | -0,26 | 0,32   | 1,07                        | 0,13        | 0,52        | -0,67                       | -0,45 | 0,44  | 1,17   |
| 2018 Juin | -0,62                       | -0,71 | -0,68 | -0,26 | 0,38   | 1,09                        | 0,54        | 0,60        | -0,75                       | -0,52 | 0,53  | 1,31   |
| Juillet   | -0,62                       | -0,65 | -0,59 | -0,16 | 0,46   | 1,11                        | 0,54        | 0,60        | -0,64                       | -0,39 | 0,61  | 1,36   |
| Août      | -0,63                       | -0,67 | -0,63 | -0,23 | 0,37   | 1,04                        | 0,41        | 0,71        | -0,68                       | -0,46 | 0,50  | 1,28   |
| Septembre | -0,62                       | -0,63 | -0,55 | -0,09 | 0,51   | 1,14                        | 0,49        | 0,77        | -0,59                       | -0,31 | 0,68  | 1,36   |
| Octobre   | -0,75                       | -0,73 | -0,63 | -0,17 | 0,43   | 1,17                        | 0,48        | 0,67        | -0,66                       | -0,37 | 0,60  | 1,31   |
| Novembre  | -0,67                       | -0,70 | -0,64 | -0,23 | 0,37   | 1,06                        | 0,30        | 0,57        | -0,68                       | -0,45 | 0,50  | 1,28   |
| Décembre  | -0,80                       | -0,75 | -0,66 | -0,26 | 0,32   | 1,07                        | 0,13        | 0,52        | -0,67                       | -0,45 | 0,44  | 1,17   |

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 | Standard & Poor's 500 | Nikkei 225 |
|           | 1                           | 2       | 3                   | 4                          | 5                     | 6              | 7       | 8         | 9           | 10                  | 11                 | 12    | 13                    | 14         |
| 2016      | 321,6                       | 3 003,7 | 620,7               | 250,9                      | 600,1                 | 278,9          | 148,7   | 496,0     | 375,8       | 248,6               | 326,9              | 770,9 | 2 094,7               | 16 920,5   |
| 2017      | 376,9                       | 3 491,0 | 757,3               | 268,6                      | 690,4                 | 307,9          | 182,3   | 605,5     | 468,4       | 272,7               | 339,2              | 876,3 | 2 449,1               | 20 209,0   |
| 2018      | 375,5                       | 3 386,6 | 766,3               | 264,9                      | 697,3                 | 336,0          | 173,1   | 629,5     | 502,5       | 278,8               | 292,9              | 800,5 | 2 746,2               | 22 310,7   |
| 2018 Juin | 383,4                       | 3 442,8 | 797,5               | 273,1                      | 719,5                 | 346,7          | 169,0   | 647,2     | 543,6       | 279,9               | 290,9              | 828,1 | 2 754,4               | 22 562,9   |
| Juillet   | 383,8                       | 3 460,9 | 793,5               | 273,8                      | 711,4                 | 353,1          | 169,4   | 647,6     | 536,6       | 287,9               | 291,0              | 838,8 | 2 793,6               | 22 309,1   |
| Août      | 382,5                       | 3 436,8 | 785,2               | 273,0                      | 711,6                 | 357,5          | 167,9   | 653,3     | 529,4       | 282,1               | 288,7              | 834,2 | 2 857,8               | 22 494,1   |
| Sept.     | 376,4                       | 3 365,2 | 779,9               | 265,1                      | 692,5                 | 356,4          | 168,0   | 649,7     | 511,7       | 278,1               | 274,6              | 807,2 | 2 901,5               | 23 159,3   |
| Octobre   | 359,0                       | 3 244,5 | 733,7               | 253,2                      | 657,3                 | 349,6          | 160,1   | 607,6     | 483,0       | 269,0               | 277,7              | 783,7 | 2 785,5               | 22 690,8   |
| Nov.      | 351,3                       | 3 186,4 | 692,3               | 258,1                      | 649,3                 | 328,6          | 157,2   | 589,4     | 459,6       | 277,1               | 293,9              | 757,5 | 2 723,2               | 21 967,9   |
| Déc.      | 335,2                       | 3 057,8 | 646,7               | 247,8                      | 624,8                 | 311,8          | 146,9   | 556,0     | 441,5       | 283,5               | 296,3              | 719,4 | 2 567,3               | 21 032,4   |

Source : BCE.

## 2 Évolutions financières

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

|      |                         | Dépôts |                                     |               |         | Crédits renouvelables et découverts | Prorogations de crédit sur carte | Prêts à la consommation                  |        |                   | Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes | Prêts au logement                        |                     |          |      |                   | Indicateur composite du coût d'emprunt |
|------|-------------------------|--------|-------------------------------------|---------------|---------|-------------------------------------|----------------------------------|------------------------------------------|--------|-------------------|------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|---------------------|----------|------|-------------------|----------------------------------------|
|      |                         | À vue  | Remboursables avec préavis ≤ 3 mois | D'une durée : |         |                                     |                                  | Par période de fixation initiale du taux |        | TAE <sup>3)</sup> |                                                                  | Par période de fixation initiale du taux |                     |          |      | TAE <sup>3)</sup> |                                        |
|      |                         |        |                                     | ≤ 2 ans       | > 2 ans |                                     |                                  | Taux variable et période ≤ 1 an          | > 1 an |                   |                                                                  | > 1 an et ≤ 5 ans                        | > 5 ans et ≤ 10 ans | > 10 ans |      |                   |                                        |
|      |                         |        |                                     |               |         |                                     |                                  |                                          |        |                   |                                                                  |                                          |                     |          | 1    |                   |                                        |
| 2017 | Décembre                | 0,04   | 0,44                                | 0,34          | 0,73    | 6,09                                | 16,86                            | 4,47                                     | 5,39   | 5,80              | 2,31                                                             | 1,68                                     | 1,86                | 1,92     | 1,87 | 2,15              | 1,83                                   |
| 2018 | Janvier                 | 0,04   | 0,44                                | 0,36          | 0,69    | 6,16                                | 16,92                            | 5,02                                     | 5,83   | 6,28              | 2,30                                                             | 1,67                                     | 1,87                | 1,91     | 1,90 | 2,14              | 1,84                                   |
|      | Février                 | 0,04   | 0,44                                | 0,34          | 0,69    | 6,19                                | 16,88                            | 4,72                                     | 5,70   | 6,19              | 2,37                                                             | 1,64                                     | 1,88                | 1,93     | 1,91 | 2,14              | 1,84                                   |
|      | Mars                    | 0,04   | 0,45                                | 0,35          | 0,67    | 6,14                                | 16,89                            | 4,71                                     | 5,57   | 6,05              | 2,34                                                             | 1,63                                     | 1,84                | 1,95     | 1,91 | 2,14              | 1,84                                   |
|      | Avril                   | 0,04   | 0,45                                | 0,34          | 0,61    | 6,12                                | 16,87                            | 4,95                                     | 5,67   | 6,15              | 2,36                                                             | 1,62                                     | 1,85                | 1,96     | 1,90 | 2,13              | 1,83                                   |
|      | Mai                     | 0,04   | 0,46                                | 0,34          | 0,57    | 6,10                                | 16,89                            | 4,83                                     | 5,88   | 6,39              | 2,39                                                             | 1,58                                     | 1,85                | 1,97     | 1,90 | 2,13              | 1,83                                   |
|      | Juin                    | 0,03   | 0,46                                | 0,33          | 0,63    | 6,04                                | 16,84                            | 4,47                                     | 5,64   | 6,10              | 2,31                                                             | 1,60                                     | 1,81                | 1,97     | 1,88 | 2,12              | 1,82                                   |
|      | Juillet                 | 0,03   | 0,45                                | 0,33          | 0,63    | 6,01                                | 16,80                            | 4,85                                     | 5,75   | 6,22              | 2,40                                                             | 1,63                                     | 1,83                | 1,93     | 1,85 | 2,12              | 1,81                                   |
|      | Août                    | 0,03   | 0,45                                | 0,30          | 0,63    | 6,02                                | 16,78                            | 5,44                                     | 5,88   | 6,41              | 2,39                                                             | 1,63                                     | 1,83                | 1,92     | 1,85 | 2,12              | 1,81                                   |
|      | Septembre               | 0,03   | 0,45                                | 0,30          | 0,69    | 6,05                                | 16,71                            | 5,30                                     | 5,74   | 6,27              | 2,37                                                             | 1,60                                     | 1,82                | 1,91     | 1,85 | 2,09              | 1,79                                   |
|      | Octobre                 | 0,03   | 0,45                                | 0,29          | 0,73    | 5,98                                | 16,73                            | 5,06                                     | 5,72   | 6,23              | 2,45                                                             | 1,60                                     | 1,80                | 1,91     | 1,86 | 2,09              | 1,80                                   |
|      | Novembre <sup>(p)</sup> | 0,03   | 0,44                                | 0,29          | 0,74    | 5,93                                | 16,54                            | 4,93                                     | 5,68   | 6,18              | 2,38                                                             | 1,60                                     | 1,85                | 1,94     | 1,88 | 2,11              | 1,81                                   |

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAE<sup>3)</sup>).

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

|                         |           | Dépôts |               |         | Crédits<br>renou-<br>velables<br><br>et<br>décou-<br>verts | Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux |                          |        |                                              |                          |        |                                              |                          |        | Indicateur<br>com-<br>posite<br>du coût<br>d'em-<br>prunt |
|-------------------------|-----------|--------|---------------|---------|------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|--------------------------|--------|----------------------------------------------|--------------------------|--------|----------------------------------------------|--------------------------|--------|-----------------------------------------------------------|
|                         |           | À vue  | D'une durée : |         |                                                            | ≤ 250 000 euros                                                      |                          |        | > 250 000 euros<br>et ≤ 1 million            |                          |        | > 1 million d'euros                          |                          |        |                                                           |
|                         |           |        | ≤ 2 ans       | > 2 ans |                                                            | Taux va-<br>riable et<br>période<br>≤ 3 mois                         | > 3 mois<br>et<br>≤ 1 an | > 1 an | Taux va-<br>riable et<br>période<br>≤ 3 mois | > 3 mois<br>et<br>≤ 1 an | > 1 an | Taux va-<br>riable et<br>période<br>≤ 3 mois | > 3 mois<br>et<br>≤ 1 an | > 1 an |                                                           |
|                         |           | 1      | 2             | 3       | 4                                                          | 5                                                                    | 6                        | 7      | 8                                            | 9                        | 10     | 11                                           | 12                       | 13     | 14                                                        |
| 2017                    | Décembre  | 0,04   | 0,06          | 0,32    | 2,35                                                       | 2,40                                                                 | 2,46                     | 2,31   | 1,70                                         | 1,67                     | 1,71   | 1,34                                         | 1,28                     | 1,53   | 1,71                                                      |
| 2018                    | Janvier   | 0,04   | 0,05          | 0,39    | 2,35                                                       | 2,39                                                                 | 2,52                     | 2,33   | 1,65                                         | 1,61                     | 1,72   | 1,12                                         | 1,37                     | 1,60   | 1,67                                                      |
|                         | Février   | 0,04   | 0,09          | 0,43    | 2,36                                                       | 2,37                                                                 | 2,48                     | 2,33   | 1,66                                         | 1,62                     | 1,74   | 1,18                                         | 1,34                     | 1,64   | 1,70                                                      |
|                         | Mars      | 0,04   | 0,08          | 0,40    | 2,33                                                       | 2,39                                                                 | 2,53                     | 2,34   | 1,67                                         | 1,61                     | 1,70   | 1,26                                         | 1,39                     | 1,66   | 1,73                                                      |
|                         | Avril     | 0,04   | 0,06          | 0,31    | 2,32                                                       | 2,36                                                                 | 2,42                     | 2,33   | 1,67                                         | 1,61                     | 1,74   | 1,23                                         | 1,29                     | 1,65   | 1,70                                                      |
|                         | Mai       | 0,03   | 0,08          | 0,43    | 2,28                                                       | 2,31                                                                 | 2,47                     | 2,37   | 1,65                                         | 1,61                     | 1,74   | 1,08                                         | 1,22                     | 1,65   | 1,62                                                      |
|                         | Juin      | 0,04   | 0,07          | 0,74    | 2,29                                                       | 2,27                                                                 | 2,44                     | 2,31   | 1,64                                         | 1,56                     | 1,70   | 1,21                                         | 1,33                     | 1,70   | 1,68                                                      |
|                         | Juillet   | 0,03   | 0,08          | 0,38    | 2,27                                                       | 2,16                                                                 | 2,41                     | 2,28   | 1,67                                         | 1,59                     | 1,68   | 1,14                                         | 1,30                     | 1,66   | 1,63                                                      |
|                         | Août      | 0,03   | 0,08          | 0,60    | 2,25                                                       | 2,21                                                                 | 2,42                     | 2,35   | 1,66                                         | 1,63                     | 1,74   | 1,10                                         | 1,27                     | 1,69   | 1,64                                                      |
|                         | Septembre | 0,03   | 0,09          | 0,44    | 2,22                                                       | 2,21                                                                 | 2,34                     | 2,32   | 1,65                                         | 1,54                     | 1,69   | 1,12                                         | 1,40                     | 1,69   | 1,65                                                      |
|                         | Octobre   | 0,03   | 0,08          | 0,52    | 2,21                                                       | 2,14                                                                 | 2,42                     | 2,33   | 1,65                                         | 1,60                     | 1,70   | 1,23                                         | 1,10                     | 1,66   | 1,64                                                      |
| Novembre <sup>(p)</sup> | 0,03      | 0,07   | 0,63          | 2,18    | 2,20                                                       | 2,40                                                                 | 2,34                     | 1,67   | 1,61                                         | 1,69                     | 1,20   | 1,36                                         | 1,68                     | 1,66   |                                                           |

Source : BCE.

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

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

## 2 Évolutions financières

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

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

|             |           | Encours |                                           |                                                          |                                   |                                     |                                 |       | Émissions brutes <sup>1)</sup>            |                                             |                                                          |                                   |                                     |                                 |                                             |
|-------------|-----------|---------|-------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------|-------|-------------------------------------------|---------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------|---------------------------------------------|
|             |           | Total   | IFM<br>(y<br>compris<br>Euro-<br>système) | Sociétés autres que les IFM                              |                                   | Administrations<br>publiques        |                                 | Total | IFM<br>(y<br>compris<br>Euro-<br>système) | Sociétés autres que les IFM                 |                                                          | Administrations<br>publiques      |                                     |                                 |                                             |
|             |           |         |                                           | Sociétés<br>finan-<br>cières<br>autres<br>que les<br>IFM | Véhi-<br>cules<br>finan-<br>ciers | Sociétés<br>non<br>finan-<br>cières | Adminis-<br>tration<br>centrale |       |                                           | Autres<br>admi-<br>nistrations<br>publiques | Sociétés<br>finan-<br>cières<br>autres<br>que les<br>IFM | Véhi-<br>cules<br>finan-<br>ciers | Sociétés<br>non<br>finan-<br>cières | Adminis-<br>tration<br>centrale | Autres<br>admi-<br>nistrations<br>publiques |
|             |           |         |                                           |                                                          |                                   |                                     |                                 |       |                                           |                                             |                                                          |                                   |                                     |                                 |                                             |
|             |           | 1       | 2                                         | 3                                                        | 4                                 | 5                                   | 6                               | 7     | 8                                         | 9                                           | 10                                                       | 11                                | 12                                  | 13                              | 14                                          |
| Court terme |           |         |                                           |                                                          |                                   |                                     |                                 |       |                                           |                                             |                                                          |                                   |                                     |                                 |                                             |
| 2015        |           | 1 269   | 517                                       | 147                                                      | .                                 | 62                                  | 478                             | 65    | 347                                       | 161                                         | 37                                                       | .                                 | 33                                  | 82                              | 34                                          |
| 2016        |           | 1 241   | 518                                       | 136                                                      | .                                 | 59                                  | 466                             | 62    | 349                                       | 161                                         | 45                                                       | .                                 | 31                                  | 79                              | 33                                          |
| 2017        |           | 1 241   | 519                                       | 156                                                      | .                                 | 70                                  | 438                             | 57    | 368                                       | 167                                         | 55                                                       | .                                 | 37                                  | 79                              | 31                                          |
| 2018        | Juin      | 1 307   | 523                                       | 177                                                      | .                                 | 90                                  | 458                             | 59    | 388                                       | 157                                         | 71                                                       | .                                 | 43                                  | 82                              | 36                                          |
|             | Juillet   | 1 313   | 526                                       | 178                                                      | .                                 | 96                                  | 453                             | 60    | 436                                       | 191                                         | 77                                                       | .                                 | 48                                  | 79                              | 42                                          |
|             | Août      | 1 311   | 525                                       | 178                                                      | .                                 | 95                                  | 447                             | 65    | 408                                       | 201                                         | 61                                                       | .                                 | 31                                  | 82                              | 33                                          |
|             | Septembre | 1 295   | 531                                       | 179                                                      | .                                 | 89                                  | 444                             | 52    | 378                                       | 164                                         | 73                                                       | .                                 | 42                                  | 72                              | 28                                          |
|             | Octobre   | 1 280   | 525                                       | 171                                                      | .                                 | 92                                  | 439                             | 54    | 411                                       | 183                                         | 66                                                       | .                                 | 46                                  | 77                              | 38                                          |
|             | Novembre  | 1 271   | 517                                       | 167                                                      | .                                 | 89                                  | 445                             | 52    | 353                                       | 154                                         | 58                                                       | .                                 | 36                                  | 74                              | 31                                          |
| Long terme  |           |         |                                           |                                                          |                                   |                                     |                                 |       |                                           |                                             |                                                          |                                   |                                     |                                 |                                             |
| 2015        |           | 15 250  | 3 786                                     | 3 244                                                    | .                                 | 1 102                               | 6 481                           | 637   | 215                                       | 68                                          | 45                                                       | .                                 | 14                                  | 80                              | 9                                           |
| 2016        |           | 15 393  | 3 695                                     | 3 217                                                    | .                                 | 1 155                               | 6 684                           | 641   | 220                                       | 62                                          | 53                                                       | .                                 | 18                                  | 78                              | 8                                           |
| 2017        |           | 15 362  | 3 560                                     | 3 081                                                    | .                                 | 1 213                               | 6 865                           | 642   | 247                                       | 66                                          | 74                                                       | .                                 | 17                                  | 83                              | 7                                           |
| 2018        | Juin      | 15 540  | 3 572                                     | 3 137                                                    | .                                 | 1 220                               | 6 990                           | 620   | 229                                       | 64                                          | 71                                                       | .                                 | 14                                  | 72                              | 7                                           |
|             | Juillet   | 15 555  | 3 570                                     | 3 133                                                    | .                                 | 1 228                               | 7 003                           | 621   | 220                                       | 54                                          | 55                                                       | .                                 | 16                                  | 87                              | 8                                           |
|             | Août      | 15 563  | 3 578                                     | 3 142                                                    | .                                 | 1 211                               | 7 010                           | 622   | 131                                       | 50                                          | 38                                                       | .                                 | 2                                   | 38                              | 3                                           |
|             | Septembre | 15 682  | 3 616                                     | 3 155                                                    | .                                 | 1 234                               | 7 054                           | 623   | 254                                       | 79                                          | 57                                                       | .                                 | 31                                  | 82                              | 4                                           |
|             | Octobre   | 15 721  | 3 672                                     | 3 161                                                    | .                                 | 1 234                               | 7 026                           | 628   | 215                                       | 60                                          | 62                                                       | .                                 | 14                                  | 69                              | 10                                          |
|             | Novembre  | 15 797  | 3 693                                     | 3 191                                                    | .                                 | 1 230                               | 7 054                           | 628   | 258                                       | 104                                         | 69                                                       | .                                 | 8                                   | 72                              | 7                                           |

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<br>(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 | Sociétés non financières | Administration centrale   | Autres administrations publiques |                |         |                                         |                          |                      |
|                    |           |                   |                                 |                                         |                          |                           |                                  |                |         |                                         |                          | Véhicules financiers |
|                    |           | 1                 | 2                               | 3                                       | 4                        | 5                         | 6                                | 7              | 8       | 9                                       | 10                       | 11                   |
| Encours            |           |                   |                                 |                                         |                          |                           |                                  |                |         |                                         |                          |                      |
| 2015               |           | 16 518,7          | 4 303,2                         | 3 390,4                                 | .                        | 1 163,8                   | 6 958,9                          | 702,4          | 6 814,4 | 584,3                                   | 968,3                    | 5 261,9              |
| 2016               |           | 16 633,8          | 4 213,3                         | 3 352,9                                 | .                        | 1 214,2                   | 7 149,9                          | 703,5          | 7 089,5 | 537,6                                   | 1 080,2                  | 5 471,6              |
| 2017               |           | 16 602,9          | 4 079,8                         | 3 236,5                                 | .                        | 1 283,1                   | 7 303,6                          | 699,8          | 7 954,8 | 612,5                                   | 1 249,5                  | 6 092,8              |
| 2018               | Juin      | 16 846,9          | 4 095,3                         | 3 313,9                                 | .                        | 1 310,1                   | 7 447,8                          | 679,8          | 7 959,8 | 543,5                                   | 1 267,0                  | 6 149,3              |
|                    | Juillet   | 16 867,9          | 4 096,0                         | 3 310,9                                 | .                        | 1 324,2                   | 7 455,8                          | 681,0          | 8 168,6 | 576,1                                   | 1 293,7                  | 6 298,8              |
|                    | Août      | 16 874,5          | 4 102,6                         | 3 320,1                                 | .                        | 1 306,6                   | 7 457,7                          | 687,5          | 8 020,0 | 521,1                                   | 1 282,6                  | 6 216,3              |
|                    | Septembre | 16 976,4          | 4 146,9                         | 3 333,7                                 | .                        | 1 323,3                   | 7 497,7                          | 674,8          | 7 955,8 | 543,5                                   | 1 294,0                  | 6 118,4              |
|                    | Octobre   | 17 000,3          | 4 196,6                         | 3 331,5                                 | .                        | 1 325,3                   | 7 464,9                          | 682,0          | 7 546,7 | 515,4                                   | 1 202,0                  | 5 829,4              |
|                    | Novembre  | 17 068,1          | 4 210,3                         | 3 358,7                                 | .                        | 1 318,9                   | 7 499,3                          | 680,8          | 7 475,1 | 512,1                                   | 1 179,3                  | 5 783,7              |
| Taux de croissance |           |                   |                                 |                                         |                          |                           |                                  |                |         |                                         |                          |                      |
| 2015               |           | 0,2               | -7,0                            | 5,5                                     | .                        | 4,9                       | 1,8                              | 0,6            | 1,1     | 4,2                                     | 1,8                      | 0,6                  |
| 2016               |           | 0,4               | -3,0                            | -1,1                                    | .                        | 6,5                       | 2,2                              | -0,1           | 0,5     | 1,2                                     | 0,9                      | 0,4                  |
| 2017               |           | 1,3               | -0,5                            | -0,1                                    | .                        | 6,1                       | 2,2                              | 0,5            | 1,1     | 6,1                                     | 2,8                      | 0,3                  |
| 2018               | Juin      | 1,2               | -0,6                            | 1,9                                     | .                        | 5,2                       | 1,8                              | -4,0           | 1,3     | 1,6                                     | 5,0                      | 0,5                  |
|                    | Juillet   | 1,2               | -0,8                            | 0,8                                     | .                        | 4,4                       | 2,4                              | -2,5           | 1,2     | 0,4                                     | 4,8                      | 0,6                  |
|                    | Août      | 1,4               | -0,2                            | 1,4                                     | .                        | 3,8                       | 2,2                              | -2,6           | 1,2     | 0,5                                     | 4,7                      | 0,5                  |
|                    | Septembre | 1,8               | 0,9                             | 1,4                                     | .                        | 5,0                       | 2,4                              | -3,7           | 1,1     | 0,5                                     | 3,9                      | 0,5                  |
|                    | Octobre   | 1,9               | 0,9                             | 2,1                                     | .                        | 4,7                       | 2,4                              | -3,1           | 1,0     | 0,5                                     | 3,1                      | 0,6                  |
|                    | Novembre  | 2,0               | 1,2                             | 2,6                                     | .                        | 3,5                       | 2,4                              | -3,6           | 0,9     | 0,4                                     | 2,9                      | 0,5                  |

Source : BCE.

## 2 Évolutions financières

### 2.8 Taux de change effectifs <sup>1)</sup>

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

|                                                                  | TCE-19       |                                  |                                  |                                             |                                                  |                                  | TCE-38       |                                  |
|------------------------------------------------------------------|--------------|----------------------------------|----------------------------------|---------------------------------------------|--------------------------------------------------|----------------------------------|--------------|----------------------------------|
|                                                                  | Taux nominal | Taux réel (sur la base de l'IPC) | Taux réel (sur la base de l'IPP) | Taux réel (sur la base du déflateur du PIB) | Taux réel (sur la base des CUMIM <sup>2)</sup> ) | Taux réel (sur la base des CUME) | Taux nominal | Taux réel (sur la base de l'IPC) |
|                                                                  | 1            | 2                                | 3                                | 4                                           | 5                                                | 6                                | 7            | 8                                |
| 2016                                                             | 94,4         | 89,5                             | 90,9                             | 85,1                                        | 79,4                                             | 89,1                             | 109,7        | 88,9                             |
| 2017                                                             | 96,6         | 91,4                             | 92,0                             | 86,0                                        | 78,8                                             | 89,9                             | 112,0        | 90,0                             |
| 2018                                                             | 98,9         | 93,5                             | 93,6                             | .                                           | .                                                | .                                | 117,9        | 93,8                             |
| 2018 T1                                                          | 99,6         | 94,0                             | 94,4                             | 88,2                                        | 80,1                                             | 91,8                             | 117,0        | 93,4                             |
| T2                                                               | 98,4         | 93,1                             | 93,2                             | 87,3                                        | 78,8                                             | 90,6                             | 117,0        | 93,4                             |
| T3                                                               | 99,2         | 93,7                             | 93,5                             | 87,8                                        | 79,5                                             | 91,4                             | 119,2        | 94,8                             |
| T4                                                               | 98,5         | 93,0                             | 93,3                             | .                                           | .                                                | .                                | 118,4        | 93,8                             |
| 2018 Juillet                                                     | 99,2         | 93,8                             | 93,5                             | —                                           | —                                                | —                                | 118,2        | 94,2                             |
| Août                                                             | 99,0         | 93,4                             | 93,4                             | —                                           | —                                                | —                                | 119,0        | 94,6                             |
| Septembre                                                        | 99,5         | 94,0                             | 93,7                             | —                                           | —                                                | —                                | 120,4        | 95,6                             |
| Octobre                                                          | 98,9         | 93,4                             | 93,2                             | —                                           | —                                                | —                                | 119,0        | 94,4                             |
| Novembre                                                         | 98,3         | 92,8                             | 93,2                             | —                                           | —                                                | —                                | 117,9        | 93,5                             |
| Décembre                                                         | 98,4         | 92,8                             | 93,5                             | —                                           | —                                                | —                                | 118,0        | 93,5                             |
| <i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>    |              |                                  |                                  |                                             |                                                  |                                  |              |                                  |
| 2018 Décembre                                                    | 0,0          | 0,0                              | 0,3                              | —                                           | —                                                | —                                | 0,1          | 0,0                              |
| <i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i> |              |                                  |                                  |                                             |                                                  |                                  |              |                                  |
| 2018 Décembre                                                    | -0,5         | -0,5                             | -0,2                             | —                                           | —                                                | —                                | 2,4          | 1,4                              |

Source : BCE.

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

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

### 2.9 Taux de change bilatéraux

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

|                                                                  | Yuan renminbi chinois | Kuna croate | Couronne tchèque | Couronne danoise | Forint hongrois | Yen japonais | Zloty polonais | Livre sterling | Leu roumain | Couronne suédoise | Franc suisse | Dollar des États-Unis |
|------------------------------------------------------------------|-----------------------|-------------|------------------|------------------|-----------------|--------------|----------------|----------------|-------------|-------------------|--------------|-----------------------|
|                                                                  | 1                     | 2           | 3                | 4                | 5               | 6            | 7              | 8              | 9           | 10                | 11           | 12                    |
| 2016                                                             | 7,352                 | 7,533       | 27,034           | 7,445            | 311,438         | 120,197      | 4,363          | 0,819          | 4,4904      | 9,469             | 1,090        | 1,107                 |
| 2017                                                             | 7,629                 | 7,464       | 26,326           | 7,439            | 309,193         | 126,711      | 4,257          | 0,877          | 4,5688      | 9,635             | 1,112        | 1,130                 |
| 2018                                                             | 7,808                 | 7,418       | 25,647           | 7,453            | 318,890         | 130,396      | 4,261          | 0,885          | 4,6540      | 10,258            | 1,155        | 1,181                 |
| 2018 T1                                                          | 7,815                 | 7,438       | 25,402           | 7,447            | 311,027         | 133,166      | 4,179          | 0,883          | 4,6553      | 9,971             | 1,165        | 1,229                 |
| T2                                                               | 7,602                 | 7,398       | 25,599           | 7,448            | 317,199         | 130,045      | 4,262          | 0,876          | 4,6532      | 10,330            | 1,174        | 1,191                 |
| T3                                                               | 7,915                 | 7,417       | 25,718           | 7,455            | 324,107         | 129,606      | 4,303          | 0,892          | 4,6471      | 10,405            | 1,144        | 1,163                 |
| T4                                                               | 7,895                 | 7,420       | 25,864           | 7,462            | 322,995         | 128,816      | 4,299          | 0,887          | 4,6605      | 10,320            | 1,137        | 1,141                 |
| 2018 Juillet                                                     | 7,850                 | 7,397       | 25,850           | 7,452            | 324,597         | 130,232      | 4,324          | 0,887          | 4,6504      | 10,308            | 1,162        | 1,169                 |
| Août                                                             | 7,909                 | 7,426       | 25,681           | 7,456            | 323,021         | 128,200      | 4,286          | 0,897          | 4,6439      | 10,467            | 1,141        | 1,155                 |
| Septembre                                                        | 7,993                 | 7,429       | 25,614           | 7,458            | 324,818         | 130,535      | 4,301          | 0,893          | 4,6471      | 10,443            | 1,129        | 1,166                 |
| Octobre                                                          | 7,948                 | 7,425       | 25,819           | 7,460            | 323,843         | 129,617      | 4,305          | 0,883          | 4,6658      | 10,384            | 1,141        | 1,148                 |
| Novembre                                                         | 7,888                 | 7,428       | 25,935           | 7,461            | 322,330         | 128,789      | 4,302          | 0,881          | 4,6610      | 10,292            | 1,138        | 1,137                 |
| Décembre                                                         | 7,840                 | 7,404       | 25,835           | 7,465            | 322,738         | 127,878      | 4,290          | 0,898          | 4,6536      | 10,277            | 1,129        | 1,138                 |
| <i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>    |                       |             |                  |                  |                 |              |                |                |             |                   |              |                       |
| 2018 Décembre                                                    | -0,6                  | -0,3        | -0,4             | 0,1              | 0,1             | -0,7         | -0,3           | 1,9            | -0,2        | -0,1              | -0,7         | 0,2                   |
| <i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i> |                       |             |                  |                  |                 |              |                |                |             |                   |              |                       |
| 2018 Décembre                                                    | 0,4                   | -1,8        | 0,7              | 0,3              | 3,1             | -4,3         | 2,1            | 1,7            | 0,4         | 3,4               | -3,4         | -3,8                  |

Source : BCE.

## 2 Évolutions financières

### 2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

|                                                |           | Total <sup>1)</sup> |             |        | Investissements directs |             | Investissements de portefeuille |             | Dérivés financiers nets | Autres investissements |             | Avoirs de réserve | Pour mémoire : dette extérieure brute |
|------------------------------------------------|-----------|---------------------|-------------|--------|-------------------------|-------------|---------------------------------|-------------|-------------------------|------------------------|-------------|-------------------|---------------------------------------|
|                                                |           | Avoirs              | Engagements | Net    | Avoirs                  | Engagements | Avoirs                          | Engagements |                         | Avoirs                 | Engagements |                   |                                       |
|                                                |           | 1                   | 2           | 3      | 4                       | 5           | 6                               | 7           | 8                       | 9                      | 10          | 11                | 12                                    |
| Encours (position extérieure)                  |           |                     |             |        |                         |             |                                 |             |                         |                        |             |                   |                                       |
| 2017                                           | T4        | 24 840,3            | 25 526,8    | -686,5 | 10 675,3                | 8 735,2     | 8 550,4                         | 10 967,5    | -55,7                   | 5 000,6                | 5 824,1     | 669,7             | 13 890,4                              |
| 2018                                           | T1        | 24 898,2            | 25 761,3    | -863,1 | 10 643,9                | 8 825,8     | 8 532,1                         | 10 933,7    | -75,8                   | 5 124,8                | 6 001,8     | 673,2             | 14 134,5                              |
|                                                | T2        | 25 526,6            | 26 196,4    | -669,8 | 10 828,6                | 8 922,0     | 8 743,6                         | 11 010,0    | -83,1                   | 5 347,4                | 6 264,4     | 690,0             | 14 369,5                              |
|                                                | T3        | 25 832,2            | 26 425,6    | -593,5 | 10 939,9                | 9 011,5     | 8 883,2                         | 11 099,3    | -61,4                   | 5 396,5                | 6 314,8     | 673,9             | 14 450,1                              |
| encours en pourcentage du PIB                  |           |                     |             |        |                         |             |                                 |             |                         |                        |             |                   |                                       |
| 2018                                           | T3        | 224,8               | 230,0       | -5,2   | 95,2                    | 78,4        | 77,3                            | 96,6        | -0,5                    | 47,0                   | 55,0        | 5,9               | 125,8                                 |
| Flux                                           |           |                     |             |        |                         |             |                                 |             |                         |                        |             |                   |                                       |
| 2017                                           | T4        | 91,9                | -38,1       | 130,0  | 37,6                    | 29,4        | 89,3                            | 33,7        | 4,5                     | -41,3                  | -101,2      | 1,9               | -                                     |
| 2018                                           | T1        | 440,6               | 319,3       | 121,3  | 62,7                    | -77,8       | 192,3                           | 196,5       | 3,1                     | 171,1                  | 200,7       | 11,4              | -                                     |
|                                                | T2        | 167,7               | 105,1       | 62,6   | -2,2                    | -29,7       | -1,9                            | -41,4       | 38,0                    | 127,3                  | 176,2       | 6,6               | -                                     |
|                                                | T3        | 174,1               | 81,3        | 92,8   | 49,1                    | 28,9        | 41,0                            | 6,3         | 33,3                    | 49,5                   | 46,1        | 1,2               | -                                     |
| 2018                                           | Juin      | -77,1               | -117,6      | 40,5   | -9,1                    | -9,5        | -4,9                            | 32,9        | 11,3                    | -82,2                  | -141,0      | 7,9               | -                                     |
|                                                | Juillet   | 143,0               | 140,1       | 2,9    | 43,1                    | 36,9        | 20,9                            | 13,4        | 12,8                    | 70,6                   | 89,8        | -4,4              | -                                     |
|                                                | Août      | 31,6                | 1,5         | 30,1   | -2,4                    | 8,8         | 29,0                            | -42,3       | 14,1                    | -12,4                  | 35,1        | 3,3               | -                                     |
|                                                | Septembre | -0,5                | -60,4       | 59,9   | 8,4                     | -16,8       | -8,8                            | 35,2        | 6,4                     | -8,7                   | -78,7       | 2,2               | -                                     |
|                                                | Octobre   | 95,7                | 75,3        | 20,4   | 71,0                    | -2,7        | -31,1                           | -16,3       | 1,7                     | 54,8                   | 94,3        | -0,7              | -                                     |
|                                                | Novembre  | -87,7               | -110,8      | 23,1   | -102,3                  | -75,2       | -45,3                           | -35,7       | 13,6                    | 43,0                   | 0,1         | 3,2               | -                                     |
| flux cumulés sur 12 mois                       |           |                     |             |        |                         |             |                                 |             |                         |                        |             |                   |                                       |
| 2018                                           | Novembre  | 627,3               | 210,9       | 416,3  | 81,2                    | -201,7      | 159,5                           | 137,4       | 94,4                    | 272,2                  | 275,2       | 20,0              | -                                     |
| flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB |           |                     |             |        |                         |             |                                 |             |                         |                        |             |                   |                                       |
| 2018                                           | Novembre  | 5,5                 | 1,8         | 3,6    | 0,7                     | -1,8        | 1,4                             | 1,2         | 0,8                     | 2,4                    | 2,4         | 0,2               | -                                     |

Source : BCE.

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

## 3 Activité économique

### 3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

|                                                                                              | PIB      |                    |                             |                               |                                 |                       |                                               |                                          |       |                                 |                                 |         |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|----------|--------------------|-----------------------------|-------------------------------|---------------------------------|-----------------------|-----------------------------------------------|------------------------------------------|-------|---------------------------------|---------------------------------|---------|
|                                                                                              | Total    | Demande intérieure |                             |                               |                                 |                       |                                               |                                          |       | Solde extérieur <sup>1)</sup>   |                                 |         |
|                                                                                              |          | Total              | Consom-<br>mation<br>privée | Consom-<br>mation<br>publique | Formation brute de capital fixe |                       |                                               | Variation<br>des stocks<br><sup>2)</sup> | Total | Expor-<br>tations <sup>1)</sup> | Impor-<br>tations <sup>1)</sup> |         |
|                                                                                              |          |                    |                             |                               | Total des<br>bâtiments          | Total des<br>machines | Droits de<br>propriété<br>intellec-<br>tuelle |                                          |       |                                 |                                 |         |
|                                                                                              | 1        | 2                  | 3                           | 4                             | 5                               | 6                     | 7                                             | 8                                        | 9     | 10                              | 11                              | 12      |
| Prix courants (montants en milliards d'euros)                                                |          |                    |                             |                               |                                 |                       |                                               |                                          |       |                                 |                                 |         |
| 2015                                                                                         | 10 534,3 | 10 060,1           | 5 743,1                     | 2 172,5                       | 2 110,8                         | 1 014,6               | 640,4                                         | 449,7                                    | 33,6  | 474,3                           | 4 866,6                         | 4 392,3 |
| 2016                                                                                         | 10 827,7 | 10 349,6           | 5 877,4                     | 2 223,3                       | 2 210,8                         | 1 053,2               | 679,3                                         | 472,3                                    | 38,2  | 478,0                           | 4 942,9                         | 4 464,9 |
| 2017                                                                                         | 11 206,0 | 10 682,9           | 6 058,2                     | 2 279,5                       | 2 302,8                         | 1 121,6               | 716,3                                         | 459,2                                    | 42,4  | 523,0                           | 5 295,5                         | 4 772,5 |
| 2017 T4                                                                                      | 2 844,1  | 2 702,4            | 1 530,7                     | 576,0                         | 588,2                           | 287,1                 | 185,4                                         | 114,3                                    | 7,5   | 141,7                           | 1 361,5                         | 1 219,8 |
| 2018 T1                                                                                      | 2 865,2  | 2 725,4            | 1 543,7                     | 578,3                         | 592,1                           | 291,3                 | 184,1                                         | 115,3                                    | 11,3  | 139,8                           | 1 357,4                         | 1 217,7 |
| T2                                                                                           | 2 889,4  | 2 757,3            | 1 553,4                     | 585,7                         | 604,4                           | 297,9                 | 188,8                                         | 116,4                                    | 13,8  | 132,1                           | 1 379,2                         | 1 247,1 |
| T3                                                                                           | 2 904,4  | 2 788,1            | 1 562,3                     | 587,7                         | 615,0                           | 302,0                 | 192,9                                         | 118,8                                    | 23,1  | 116,2                           | 1 392,3                         | 1 276,0 |
| en pourcentage du PIB                                                                        |          |                    |                             |                               |                                 |                       |                                               |                                          |       |                                 |                                 |         |
| 2017                                                                                         | 100,0    | 95,3               | 54,1                        | 20,3                          | 20,5                            | 10,0                  | 6,4                                           | 4,1                                      | 0,4   | 4,7                             | —                               | —       |
| Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)                                             |          |                    |                             |                               |                                 |                       |                                               |                                          |       |                                 |                                 |         |
| variations trimestrielles en pourcentage                                                     |          |                    |                             |                               |                                 |                       |                                               |                                          |       |                                 |                                 |         |
| 2017 T4                                                                                      | 0,7      | 0,4                | 0,2                         | 0,2                           | 1,3                             | 0,1                   | 2,7                                           | 1,9                                      | —     | —                               | 2,2                             | 1,8     |
| 2018 T1                                                                                      | 0,4      | 0,5                | 0,5                         | 0,0                           | 0,1                             | 0,6                   | -0,8                                          | 0,4                                      | —     | —                               | -0,7                            | -0,6    |
| T2                                                                                           | 0,4      | 0,5                | 0,2                         | 0,4                           | 1,6                             | 1,3                   | 2,4                                           | 0,7                                      | —     | —                               | 1,2                             | 1,3     |
| T3                                                                                           | 0,2      | 0,6                | 0,1                         | 0,3                           | 0,7                             | 0,2                   | 1,3                                           | 1,1                                      | —     | —                               | 0,1                             | 1,0     |
| variations annuelles en pourcentage                                                          |          |                    |                             |                               |                                 |                       |                                               |                                          |       |                                 |                                 |         |
| 2015                                                                                         | 2,1      | 2,4                | 1,8                         | 1,3                           | 4,9                             | 0,4                   | 5,6                                           | 15,6                                     | —     | —                               | 6,6                             | 7,7     |
| 2016                                                                                         | 2,0      | 2,4                | 2,0                         | 1,8                           | 4,0                             | 2,7                   | 5,8                                           | 4,3                                      | —     | —                               | 3,0                             | 4,2     |
| 2017                                                                                         | 2,4      | 1,7                | 1,6                         | 1,2                           | 2,6                             | 3,9                   | 5,0                                           | -3,6                                     | —     | —                               | 5,2                             | 3,9     |
| 2017 T4                                                                                      | 2,7      | 1,4                | 1,6                         | 1,2                           | 2,5                             | 3,9                   | 6,9                                           | -6,6                                     | —     | —                               | 6,4                             | 3,7     |
| 2018 T1                                                                                      | 2,4      | 1,8                | 1,7                         | 1,0                           | 3,4                             | 3,4                   | 5,4                                           | 0,6                                      | —     | —                               | 3,8                             | 2,7     |
| T2                                                                                           | 2,2      | 1,5                | 1,4                         | 1,1                           | 2,9                             | 4,0                   | 6,1                                           | -4,3                                     | —     | —                               | 4,0                             | 2,7     |
| T3                                                                                           | 1,6      | 1,9                | 1,0                         | 0,9                           | 3,7                             | 2,2                   | 5,8                                           | 4,2                                      | —     | —                               | 2,8                             | 3,6     |
| contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage |          |                    |                             |                               |                                 |                       |                                               |                                          |       |                                 |                                 |         |
| 2017 T4                                                                                      | 0,7      | 0,4                | 0,1                         | 0,0                           | 0,3                             | 0,0                   | 0,2                                           | 0,1                                      | -0,1  | 0,3                             | —                               | —       |
| 2018 T1                                                                                      | 0,4      | 0,5                | 0,3                         | 0,0                           | 0,0                             | 0,1                   | -0,1                                          | 0,0                                      | 0,2   | -0,1                            | —                               | —       |
| T2                                                                                           | 0,4      | 0,4                | 0,1                         | 0,1                           | 0,3                             | 0,1                   | 0,2                                           | 0,0                                      | -0,1  | 0,0                             | —                               | —       |
| T3                                                                                           | 0,2      | 0,5                | 0,1                         | 0,1                           | 0,1                             | 0,0                   | 0,1                                           | 0,0                                      | 0,3   | -0,4                            | —                               | —       |
| contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage      |          |                    |                             |                               |                                 |                       |                                               |                                          |       |                                 |                                 |         |
| 2015                                                                                         | 2,1      | 2,3                | 1,0                         | 0,3                           | 1,0                             | 0,0                   | 0,3                                           | 0,6                                      | 0,0   | -0,2                            | —                               | —       |
| 2016                                                                                         | 2,0      | 2,3                | 1,1                         | 0,4                           | 0,8                             | 0,3                   | 0,4                                           | 0,2                                      | 0,1   | -0,4                            | —                               | —       |
| 2017                                                                                         | 2,4      | 1,6                | 0,9                         | 0,2                           | 0,5                             | 0,4                   | 0,3                                           | -0,2                                     | 0,0   | 0,8                             | —                               | —       |
| 2017 T4                                                                                      | 2,7      | 1,3                | 0,8                         | 0,2                           | 0,5                             | 0,4                   | 0,4                                           | -0,3                                     | -0,3  | 1,4                             | —                               | —       |
| 2018 T1                                                                                      | 2,4      | 1,8                | 0,9                         | 0,2                           | 0,7                             | 0,3                   | 0,3                                           | 0,0                                      | -0,1  | 0,6                             | —                               | —       |
| T2                                                                                           | 2,2      | 1,5                | 0,7                         | 0,2                           | 0,6                             | 0,4                   | 0,4                                           | -0,2                                     | -0,1  | 0,7                             | —                               | —       |
| T3                                                                                           | 1,6      | 1,8                | 0,6                         | 0,2                           | 0,8                             | 0,2                   | 0,4                                           | 0,2                                      | 0,3   | -0,2                            | —                               | —       |

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

## 3 Activité économique

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

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

|                                                                                                            | Valeur ajoutée brute (aux prix de base) |                                    |                                                       |              |                                                  |                              |                                      |                        |                                                                   |                                                                |                                                  | Taxes moins subventions sur les produits |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|------------------------------------|-------------------------------------------------------|--------------|--------------------------------------------------|------------------------------|--------------------------------------|------------------------|-------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|------------------------------------------|
|                                                                                                            | Total                                   | Agriculture, sylviculture et pêche | Industrie manufacturière, énergie et services publics | Construction | Commerce, transport, hébergement et restauration | Information et communication | Activités financières et d'assurance | Activités immobilières | Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien | Administration publique, enseignement, santé et action sociale | Arts, spectacles et autres activités de services |                                          |
|                                                                                                            | 1                                       | 2                                  | 3                                                     | 4            | 5                                                | 6                            | 7                                    | 8                      | 9                                                                 | 10                                                             | 11                                               | 12                                       |
| Prix courants (montants en milliards d'euros)                                                              |                                         |                                    |                                                       |              |                                                  |                              |                                      |                        |                                                                   |                                                                |                                                  |                                          |
| 2015                                                                                                       | 9 461,6                                 | 159,5                              | 1 901,2                                               | 468,0        | 1 784,9                                          | 433,4                        | 470,2                                | 1 078,0                | 1 031,0                                                           | 1 805,1                                                        | 330,3                                            | 1 072,6                                  |
| 2016                                                                                                       | 9 715,8                                 | 158,6                              | 1 962,6                                               | 486,8        | 1 836,0                                          | 452,7                        | 464,1                                | 1 098,7                | 1 069,2                                                           | 1 849,8                                                        | 337,4                                            | 1 111,7                                  |
| 2017                                                                                                       | 10 048,5                                | 171,3                              | 2 032,8                                               | 512,8        | 1 916,8                                          | 469,4                        | 455,8                                | 1 129,7                | 1 118,5                                                           | 1 897,1                                                        | 344,4                                            | 1 157,3                                  |
| 2017 T4                                                                                                    | 2 551,4                                 | 43,7                               | 519,9                                                 | 131,5        | 486,4                                            | 119,1                        | 114,0                                | 285,3                  | 284,9                                                             | 479,7                                                          | 86,9                                             | 292,8                                    |
| 2018 T1                                                                                                    | 2 568,6                                 | 43,1                               | 518,5                                                 | 134,3        | 490,0                                            | 120,9                        | 114,3                                | 287,5                  | 289,3                                                             | 483,2                                                          | 87,7                                             | 296,5                                    |
| T2                                                                                                         | 2 589,8                                 | 42,9                               | 520,7                                                 | 137,1        | 494,1                                            | 122,7                        | 114,2                                | 289,5                  | 292,5                                                             | 488,4                                                          | 87,8                                             | 299,8                                    |
| T3                                                                                                         | 2 603,3                                 | 43,4                               | 521,9                                                 | 139,6        | 495,8                                            | 123,8                        | 115,0                                | 291,2                  | 294,2                                                             | 490,0                                                          | 88,2                                             | 301,9                                    |
| en pourcentage de la valeur ajoutée                                                                        |                                         |                                    |                                                       |              |                                                  |                              |                                      |                        |                                                                   |                                                                |                                                  |                                          |
| 2017                                                                                                       | 100,0                                   | 1,7                                | 20,2                                                  | 5,1          | 19,1                                             | 4,7                          | 4,5                                  | 11,2                   | 11,1                                                              | 18,9                                                           | 3,4                                              | –                                        |
| Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)                                                           |                                         |                                    |                                                       |              |                                                  |                              |                                      |                        |                                                                   |                                                                |                                                  |                                          |
| variations trimestrielles en pourcentage                                                                   |                                         |                                    |                                                       |              |                                                  |                              |                                      |                        |                                                                   |                                                                |                                                  |                                          |
| 2017 T4                                                                                                    | 0,7                                     | 0,8                                | 1,3                                                   | 1,2          | 0,7                                              | 0,3                          | 0,3                                  | 0,2                    | 0,8                                                               | 0,3                                                            | 0,2                                              | 0,6                                      |
| 2018 T1                                                                                                    | 0,4                                     | 0,7                                | -0,7                                                  | 0,8          | 0,8                                              | 1,7                          | -0,4                                 | 0,6                    | 1,1                                                               | 0,3                                                            | 0,1                                              | 0,3                                      |
| T2                                                                                                         | 0,4                                     | -0,5                               | 0,3                                                   | 1,2          | 0,5                                              | 1,3                          | 0,6                                  | 0,1                    | 0,7                                                               | 0,2                                                            | 0,0                                              | 0,6                                      |
| T3                                                                                                         | 0,2                                     | -0,6                               | 0,0                                                   | 0,6          | 0,1                                              | 0,8                          | 0,4                                  | 0,3                    | 0,0                                                               | 0,2                                                            | 0,2                                              | 0,1                                      |
| variations annuelles en pourcentage                                                                        |                                         |                                    |                                                       |              |                                                  |                              |                                      |                        |                                                                   |                                                                |                                                  |                                          |
| 2015                                                                                                       | 1,9                                     | -0,2                               | 3,6                                                   | 0,8          | 2,2                                              | 3,6                          | 0,0                                  | 0,7                    | 3,0                                                               | 0,8                                                            | 1,2                                              | 3,5                                      |
| 2016                                                                                                       | 1,9                                     | -1,4                               | 3,4                                                   | 1,5          | 1,7                                              | 3,9                          | 0,6                                  | 0,3                    | 2,5                                                               | 1,3                                                            | 1,0                                              | 2,7                                      |
| 2017                                                                                                       | 2,4                                     | 0,7                                | 3,1                                                   | 3,2          | 3,1                                              | 4,3                          | -0,6                                 | 1,1                    | 4,0                                                               | 1,1                                                            | 0,9                                              | 2,4                                      |
| 2017 T4                                                                                                    | 2,8                                     | 2,5                                | 3,9                                                   | 4,3          | 3,4                                              | 3,7                          | 0,0                                  | 1,3                    | 4,4                                                               | 1,2                                                            | 1,0                                              | 2,1                                      |
| 2018 T1                                                                                                    | 2,5                                     | 1,8                                | 3,1                                                   | 3,8          | 2,9                                              | 4,8                          | 0,0                                  | 1,5                    | 3,5                                                               | 1,4                                                            | 1,2                                              | 1,6                                      |
| T2                                                                                                         | 2,2                                     | 1,3                                | 2,4                                                   | 3,8          | 2,6                                              | 5,1                          | 0,5                                  | 1,2                    | 3,3                                                               | 1,2                                                            | 0,7                                              | 1,8                                      |
| T3                                                                                                         | 1,6                                     | 0,4                                | 0,9                                                   | 3,8          | 2,1                                              | 4,3                          | 1,0                                  | 1,2                    | 2,6                                                               | 1,0                                                            | 0,5                                              | 1,5                                      |
| contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage |                                         |                                    |                                                       |              |                                                  |                              |                                      |                        |                                                                   |                                                                |                                                  |                                          |
| 2017 T4                                                                                                    | 0,7                                     | 0,0                                | 0,3                                                   | 0,1          | 0,1                                              | 0,0                          | 0,0                                  | 0,0                    | 0,1                                                               | 0,1                                                            | 0,0                                              | –                                        |
| 2018 T1                                                                                                    | 0,4                                     | 0,0                                | -0,1                                                  | 0,0          | 0,2                                              | 0,1                          | 0,0                                  | 0,1                    | 0,1                                                               | 0,1                                                            | 0,0                                              | –                                        |
| T2                                                                                                         | 0,4                                     | 0,0                                | 0,1                                                   | 0,1          | 0,1                                              | 0,1                          | 0,0                                  | 0,0                    | 0,1                                                               | 0,0                                                            | 0,0                                              | –                                        |
| T3                                                                                                         | 0,2                                     | 0,0                                | 0,0                                                   | 0,0          | 0,0                                              | 0,0                          | 0,0                                  | 0,0                    | 0,0                                                               | 0,0                                                            | 0,0                                              | –                                        |
| contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage      |                                         |                                    |                                                       |              |                                                  |                              |                                      |                        |                                                                   |                                                                |                                                  |                                          |
| 2015                                                                                                       | 1,9                                     | 0,0                                | 0,7                                                   | 0,0          | 0,4                                              | 0,2                          | 0,0                                  | 0,1                    | 0,3                                                               | 0,2                                                            | 0,0                                              | –                                        |
| 2016                                                                                                       | 1,9                                     | 0,0                                | 0,7                                                   | 0,1          | 0,3                                              | 0,2                          | 0,0                                  | 0,0                    | 0,3                                                               | 0,2                                                            | 0,0                                              | –                                        |
| 2017                                                                                                       | 2,4                                     | 0,0                                | 0,6                                                   | 0,2          | 0,6                                              | 0,2                          | 0,0                                  | 0,1                    | 0,4                                                               | 0,2                                                            | 0,0                                              | –                                        |
| 2017 T4                                                                                                    | 2,8                                     | 0,0                                | 0,8                                                   | 0,2          | 0,6                                              | 0,2                          | 0,0                                  | 0,2                    | 0,5                                                               | 0,2                                                            | 0,0                                              | –                                        |
| 2018 T1                                                                                                    | 2,5                                     | 0,0                                | 0,6                                                   | 0,2          | 0,5                                              | 0,2                          | 0,0                                  | 0,2                    | 0,4                                                               | 0,3                                                            | 0,0                                              | –                                        |
| T2                                                                                                         | 2,2                                     | 0,0                                | 0,5                                                   | 0,2          | 0,5                                              | 0,2                          | 0,0                                  | 0,1                    | 0,4                                                               | 0,2                                                            | 0,0                                              | –                                        |
| T3                                                                                                         | 1,6                                     | 0,0                                | 0,2                                                   | 0,2          | 0,4                                              | 0,2                          | 0,0                                  | 0,1                    | 0,3                                                               | 0,2                                                            | 0,0                                              | –                                        |

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

## 3 Activité économique

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

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

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

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

### 3 Activité économique

#### 3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

|                    | Popu-<br>lation<br>active,<br>millions<br><sup>1)</sup> | Sous-<br>emploi,<br>% de la<br>popu-<br>lation<br>active <sup>1)</sup> | Chômage  |                                      |                                                                                 |          |                                      |          |                                      |          |                                      |          | Taux de<br>vacance<br>d'em-<br>ploi <sup>2)</sup> |                             |
|--------------------|---------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|----------|--------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|----------|--------------------------------------|----------|--------------------------------------|----------|--------------------------------------|----------|---------------------------------------------------|-----------------------------|
|                    |                                                         |                                                                        | Total    |                                      | Chômage<br>de longue<br>durée,<br>% de la<br>population<br>active <sup>1)</sup> | Par âge  |                                      |          |                                      | Par sexe |                                      |          |                                                   | % du<br>total des<br>postes |
|                    |                                                         |                                                                        | Millions | % de la<br>popu-<br>lation<br>active |                                                                                 | Adultes  |                                      | Jeunes   |                                      | Hommes   |                                      | Femmes   |                                                   |                             |
|                    |                                                         |                                                                        |          |                                      |                                                                                 | Millions | % de la<br>popu-<br>lation<br>active | Millions | % de la<br>popu-<br>lation<br>active | Millions | % de la<br>popu-<br>lation<br>active | Millions | % de la<br>popu-<br>lation<br>active              |                             |
|                    | 1                                                       | 2                                                                      | 3        | 4                                    | 5                                                                               | 6        | 7                                    | 8        | 9                                    | 10       | 11                                   | 12       | 13                                                | 14                          |
| % du total en 2016 |                                                         |                                                                        | 100,0    |                                      | 81,7                                                                            |          | 18,3                                 |          | 52,2                                 |          | 47,8                                 |          |                                                   |                             |
| 2015               | 160,730                                                 | 4,6                                                                    | 17,472   | 10,9                                 | 5,6                                                                             | 14,307   | 9,8                                  | 3,165    | 22,3                                 | 9,261    | 10,7                                 | 8,211    | 11,1                                              | 1,5                         |
| 2016               | 162,028                                                 | 4,3                                                                    | 16,252   | 10,0                                 | 5,0                                                                             | 13,289   | 9,0                                  | 2,963    | 20,9                                 | 8,482    | 9,7                                  | 7,770    | 10,4                                              | 1,7                         |
| 2017               | 162,659                                                 | 4,1                                                                    | 14,764   | 9,1                                  | 4,4                                                                             | 12,096   | 8,1                                  | 2,668    | 18,8                                 | 7,636    | 8,7                                  | 7,128    | 9,5                                               | 1,9                         |
| 2017 T4            | 163,132                                                 | 3,9                                                                    | 14,185   | 8,7                                  | 4,2                                                                             | 11,636   | 7,8                                  | 2,549    | 17,9                                 | 7,314    | 8,3                                  | 6,870    | 9,1                                               | 2,0                         |
| 2018 T1            | 162,591                                                 | 4,0                                                                    | 13,926   | 8,5                                  | 4,2                                                                             | 11,422   | 7,7                                  | 2,505    | 17,6                                 | 7,185    | 8,2                                  | 6,741    | 8,9                                               | 2,1                         |
| T2                 | 163,180                                                 | 3,9                                                                    | 13,505   | 8,3                                  | 3,9                                                                             | 11,065   | 7,4                                  | 2,439    | 17,1                                 | 6,972    | 7,9                                  | 6,533    | 8,6                                               | 2,1                         |
| T3                 | 163,709                                                 | 3,6                                                                    | 13,172   | 8,1                                  | 3,6                                                                             | 10,742   | 7,2                                  | 2,430    | 16,9                                 | 6,822    | 7,8                                  | 6,350    | 8,4                                               | 2,1                         |
| 2018 Juin          | —                                                       | —                                                                      | 13,403   | 8,2                                  | —                                                                               | 10,973   | 7,4                                  | 2,430    | 17,0                                 | 6,921    | 7,9                                  | 6,483    | 8,6                                               | —                           |
| Juillet            | —                                                       | —                                                                      | 13,250   | 8,1                                  | —                                                                               | 10,840   | 7,3                                  | 2,410    | 16,9                                 | 6,859    | 7,8                                  | 6,391    | 8,5                                               | —                           |
| Août               | —                                                       | —                                                                      | 13,139   | 8,0                                  | —                                                                               | 10,711   | 7,2                                  | 2,428    | 16,9                                 | 6,804    | 7,8                                  | 6,335    | 8,4                                               | —                           |
| Septembre          | —                                                       | —                                                                      | 13,127   | 8,0                                  | —                                                                               | 10,674   | 7,2                                  | 2,452    | 17,0                                 | 6,803    | 7,7                                  | 6,324    | 8,4                                               | —                           |
| Octobre            | —                                                       | —                                                                      | 13,130   | 8,0                                  | —                                                                               | 10,650   | 7,1                                  | 2,480    | 17,1                                 | 6,783    | 7,7                                  | 6,346    | 8,4                                               | —                           |
| Novembre           | —                                                       | —                                                                      | 13,040   | 7,9                                  | —                                                                               | 10,587   | 7,1                                  | 2,452    | 16,9                                 | 6,734    | 7,6                                  | 6,305    | 8,3                                               | —                           |

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données brutes.

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

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

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

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<br>(soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire) |                                                      |                                                                       |                                                            |                                                                        |                                                                |                                                                  |                                                                       | Enquêtes auprès des directeurs d'achat<br>(indices de diffusion)                  |                                                        |                                                |                                              |
|--------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|------------------------------------------------|----------------------------------------------|
|              | Indicateur<br>du climat<br>économique<br>(moyenne à<br>long terme<br>= 100)                                                                             | Secteur manufacturier                                |                                                                       | Indicateur<br>de<br>confiance<br>des<br>consomma-<br>teurs | Indicateur<br>de confiance<br>dans le<br>secteur de la<br>construction | Indicateur<br>de<br>confiance<br>du com-<br>merce de<br>détail | Secteur des services                                             |                                                                       | Indice des<br>directeurs<br>d'achat<br>pour<br>l'industrie<br>manufac-<br>turière | Production<br>dans le<br>secteur<br>manufac-<br>turier | Activité<br>dans le<br>secteur des<br>services | Indice<br>composite<br>pour la<br>production |
|              |                                                                                                                                                         | Indicateur<br>de<br>confiance<br>dans<br>l'industrie | Taux d'utili-<br>sation des<br>capacités<br>de produc-<br>tion (en %) |                                                            |                                                                        |                                                                | Indicateur<br>de confiance<br>dans le<br>secteur des<br>services | Taux d'utili-<br>sation des<br>capacités<br>de produc-<br>tion (en %) |                                                                                   |                                                        |                                                |                                              |
|              | 1                                                                                                                                                       | 2                                                    | 3                                                                     | 4                                                          | 5                                                                      | 6                                                              | 7                                                                | 8                                                                     | 9                                                                                 | 10                                                     | 11                                             | 12                                           |
| 1999-2014    | 99,8                                                                                                                                                    | -5,8                                                 | 80,7                                                                  | -12,7                                                      | -14,5                                                                  | -9,5                                                           | 6,9                                                              | —                                                                     | 51,1                                                                              | 52,4                                                   | 52,9                                           | 52,7                                         |
| 2016         | 104,2                                                                                                                                                   | -2,6                                                 | 81,8                                                                  | -7,7                                                       | -16,4                                                                  | 0,3                                                            | 10,6                                                             | 89,0                                                                  | 52,5                                                                              | 53,6                                                   | 53,1                                           | 53,3                                         |
| 2017         | 110,8                                                                                                                                                   | 5,0                                                  | 83,3                                                                  | -2,5                                                       | -4,0                                                                   | 2,1                                                            | 14,1                                                             | 89,9                                                                  | 57,4                                                                              | 58,5                                                   | 55,6                                           | 56,4                                         |
| 2018         | 111,7                                                                                                                                                   | 5,8                                                  | .                                                                     | -1,4                                                       | 6,2                                                                    | 1,0                                                            | 14,6                                                             | .                                                                     | 55,0                                                                              | 54,7                                                   | 54,5                                           | 54,6                                         |
| 2018 T1      | 114,0                                                                                                                                                   | 8,5                                                  | 84,4                                                                  | 0,5                                                        | 4,7                                                                    | 2,8                                                            | 16,3                                                             | 90,3                                                                  | 58,2                                                                              | 58,9                                                   | 56,4                                           | 57,0                                         |
| T2           | 112,5                                                                                                                                                   | 7,0                                                  | 84,2                                                                  | 0,0                                                        | 5,8                                                                    | 0,3                                                            | 14,5                                                             | 90,4                                                                  | 55,6                                                                              | 55,1                                                   | 54,5                                           | 54,7                                         |
| T3           | 111,5                                                                                                                                                   | 5,4                                                  | 84,0                                                                  | -1,8                                                       | 6,7                                                                    | 1,5                                                            | 14,8                                                             | 90,4                                                                  | 54,3                                                                              | 54,0                                                   | 54,4                                           | 54,3                                         |
| T4           | 108,8                                                                                                                                                   | 2,5                                                  | .                                                                     | -4,3                                                       | 7,8                                                                    | -0,4                                                           | 12,9                                                             | .                                                                     | 51,7                                                                              | 51,0                                                   | 52,8                                           | 52,3                                         |
| 2018 Juillet | 112,1                                                                                                                                                   | 5,8                                                  | 84,2                                                                  | -0,5                                                       | 5,4                                                                    | 0,3                                                            | 15,3                                                             | 90,6                                                                  | 55,1                                                                              | 54,4                                                   | 54,2                                           | 54,3                                         |
| Août         | 111,6                                                                                                                                                   | 5,6                                                  | —                                                                     | -1,9                                                       | 6,4                                                                    | 1,9                                                            | 14,4                                                             | —                                                                     | 54,6                                                                              | 54,7                                                   | 54,4                                           | 54,5                                         |
| Septembre    | 110,9                                                                                                                                                   | 4,7                                                  | —                                                                     | -2,9                                                       | 8,3                                                                    | 2,4                                                            | 14,7                                                             | —                                                                     | 53,2                                                                              | 52,7                                                   | 54,7                                           | 54,1                                         |
| Octobre      | 109,7                                                                                                                                                   | 3,0                                                  | 83,9                                                                  | -2,7                                                       | 7,9                                                                    | -0,8                                                           | 13,3                                                             | 90,1                                                                  | 52,0                                                                              | 51,3                                                   | 53,7                                           | 53,1                                         |
| Novembre     | 109,5                                                                                                                                                   | 3,4                                                  | —                                                                     | -3,9                                                       | 8,2                                                                    | -0,5                                                           | 13,4                                                             | —                                                                     | 51,8                                                                              | 50,7                                                   | 53,4                                           | 52,7                                         |
| Décembre     | 107,3                                                                                                                                                   | 1,1                                                  | —                                                                     | -6,2                                                       | 7,2                                                                    | 0,0                                                            | 12,0                                                             | —                                                                     | 51,4                                                                              | 51,0                                                   | 51,2                                           | 51,1                                         |

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<br>d'épargne<br>(brut) <sup>1)</sup>            | Ratio de<br>dette | Revenu<br>disponible<br>brut réel   | Investis-<br>sement<br>financier | Investis-<br>sement non<br>financier<br>(brut) | Valeur<br>nette <sup>2)</sup> | Patrimoine<br>immobilier | Partici-<br>pation aux<br>bénéfices <sup>3)</sup> | Taux<br>d'épargne<br>(net) | Ratio de<br>dette <sup>4)</sup> | Investis-<br>sement<br>financier    | Investis-<br>sement non<br>financier<br>(brut) | Finan-<br>cement |
|         | En pourcentage du revenu<br>disponible brut (ajusté) |                   | Variations annuelles en pourcentage |                                  |                                                |                               |                          | En pourcentage de la<br>valeur ajoutée nette      |                            | En pour-<br>centage du PIB      | Variations annuelles en pourcentage |                                                |                  |
|         | 1                                                    | 2                 | 3                                   | 4                                | 5                                              | 6                             | 7                        | 8                                                 | 9                          | 10                              | 11                                  | 12                                             | 13               |
| 2015    | 12,4                                                 | 94,0              | 1,6                                 | 2,1                              | 1,2                                            | 3,2                           | 2,0                      | 34,7                                              | 6,2                        | 138,4                           | 5,1                                 | 7,8                                            | 2,9              |
| 2016    | 12,3                                                 | 94,2              | 1,8                                 | 2,1                              | 6,2                                            | 3,2                           | 2,8                      | 35,2                                              | 7,7                        | 139,2                           | 4,9                                 | 6,2                                            | 2,9              |
| 2017    | 11,8                                                 | 94,1              | 1,2                                 | 2,0                              | 6,9                                            | 4,0                           | 4,1                      | 34,7                                              | 6,9                        | 137,2                           | 3,4                                 | 5,0                                            | 2,0              |
| 2017 T4 | 11,8                                                 | 94,1              | 1,5                                 | 2,0                              | 6,4                                            | 4,0                           | 4,1                      | 34,7                                              | 6,9                        | 137,2                           | 3,4                                 | 1,4                                            | 2,0              |
| 2018 T1 | 11,8                                                 | 93,8              | 1,8                                 | 1,9                              | 5,7                                            | 3,6                           | 4,5                      | 34,8                                              | 7,0                        | 137,0                           | 2,9                                 | 0,0                                            | 1,6              |
| T2      | 12,0                                                 | 93,8              | 1,9                                 | 2,0                              | 8,4                                            | 3,8                           | 4,6                      | 34,9                                              | 6,9                        | 137,7                           | 3,1                                 | 1,0                                            | 1,7              |
| T3      | 12,1                                                 | 93,6              | 1,4                                 | 1,9                              | 8,5                                            | 3,8                           | 5,1                      | 34,5                                              | 6,9                        | .                               | 2,8                                 | 8,1                                            | 1,5              |

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

### 3 Activité économique

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

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

|                                                |           | Compte des transactions courantes |         |       |         |         |          |       |                   |       |                     | Compte de capital <sup>1)</sup> |        |       |
|------------------------------------------------|-----------|-----------------------------------|---------|-------|---------|---------|----------|-------|-------------------|-------|---------------------|---------------------------------|--------|-------|
|                                                |           | Total                             |         |       | Biens   |         | Services |       | Revenus primaires |       | Revenus secondaires |                                 |        |       |
|                                                |           | Crédit                            | Débit   | Net   | Crédit  | Débit   | Crédit   | Débit | Crédit            | Débit | Crédit              | Débit                           | Crédit | Débit |
|                                                |           | 1                                 | 2       | 3     | 4       | 5       | 6        | 7     | 8                 | 9     | 10                  | 11                              | 12     | 13    |
| 2017                                           | T4        | 1 007,3                           | 907,8   | 99,5  | 586,6   | 495,5   | 220,3    | 189,1 | 171,2             | 160,2 | 29,3                | 63,1                            | 12,1   | 10,5  |
| 2018                                           | T1        | 993,0                             | 888,1   | 104,9 | 577,5   | 492,1   | 218,8    | 189,0 | 168,5             | 147,9 | 28,3                | 59,1                            | 9,0    | 6,4   |
|                                                | T2        | 1 020,4                           | 924,3   | 96,1  | 585,2   | 505,2   | 220,9    | 191,8 | 186,2             | 163,5 | 28,1                | 63,8                            | 8,1    | 6,4   |
|                                                | T3        | 1 029,7                           | 953,5   | 76,2  | 591,8   | 523,0   | 228,7    | 200,1 | 180,5             | 161,5 | 28,8                | 68,8                            | 8,2    | 5,9   |
| 2018                                           | Juin      | 345,0                             | 315,8   | 29,2  | 197,2   | 169,2   | 73,9     | 63,7  | 64,7              | 60,2  | 9,2                 | 22,7                            | 3,1    | 2,0   |
|                                                | Juillet   | 338,8                             | 316,5   | 22,3  | 194,8   | 173,2   | 76,2     | 66,7  | 58,6              | 53,3  | 9,2                 | 23,3                            | 2,9    | 1,9   |
|                                                | Août      | 348,1                             | 315,4   | 32,8  | 199,6   | 173,6   | 76,7     | 66,4  | 61,8              | 53,2  | 10,1                | 22,2                            | 3,0    | 1,8   |
|                                                | Septembre | 342,8                             | 321,6   | 21,2  | 197,3   | 176,2   | 75,9     | 67,0  | 60,1              | 55,1  | 9,5                 | 23,3                            | 2,3    | 2,2   |
|                                                | Octobre   | 335,1                             | 308,2   | 26,8  | 198,9   | 179,2   | 72,5     | 61,2  | 54,1              | 45,7  | 9,5                 | 22,2                            | 3,3    | 2,2   |
|                                                | Novembre  | 338,7                             | 318,4   | 20,3  | 196,3   | 178,0   | 76,0     | 65,0  | 57,0              | 51,1  | 9,3                 | 24,3                            | 4,1    | 3,1   |
| flux cumulés sur 12 mois                       |           |                                   |         |       |         |         |          |       |                   |       |                     |                                 |        |       |
| 2018                                           | Novembre  | 4 057,8                           | 3 704,6 | 353,2 | 2 348,7 | 2 045,2 | 891,8    | 770,4 | 703,0             | 629,9 | 114,4               | 259,2                           | 39,1   | 29,3  |
| flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB |           |                                   |         |       |         |         |          |       |                   |       |                     |                                 |        |       |
| 2018                                           | Novembre  | 35,3                              | 32,2    | 3,1   | 20,4    | 17,8    | 7,8      | 6,7   | 6,1               | 5,5   | 1,0                 | 2,3                             | 0,3    | 0,3   |

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

#### 3.9 Échanges de biens de la zone euro <sup>1)</sup>, valeurs et volumes par groupes de produits <sup>2)</sup>

(données cvs, sauf indication contraire)

|                                                                                               |           | Total (données brutes) |              | Exportations (FAB) |                      |                    |                                      |                       | Importations (CAF) |                      |                    |                       |                       |         |  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|------------------------|--------------|--------------------|----------------------|--------------------|--------------------------------------|-----------------------|--------------------|----------------------|--------------------|-----------------------|-----------------------|---------|--|
|                                                                                               |           | Exportations           | Importations | Total              |                      |                    | Pour mémoire : 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) |           |                        |              |                    |                      |                    |                                      |                       |                    |                      |                    |                       |                       |         |  |
| 2017                                                                                          | T4        | 6,2                    | 8,1          | 561,9              | 268,2                | 116,1              | 166,8                                | 471,6                 | 502,0              | 286,1                | 81,7               | 125,2                 | 362,4                 | 58,7    |  |
| 2018                                                                                          | T1        | 2,1                    | 2,3          | 561,0              | 270,5                | 113,9              | 167,7                                | 469,8                 | 504,9              | 291,8                | 81,7               | 123,7                 | 358,3                 | 65,2    |  |
|                                                                                               | T2        | 4,3                    | 5,9          | 565,9              | 271,2                | 117,6              | 166,4                                | 473,7                 | 515,2              | 300,8                | 79,8               | 126,9                 | 364,0                 | 65,7    |  |
|                                                                                               | T3        | 4,6                    | 9,9          | 572,2              | 277,6                | 116,6              | 167,1                                | 476,7                 | 531,0              | 310,1                | 85,8               | 126,7                 | 372,3                 | 68,4    |  |
| 2018                                                                                          | Juin      | 6,1                    | 8,8          | 190,9              | 91,8                 | 39,9               | 56,5                                 | 159,6                 | 174,4              | 103,2                | 26,8               | 42,2                  | 121,7                 | 23,1    |  |
|                                                                                               | Juillet   | 9,3                    | 14,0         | 189,2              | 91,7                 | 38,8               | 55,1                                 | 155,9                 | 177,2              | 103,7                | 28,7               | 42,3                  | 124,4                 | 22,7    |  |
|                                                                                               | Août      | 5,5                    | 8,7          | 192,7              | 93,4                 | 38,8               | 56,5                                 | 161,1                 | 176,4              | 102,9                | 28,3               | 42,2                  | 123,5                 | 23,0    |  |
|                                                                                               | Septembre | -0,8                   | 7,1          | 190,3              | 92,4                 | 39,1               | 55,4                                 | 159,8                 | 177,4              | 103,5                | 28,8               | 42,2                  | 124,4                 | 22,6    |  |
|                                                                                               | Octobre   | 11,1                   | 14,0         | 194,0              | 93,5                 | 40,1               | 56,3                                 | 160,8                 | 180,5              | 105,7                | 29,0               | 43,9                  | 126,4                 | 24,2    |  |
|                                                                                               | Novembre  | 1,9                    | 4,7          | 192,1              | .                    | .                  | .                                    | 160,4                 | 177,0              | .                    | .                  | .                     | 123,9                 | .       |  |
| Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2) |           |                        |              |                    |                      |                    |                                      |                       |                    |                      |                    |                       |                       |         |  |
| 2017                                                                                          | T4        | 4,6                    | 4,6          | 126,5              | 125,7                | 125,6              | 130,5                                | 126,9                 | 115,0              | 114,9                | 114,3              | 115,5                 | 119,1                 | 105,8   |  |
| 2018                                                                                          | T1        | 2,2                    | 2,6          | 125,8              | 125,5                | 123,3              | 131,4                                | 126,1                 | 114,5              | 114,9                | 113,9              | 115,2                 | 117,8                 | 110,4   |  |
|                                                                                               | T2        | 3,0                    | 2,5          | 125,6              | 124,3                | 126,7              | 129,2                                | 126,2                 | 115,2              | 115,3                | 112,0              | 118,3                 | 119,2                 | 101,8   |  |
|                                                                                               | T3        | 0,8                    | 1,5          | 125,2              | 125,4                | 124,1              | 127,8                                | 125,6                 | 115,2              | 114,9                | 117,4              | 115,1                 | 119,4                 | 99,4    |  |
| 2018                                                                                          | Mai       | -2,0                   | -1,7         | 124,8              | 124,5                | 123,8              | 126,7                                | 125,8                 | 115,6              | 114,8                | 114,2              | 118,5                 | 121,2                 | 99,2    |  |
|                                                                                               | Juin      | 3,5                    | 2,0          | 126,4              | 125,1                | 128,3              | 131,3                                | 127,1                 | 114,9              | 115,6                | 112,1              | 117,2                 | 118,4                 | 101,6   |  |
|                                                                                               | Juillet   | 6,2                    | 6,6          | 124,7              | 124,5                | 124,5              | 127,1                                | 123,6                 | 116,0              | 115,8                | 119,0              | 116,2                 | 120,5                 | 100,4   |  |
|                                                                                               | Août      | 1,6                    | 0,1          | 126,7              | 126,8                | 124,1              | 129,9                                | 127,4                 | 115,2              | 114,9                | 117,1              | 114,7                 | 119,1                 | 102,4   |  |
|                                                                                               | Septembre | -5,0                   | -2,0         | 124,3              | 124,8                | 123,6              | 126,5                                | 125,7                 | 114,3              | 114,0                | 116,2              | 114,4                 | 118,7                 | 95,4    |  |
|                                                                                               | Octobre   | 6,9                    | 4,4          | 126,9              | 126,1                | 127,9              | 128,6                                | 126,9                 | 116,2              | 115,7                | 118,4              | 119,1                 | 121,3                 | 98,4    |  |

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

## 4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

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

|                    | Biens                                                     |                                                   |                                                          |                       |                                                  |         | Services |     |            |                     |                                              |        |
|--------------------|-----------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-----------------------|--------------------------------------------------|---------|----------|-----|------------|---------------------|----------------------------------------------|--------|
|                    | Alimentation (y compris<br>boissons alcoolisées et tabac) |                                                   |                                                          | Produits manufacturés |                                                  |         | Logement |     | Transports | Communi-<br>cations | Services<br>de loisirs<br>et per-<br>sonnels | Divers |
|                    | Total                                                     | Produits<br>alimen-<br>taires<br>transfor-<br>més | Produits<br>alimen-<br>taires<br>non<br>transfor-<br>més | Total                 | Produits<br>manu-<br>facturés<br>hors<br>énergie | Énergie | Loyers   |     |            |                     |                                              |        |
|                    | 14                                                        | 15                                                | 16                                                       | 17                    | 18                                               | 19      | 20       | 21  | 22         | 23                  | 24                                           | 25     |
| % du total en 2018 | 19,6                                                      | 12,1                                              | 7,5                                                      | 36,0                  | 26,3                                             | 9,7     | 10,6     | 6,4 | 7,3        | 3,2                 | 15,3                                         | 8,1    |
| 2016               | 0,9                                                       | 0,6                                               | 1,4                                                      | -1,1                  | 0,4                                              | -5,1    | 1,1      | 1,1 | 0,8        | 0,0                 | 1,4                                          | 1,2    |
| 2017               | 1,8                                                       | 1,6                                               | 2,2                                                      | 1,6                   | 0,4                                              | 4,9     | 1,3      | 1,2 | 2,1        | -1,5                | 2,1                                          | 0,7    |
| 2018               | 2,2                                                       | 2,4                                               | 1,8                                                      | 2,0                   | 0,4                                              | 6,3     | 1,2      | 1,2 | 1,5        | -1,1                | 1,8                                          | 1,4    |
| 2018 T1            | 1,7                                                       | 2,6                                               | 0,3                                                      | 0,9                   | 0,5                                              | 2,1     | 1,3      | 1,3 | 1,7        | -1,0                | 1,8                                          | 1,2    |
| T2                 | 2,6                                                       | 2,7                                               | 2,3                                                      | 1,7                   | 0,3                                              | 5,5     | 1,2      | 1,2 | 1,3        | -0,7                | 1,8                                          | 1,3    |
| T3                 | 2,5                                                       | 2,3                                               | 2,8                                                      | 2,8                   | 0,4                                              | 9,4     | 1,1      | 1,1 | 1,4        | -0,8                | 1,9                                          | 1,3    |
| T4                 | 2,0                                                       | 2,0                                               | 1,9                                                      | 2,6                   | 0,4                                              | 8,4     | 1,2      | 1,1 | 1,5        | -1,8                | 1,8                                          | 1,8    |
| 2018 Juillet       | 2,5                                                       | 2,4                                               | 2,6                                                      | 2,9                   | 0,5                                              | 9,5     | 1,1      | 1,1 | 1,3        | -0,6                | 2,1                                          | 1,4    |
| Août               | 2,4                                                       | 2,4                                               | 2,5                                                      | 2,7                   | 0,3                                              | 9,2     | 1,1      | 1,1 | 1,6        | -0,8                | 1,8                                          | 1,2    |
| Septembre          | 2,6                                                       | 2,2                                               | 3,2                                                      | 2,8                   | 0,3                                              | 9,5     | 1,1      | 1,1 | 1,3        | -1,2                | 1,9                                          | 1,3    |
| Octobre            | 2,2                                                       | 2,2                                               | 2,1                                                      | 3,1                   | 0,4                                              | 10,7    | 1,2      | 1,1 | 1,8        | -1,5                | 2,0                                          | 1,7    |
| Novembre           | 1,9                                                       | 2,0                                               | 1,8                                                      | 2,7                   | 0,4                                              | 9,1     | 1,2      | 1,1 | 1,6        | -1,9                | 1,7                                          | 1,8    |
| Décembre           | 1,8                                                       | 1,7                                               | 1,9                                                      | 1,8                   | 0,4                                              | 5,4     | 1,2      | 1,1 | 1,2        | -1,8                | 1,9                                          | 1,8    |

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

## 4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

|                    | Prix à la production dans l'industrie hors construction <sup>1)</sup> |       |                                        |       |                              |                            |                       |                                                        |                                      |         | Construc-<br>tion <sup>2)</sup> | Prix de<br>l'immo-<br>bilier<br>résiden-<br>tiel <sup>3)</sup> | Indicateur<br>expérimen-<br>tal<br>relatif<br>aux prix de<br>l'immobilier<br>commer-<br>cial <sup>2)</sup> |
|--------------------|-----------------------------------------------------------------------|-------|----------------------------------------|-------|------------------------------|----------------------------|-----------------------|--------------------------------------------------------|--------------------------------------|---------|---------------------------------|----------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                    | Total<br>(indice :<br>2015 =<br>100)                                  | Total | Industrie hors construction et énergie |       |                              |                            |                       |                                                        |                                      | Énergie |                                 |                                                                |                                                                                                            |
|                    |                                                                       |       | Secteur<br>manu-<br>facturier          | Total | Biens<br>intermé-<br>diaires | Biens<br>d'équi-<br>pement | Biens de consommation |                                                        |                                      |         |                                 |                                                                |                                                                                                            |
|                    |                                                                       |       |                                        |       |                              |                            | Total                 | Produits<br>alimen-<br>taires,<br>boissons<br>et tabac | Produits<br>non<br>alimen-<br>taires |         |                                 |                                                                |                                                                                                            |
|                    | 1                                                                     | 2     | 3                                      | 4     | 5                            | 6                          | 7                     | 8                                                      | 9                                    | 10      | 11                              | 12                                                             | 13                                                                                                         |
| % du total en 2015 | 100,0                                                                 | 100,0 | 77,3                                   | 72,1  | 28,9                         | 20,7                       | 22,5                  | 16,5                                                   | 5,9                                  | 27,9    |                                 |                                                                |                                                                                                            |
| 2015               | 100,0                                                                 | -2,6  | -2,3                                   | -0,5  | -1,2                         | 0,6                        | -0,6                  | -1,0                                                   | 0,2                                  | -8,6    | 0,4                             | 1,7                                                            | 2,3                                                                                                        |
| 2016               | 97,9                                                                  | -2,1  | -1,4                                   | -0,5  | -1,6                         | 0,5                        | 0,0                   | 0,0                                                    | 0,0                                  | -6,9    | 0,6                             | 3,4                                                            | 5,0                                                                                                        |
| 2017               | 100,8                                                                 | 3,0   | 3,0                                    | 2,1   | 3,2                          | 0,9                        | 1,9                   | 2,8                                                    | 0,2                                  | 5,7     | 2,2                             | 3,7                                                            | 5,1                                                                                                        |
| 2017 T4            | 101,7                                                                 | 2,5   | 2,5                                    | 2,0   | 3,2                          | 1,0                        | 1,5                   | 2,0                                                    | 0,3                                  | 3,6     | 2,5                             | 3,9                                                            | 6,6                                                                                                        |
| 2018 T1            | 102,4                                                                 | 1,7   | 1,6                                    | 1,5   | 2,4                          | 0,9                        | 0,8                   | 1,0                                                    | 0,5                                  | 2,0     | 2,4                             | 4,3                                                            | 4,5                                                                                                        |
| T2                 | 103,1                                                                 | 2,8   | 2,6                                    | 1,4   | 2,5                          | 1,0                        | 0,3                   | 0,1                                                    | 0,6                                  | 6,7     | 2,3                             | 4,2                                                            | 2,3                                                                                                        |
| T3                 | 104,9                                                                 | 4,3   | 3,2                                    | 1,5   | 3,1                          | 1,1                        | 0,1                   | -0,3                                                   | 0,7                                  | 12,5    | 2,7                             | 4,3                                                            | .                                                                                                          |
| 2018 Juin          | 103,7                                                                 | 3,6   | 3,3                                    | 1,5   | 3,1                          | 1,0                        | 0,2                   | -0,2                                                   | 0,6                                  | 9,3     | —                               | —                                                              | —                                                                                                          |
| Juillet            | 104,4                                                                 | 4,2   | 3,3                                    | 1,6   | 3,2                          | 1,0                        | 0,1                   | -0,2                                                   | 0,7                                  | 12,0    | —                               | —                                                              | —                                                                                                          |
| Août               | 104,8                                                                 | 4,3   | 3,3                                    | 1,6   | 3,3                          | 1,1                        | 0,1                   | -0,3                                                   | 0,7                                  | 12,4    | —                               | —                                                              | —                                                                                                          |
| Septembre          | 105,4                                                                 | 4,6   | 3,0                                    | 1,5   | 2,9                          | 1,1                        | 0,0                   | -0,4                                                   | 0,7                                  | 12,9    | —                               | —                                                              | —                                                                                                          |
| Octobre            | 106,2                                                                 | 4,9   | 3,2                                    | 1,5   | 2,6                          | 1,2                        | 0,2                   | -0,3                                                   | 0,8                                  | 14,6    | —                               | —                                                              | —                                                                                                          |
| Novembre           | 105,9                                                                 | 4,0   | 2,3                                    | 1,5   | 2,6                          | 1,2                        | 0,2                   | -0,2                                                   | 0,9                                  | 10,8    | —                               | —                                                              | —                                                                                                          |

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

1) Ventes domestiques uniquement.

2) Prix des intrants pour les immeubles résidentiels.

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

### 4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

|              | Déflateurs du PIB                           |       |                    |                             |                               |                                          |                                 |                                 | Prix du<br>pétrole<br>(euros<br>par baril) | Prix des matières premières hors énergie (en euros)      |                   |                          |                                                       |                   |                          |
|--------------|---------------------------------------------|-------|--------------------|-----------------------------|-------------------------------|------------------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|--------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-------------------|--------------------------|-------------------------------------------------------|-------------------|--------------------------|
|              | Total<br>(cvs ;<br>indice<br>2010<br>= 100) | Total | Demande intérieure |                             |                               |                                          | Expor-<br>tations <sup>1)</sup> | Impor-<br>tations <sup>1)</sup> |                                            | Pondération fondée<br>sur les importations <sup>2)</sup> |                   |                          | Pondération fondée<br>sur l'utilisation <sup>2)</sup> |                   |                          |
|              |                                             |       | Total              | Consom-<br>mation<br>privée | Consom-<br>mation<br>publique | Formation<br>brute<br>de capital<br>fixe |                                 |                                 |                                            | Total                                                    | Alimen-<br>taires | Non<br>alimen-<br>taires | Total                                                 | Alimen-<br>taires | Non<br>alimen-<br>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         | 106,9                                       | 0,8   | 0,5                | 0,4                         | 0,5                           | 0,7                                      | -1,4                            | -2,5                            | 39,9                                       | -2,0                                                     | -1,4              | -2,8                     | -3,1                                                  | -3,7              | -2,3                     |
| 2017         | 108,0                                       | 1,1   | 1,5                | 1,4                         | 1,4                           | 1,5                                      | 1,9                             | 2,9                             | 48,1                                       | 5,8                                                      | -3,5              | 16,6                     | 6,7                                                   | -1,6              | 17,8                     |
| 2018         | .                                           | .     | .                  | .                           | .                             | .                                        | .                               | .                               | 60,4                                       | -0,9                                                     | -6,3              | 4,3                      | -0,2                                                  | -5,5              | 5,7                      |
| 2018 T1      | 108,9                                       | 1,4   | 1,5                | 1,2                         | 1,5                           | 1,8                                      | 0,4                             | 0,4                             | 54,6                                       | -8,9                                                     | -14,6             | -3,2                     | -7,6                                                  | -12,9             | -1,4                     |
| T2           | 109,4                                       | 1,4   | 1,8                | 1,5                         | 2,0                           | 1,9                                      | 1,0                             | 2,0                             | 62,6                                       | 2,1                                                      | -6,0              | 10,3                     | 1,9                                                   | -6,3              | 11,7                     |
| T3           | 109,8                                       | 1,4   | 2,1                | 1,8                         | 1,9                           | 2,5                                      | 2,2                             | 3,9                             | 64,8                                       | 2,0                                                      | -3,4              | 7,1                      | 3,1                                                   | -2,2              | 8,8                      |
| T4           | .                                           | .     | .                  | .                           | .                             | .                                        | .                               | .                               | 59,5                                       | 1,9                                                      | 0,1               | 3,6                      | 2,3                                                   | 0,2               | 4,4                      |
| 2018 Juillet | —                                           | —     | —                  | —                           | —                             | —                                        | —                               | —                               | 63,7                                       | 2,1                                                      | -6,3              | 10,5                     | 2,4                                                   | -5,9              | 12,2                     |
| Août         | —                                           | —     | —                  | —                           | —                             | —                                        | —                               | —                               | 63,3                                       | 3,1                                                      | -0,8              | 6,7                      | 4,6                                                   | 0,7               | 8,7                      |
| Septembre    | —                                           | —     | —                  | —                           | —                             | —                                        | —                               | —                               | 67,6                                       | 0,8                                                      | -3,0              | 4,2                      | 2,3                                                   | -1,0              | 5,7                      |
| Octobre      | —                                           | —     | —                  | —                           | —                             | —                                        | —                               | —                               | 70,1                                       | 2,5                                                      | -1,0              | 5,7                      | 2,9                                                   | -0,5              | 6,4                      |
| Novembre     | —                                           | —     | —                  | —                           | —                             | —                                        | —                               | —                               | 57,4                                       | 1,8                                                      | -0,8              | 4,1                      | 1,7                                                   | -1,2              | 4,8                      |
| Décembre     | —                                           | —     | —                  | —                           | —                             | —                                        | —                               | —                               | 49,8                                       | 1,5                                                      | 2,0               | 1,1                      | 2,3                                                   | 2,4               | 2,1                      |

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

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

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

## 4 Prix et coûts

### 4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

|              | Enquêtes de la Commission européenne<br>auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs<br>(soldes d'opinion en pourcentage) |                       |          |              |                                                                                | Enquêtes auprès des directeurs d'achat<br>(indices de diffusion) |          |                             |          |
|--------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|----------|--------------|--------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|----------|-----------------------------|----------|
|              | Anticipations relatives aux prix de vente<br>(pour les trois prochains mois)                                                    |                       |          |              | Évolution<br>des prix à la<br>consomma-<br>tion sur les<br>12 derniers<br>mois | Prix des consommations<br>intermédiaires                         |          | Prix facturés               |          |
|              | Industrie<br>manufacturière                                                                                                     | Commerce<br>de détail | Services | Construction |                                                                                | Industrie<br>manufacturière                                      | Services | Industrie<br>manufacturière | Services |
|              | 1                                                                                                                               | 2                     | 3        | 4            | 5                                                                              | 6                                                                | 7        | 8                           | 9        |
| 1999-2014    | 4,4                                                                                                                             | —                     | —        | -3,1         | 33,5                                                                           | 57,2                                                             | 56,5     | —                           | 49,8     |
| 2016         | -1,0                                                                                                                            | 2,2                   | 4,1      | -7,2         | 0,2                                                                            | 49,8                                                             | 53,9     | 49,3                        | 49,6     |
| 2017         | 8,7                                                                                                                             | 5,0                   | 6,7      | 2,6          | 12,3                                                                           | 64,6                                                             | 56,3     | 55,1                        | 51,6     |
| 2018         | 11,0                                                                                                                            | 7,3                   | 9,1      | 12,1         | 20,1                                                                           | 65,4                                                             | 57,9     | 56,1                        | 52,7     |
| 2018 T1      | 12,5                                                                                                                            | 6,7                   | 8,9      | 10,9         | 17,4                                                                           | 68,4                                                             | 57,2     | 57,9                        | 52,9     |
| T2           | 9,8                                                                                                                             | 6,7                   | 9,0      | 12,2         | 18,5                                                                           | 65,6                                                             | 57,6     | 56,5                        | 52,3     |
| T3           | 10,6                                                                                                                            | 7,3                   | 8,9      | 12,5         | 21,0                                                                           | 65,2                                                             | 58,4     | 55,5                        | 52,8     |
| T4           | 11,1                                                                                                                            | 8,4                   | 9,6      | 12,9         | 23,7                                                                           | 62,6                                                             | 58,4     | 54,5                        | 52,7     |
| 2018 Juillet | 9,6                                                                                                                             | 6,8                   | 9,0      | 12,3         | 20,7                                                                           | 66,6                                                             | 57,9     | 55,6                        | 53,0     |
| Août         | 10,5                                                                                                                            | 7,8                   | 9,3      | 13,2         | 19,6                                                                           | 65,3                                                             | 58,1     | 55,1                        | 52,7     |
| Septembre    | 11,6                                                                                                                            | 7,3                   | 8,3      | 12,0         | 22,6                                                                           | 63,6                                                             | 59,1     | 55,7                        | 52,8     |
| Octobre      | 9,7                                                                                                                             | 8,9                   | 8,5      | 12,9         | 24,4                                                                           | 65,1                                                             | 58,5     | 54,8                        | 52,8     |
| Novembre     | 11,2                                                                                                                            | 7,2                   | 9,9      | 12,3         | 23,8                                                                           | 63,6                                                             | 58,9     | 54,7                        | 52,8     |
| Décembre     | 12,3                                                                                                                            | 9,0                   | 10,6     | 13,6         | 23,0                                                                           | 59,1                                                             | 57,9     | 54,1                        | 52,5     |

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<br>(indice :<br>2012 = 100) | Total | Par composante             |                                           | Pour une sélection d'activités |                                             | Pour mémoire :<br>indicateur<br>des salaires<br>négociés <sup>1)</sup> |
|--------------------|-----------------------------------|-------|----------------------------|-------------------------------------------|--------------------------------|---------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|
|                    | 1                                 | 2     | Salaires<br>et traitements | Cotisations<br>sociales<br>des employeurs | Économie<br>marchande          | Principalement<br>économie<br>non marchande |                                                                        |
|                    | 1                                 | 2     | 3                          | 4                                         | 5                              | 6                                           | 7                                                                      |
| % du total en 2012 | 100,0                             | 100,0 | 74,6                       | 25,4                                      | 69,3                           | 30,7                                        |                                                                        |
| 2015               | 104,1                             | 1,6   | 1,9                        | 0,7                                       | 1,5                            | 1,6                                         | 1,5                                                                    |
| 2016               | 105,5                             | 1,4   | 1,4                        | 1,1                                       | 1,3                            | 1,5                                         | 1,4                                                                    |
| 2017               | 107,5                             | 1,8   | 1,8                        | 1,8                                       | 1,9                            | 1,6                                         | 1,5                                                                    |
| 2017 T4            | 114,1                             | 1,6   | 1,6                        | 1,4                                       | 1,8                            | 1,1                                         | 1,5                                                                    |
| 2018 T1            | 102,6                             | 2,0   | 1,8                        | 2,8                                       | 2,3                            | 1,5                                         | 1,7                                                                    |
| T2                 | 113,9                             | 2,3   | 2,0                        | 3,0                                       | 2,5                            | 1,7                                         | 2,1                                                                    |
| T3                 | 106,4                             | 2,5   | 2,4                        | 3,0                                       | 2,7                            | 2,2                                         | 2,1                                                                    |

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

## 4 Prix et coûts

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

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

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

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

## 5 Monnaie et crédit

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

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

|                    |                         | M3                    |                 |         |                                                |                                                                |         |          |                                                           |                                                      |       |       |          |
|--------------------|-------------------------|-----------------------|-----------------|---------|------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|---------|----------|-----------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|-------|-------|----------|
|                    |                         | M2                    |                 |         |                                                |                                                                |         | M3-M2    |                                                           |                                                      |       |       |          |
|                    |                         | M1                    |                 |         | M2-M1                                          |                                                                |         | Pensions | Parts<br>de fonds<br>d'invest-<br>tissement<br>monétaires | Titres<br>de<br>créance<br>d'une<br>durée<br>≤ 2 ans |       |       |          |
|                    |                         | Monnaie<br>fiduciaire | Dépôts<br>à vue |         | Dépôts<br>à terme<br>d'une<br>durée<br>≤ 2 ans | Dépôts<br>rembour-<br>sables<br>avec un<br>préavis<br>≤ 3 mois |         |          |                                                           |                                                      |       |       |          |
|                    |                         | 1                     | 2               | 3       | 4                                              | 5                                                              | 6       | 7        | 8                                                         | 9                                                    | 10    | 11    | 12       |
| Encours            |                         |                       |                 |         |                                                |                                                                |         |          |                                                           |                                                      |       |       |          |
| 2015               |                         | 1 037,3               | 5 574,7         | 6 612,0 | 1 445,6                                        | 2 159,4                                                        | 3 605,0 | 10 217,0 | 73,7                                                      | 488,6                                                | 69,2  | 631,6 | 10 848,5 |
| 2016               |                         | 1 075,3               | 6 082,8         | 7 158,1 | 1 330,6                                        | 2 221,0                                                        | 3 551,5 | 10 709,6 | 69,6                                                      | 523,1                                                | 86,6  | 679,2 | 11 388,8 |
| 2017               |                         | 1 111,6               | 6 637,7         | 7 749,3 | 1 197,0                                        | 2 260,8                                                        | 3 457,7 | 11 207,0 | 74,7                                                      | 512,0                                                | 71,6  | 658,3 | 11 865,4 |
| 2017               | T4                      | 1 111,6               | 6 637,7         | 7 749,3 | 1 197,0                                        | 2 260,8                                                        | 3 457,7 | 11 207,0 | 74,7                                                      | 512,0                                                | 71,6  | 658,3 | 11 865,4 |
| 2018               | T1                      | 1 116,9               | 6 744,0         | 7 860,9 | 1 170,3                                        | 2 259,8                                                        | 3 430,1 | 11 291,1 | 71,4                                                      | 511,4                                                | 61,5  | 644,3 | 11 935,3 |
|                    | T2                      | 1 133,6               | 6 892,4         | 8 025,9 | 1 178,1                                        | 2 270,8                                                        | 3 448,8 | 11 474,8 | 73,7                                                      | 507,8                                                | 65,5  | 647,1 | 12 121,8 |
|                    | T3                      | 1 150,5               | 7 010,1         | 8 160,6 | 1 126,6                                        | 2 285,0                                                        | 3 411,6 | 11 572,2 | 71,4                                                      | 495,4                                                | 61,3  | 628,2 | 12 200,4 |
| 2018               | Juin                    | 1 133,6               | 6 892,4         | 8 025,9 | 1 178,1                                        | 2 270,8                                                        | 3 448,8 | 11 474,8 | 73,7                                                      | 507,8                                                | 65,5  | 647,1 | 12 121,8 |
|                    | Juillet                 | 1 137,3               | 6 916,3         | 8 053,5 | 1 155,9                                        | 2 277,2                                                        | 3 433,0 | 11 486,5 | 68,5                                                      | 508,4                                                | 62,0  | 638,9 | 12 125,5 |
|                    | Août                    | 1 143,8               | 6 951,5         | 8 095,3 | 1 140,1                                        | 2 281,1                                                        | 3 421,2 | 11 516,5 | 71,8                                                      | 501,7                                                | 65,6  | 639,1 | 12 155,6 |
|                    | Septembre               | 1 150,5               | 7 010,1         | 8 160,6 | 1 126,6                                        | 2 285,0                                                        | 3 411,6 | 11 572,2 | 71,4                                                      | 495,4                                                | 61,3  | 628,2 | 12 200,4 |
|                    | Octobre                 | 1 154,4               | 7 045,0         | 8 199,4 | 1 138,0                                        | 2 290,1                                                        | 3 428,1 | 11 627,5 | 72,0                                                      | 506,2                                                | 62,4  | 640,6 | 12 268,2 |
|                    | Novembre <sup>(p)</sup> | 1 158,2               | 7 090,8         | 8 248,9 | 1 127,1                                        | 2 295,1                                                        | 3 422,1 | 11 671,1 | 73,7                                                      | 500,4                                                | 59,9  | 634,0 | 12 305,1 |
| Flux               |                         |                       |                 |         |                                                |                                                                |         |          |                                                           |                                                      |       |       |          |
| 2015               |                         | 66,5                  | 565,9           | 632,4   | -132,2                                         | 12,3                                                           | -119,9  | 512,5    | -47,2                                                     | 50,6                                                 | -28,9 | -25,4 | 487,1    |
| 2016               |                         | 38,1                  | 541,7           | 579,8   | -106,1                                         | 16,1                                                           | -90,0   | 489,7    | -4,3                                                      | 34,3                                                 | 18,2  | 48,2  | 538,0    |
| 2017               |                         | 36,4                  | 591,2           | 627,6   | -110,5                                         | 34,1                                                           | -76,4   | 551,2    | 6,6                                                       | -10,9                                                | -18,4 | -22,7 | 528,5    |
| 2017               | T4                      | 7,7                   | 119,8           | 127,5   | -18,7                                          | 9,5                                                            | -9,2    | 118,2    | 7,6                                                       | -19,0                                                | -9,6  | -21,0 | 97,2     |
| 2018               | T1                      | 5,3                   | 103,0           | 108,4   | -25,0                                          | 7,6                                                            | -17,4   | 90,9     | -3,1                                                      | -0,6                                                 | -9,1  | -12,8 | 78,2     |
|                    | T2                      | 16,6                  | 137,8           | 154,4   | 4,5                                            | 10,2                                                           | 14,7    | 169,1    | -0,9                                                      | -3,2                                                 | 2,3   | -1,8  | 167,3    |
|                    | T3                      | 16,0                  | 115,9           | 131,9   | -51,7                                          | 14,2                                                           | -37,6   | 94,3     | -2,4                                                      | -12,6                                                | -3,8  | -18,8 | 75,5     |
| 2018               | Juin                    | 4,9                   | 47,3            | 52,3    | 13,7                                           | 3,9                                                            | 17,6    | 69,9     | 1,9                                                       | 1,4                                                  | 2,4   | 5,7   | 75,6     |
|                    | Juillet                 | 2,7                   | 24,8            | 27,5    | -21,2                                          | 6,4                                                            | -14,8   | 12,7     | -5,1                                                      | 0,4                                                  | -3,3  | -8,1  | 4,6      |
|                    | Août                    | 6,5                   | 33,7            | 40,3    | -16,4                                          | 3,9                                                            | -12,5   | 27,7     | 3,2                                                       | -6,7                                                 | 3,4   | -0,1  | 27,6     |
|                    | Septembre               | 6,8                   | 57,4            | 64,2    | -14,1                                          | 3,9                                                            | -10,2   | 53,9     | -0,5                                                      | -6,2                                                 | -3,9  | -10,6 | 43,4     |
|                    | Octobre                 | 3,9                   | 31,4            | 35,3    | 9,4                                            | 5,3                                                            | 14,7    | 50,0     | 0,4                                                       | 10,7                                                 | -0,1  | 11,0  | 61,0     |
|                    | Novembre <sup>(p)</sup> | 3,7                   | 46,9            | 50,6    | -10,8                                          | 5,0                                                            | -5,8    | 44,8     | 1,7                                                       | -5,8                                                 | -2,6  | -6,6  | 38,3     |
| Taux de croissance |                         |                       |                 |         |                                                |                                                                |         |          |                                                           |                                                      |       |       |          |
| 2015               |                         | 6,9                   | 11,3            | 10,6    | -8,4                                           | 0,6                                                            | -3,2    | 5,3      | -39,0                                                     | 11,5                                                 | -28,4 | -3,9  | 4,7      |
| 2016               |                         | 3,7                   | 9,7             | 8,8     | -7,4                                           | 0,7                                                            | -2,5    | 4,8      | -5,8                                                      | 7,0                                                  | 26,0  | 7,6   | 5,0      |
| 2017               |                         | 3,4                   | 9,7             | 8,8     | -8,4                                           | 1,5                                                            | -2,2    | 5,2      | 9,5                                                       | -2,1                                                 | -21,4 | -3,3  | 4,6      |
| 2017               | T4                      | 3,4                   | 9,7             | 8,8     | -8,4                                           | 1,5                                                            | -2,2    | 5,2      | 9,5                                                       | -2,1                                                 | -21,4 | -3,3  | 4,6      |
| 2018               | T1                      | 2,5                   | 8,4             | 7,5     | -8,9                                           | 1,6                                                            | -2,2    | 4,3      | -1,6                                                      | -4,7                                                 | -27,2 | -7,0  | 3,6      |
|                    | T2                      | 3,5                   | 8,1             | 7,4     | -5,6                                           | 1,7                                                            | -0,9    | 4,7      | 5,3                                                       | -1,4                                                 | -16,3 | -2,4  | 4,3      |
|                    | T3                      | 4,1                   | 7,3             | 6,8     | -7,5                                           | 1,8                                                            | -1,4    | 4,3      | 2,0                                                       | -6,7                                                 | -25,0 | -8,0  | 3,6      |
| 2018               | Juin                    | 3,5                   | 8,1             | 7,4     | -5,6                                           | 1,7                                                            | -0,9    | 4,7      | 5,3                                                       | -1,4                                                 | -16,3 | -2,4  | 4,3      |
|                    | Juillet                 | 3,6                   | 7,6             | 7,0     | -6,5                                           | 1,9                                                            | -1,1    | 4,4      | -1,8                                                      | -1,5                                                 | -19,8 | -3,7  | 4,0      |
|                    | Août                    | 3,9                   | 7,0             | 6,5     | -7,6                                           | 1,8                                                            | -1,5    | 4,0      | -2,5                                                      | -3,6                                                 | -10,5 | -4,2  | 3,5      |
|                    | Septembre               | 4,1                   | 7,3             | 6,8     | -7,5                                           | 1,8                                                            | -1,4    | 4,3      | 2,0                                                       | -6,7                                                 | -25,0 | -8,0  | 3,6      |
|                    | Octobre                 | 4,1                   | 7,3             | 6,8     | -6,2                                           | 1,8                                                            | -1,0    | 4,4      | -0,6                                                      | -3,7                                                 | -14,9 | -4,6  | 3,9      |
|                    | Novembre <sup>(p)</sup> | 4,3                   | 7,1             | 6,7     | -6,6                                           | 2,0                                                            | -1,0    | 4,3      | -8,1                                                      | -3,7                                                 | -19,8 | -6,0  | 3,7      |

Source : BCE.

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

## 5 Monnaie et crédit

### 5.2 Dépôts dans M3 <sup>1)</sup>

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

|                         | Sociétés non financières <sup>2)</sup> |              |                                    |                                               |          | Ménages <sup>3)</sup> |              |                                    |                                               |          | Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension <sup>2)</sup> | Sociétés d'assurance et fonds de pension | Autres administrations publiques <sup>4)</sup> |
|-------------------------|----------------------------------------|--------------|------------------------------------|-----------------------------------------------|----------|-----------------------|--------------|------------------------------------|-----------------------------------------------|----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|------------------------------------------------|
|                         | Total                                  | Dépôts à vue | Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans | Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois | Pensions | Total                 | Dépôts à vue | Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans | Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois | Pensions |                                                                                                       |                                          |                                                |
|                         | 1                                      | 2            | 3                                  | 4                                             | 5        | 6                     | 7            | 8                                  | 9                                             | 10       | 11                                                                                                    | 12                                       | 13                                             |
| Encours                 |                                        |              |                                    |                                               |          |                       |              |                                    |                                               |          |                                                                                                       |                                          |                                                |
| 2015                    | 1 960,9                                | 1 512,5      | 323,5                              | 116,9                                         | 8,1      | 5 753,0               | 3 061,3      | 695,3                              | 1 993,5                                       | 2,9      | 946,9                                                                                                 | 226,7                                    | 365,9                                          |
| 2016                    | 2 093,3                                | 1 630,4      | 295,1                              | 159,6                                         | 8,2      | 6 055,5               | 3 402,3      | 644,9                              | 2 006,3                                       | 2,1      | 971,8                                                                                                 | 199,5                                    | 383,8                                          |
| 2017                    | 2 255,7                                | 1 801,7      | 285,8                              | 159,1                                         | 9,1      | 6 305,0               | 3 698,8      | 561,9                              | 2 043,6                                       | 0,7      | 994,3                                                                                                 | 204,0                                    | 411,1                                          |
| 2017 T4                 | 2 255,7                                | 1 801,7      | 285,8                              | 159,1                                         | 9,1      | 6 305,0               | 3 698,8      | 561,9                              | 2 043,6                                       | 0,7      | 994,3                                                                                                 | 204,0                                    | 411,1                                          |
| 2018 T1                 | 2 260,5                                | 1 821,6      | 274,0                              | 157,2                                         | 7,6      | 6 376,4               | 3 787,5      | 543,5                              | 2 043,8                                       | 1,6      | 983,2                                                                                                 | 210,4                                    | 415,1                                          |
| T2                      | 2 296,8                                | 1 855,2      | 277,9                              | 156,7                                         | 7,0      | 6 462,3               | 3 870,1      | 535,2                              | 2 055,9                                       | 1,1      | 1 010,5                                                                                               | 219,8                                    | 425,6                                          |
| T3                      | 2 323,7                                | 1 891,5      | 268,0                              | 157,4                                         | 6,8      | 6 538,7               | 3 945,4      | 524,6                              | 2 067,6                                       | 1,1      | 982,2                                                                                                 | 211,8                                    | 436,8                                          |
| 2018 Juin               | 2 296,8                                | 1 855,2      | 277,9                              | 156,7                                         | 7,0      | 6 462,3               | 3 870,1      | 535,2                              | 2 055,9                                       | 1,1      | 1 010,5                                                                                               | 219,8                                    | 425,6                                          |
| Juillet                 | 2 296,6                                | 1 860,7      | 272,0                              | 156,6                                         | 7,4      | 6 490,0               | 3 894,7      | 532,0                              | 2 061,5                                       | 1,8      | 989,9                                                                                                 | 216,0                                    | 425,2                                          |
| Août                    | 2 305,8                                | 1 872,8      | 268,8                              | 157,5                                         | 6,7      | 6 515,4               | 3 921,6      | 528,2                              | 2 063,8                                       | 1,8      | 974,8                                                                                                 | 214,3                                    | 434,2                                          |
| Septembre               | 2 323,7                                | 1 891,5      | 268,0                              | 157,4                                         | 6,8      | 6 538,7               | 3 945,4      | 524,6                              | 2 067,6                                       | 1,1      | 982,2                                                                                                 | 211,8                                    | 436,8                                          |
| Octobre                 | 2 316,8                                | 1 892,3      | 271,4                              | 147,1                                         | 5,9      | 6 587,2               | 3 984,1      | 520,8                              | 2 081,1                                       | 1,1      | 992,6                                                                                                 | 208,3                                    | 440,3                                          |
| Novembre <sup>(p)</sup> | 2 323,3                                | 1 892,3      | 276,4                              | 146,5                                         | 8,1      | 6 610,0               | 4 004,6      | 517,6                              | 2 086,6                                       | 1,1      | 1 002,5                                                                                               | 207,7                                    | 443,1                                          |
| Flux                    |                                        |              |                                    |                                               |          |                       |              |                                    |                                               |          |                                                                                                       |                                          |                                                |
| 2015                    | 90,3                                   | 127,8        | -31,4                              | 4,9                                           | -11,1    | 196,1                 | 304,7        | -109,6                             | 1,4                                           | -0,4     | 83,4                                                                                                  | -1,1                                     | 30,1                                           |
| 2016                    | 131,8                                  | 156,6        | -25,2                              | 0,3                                           | 0,1      | 300,7                 | 334,2        | -46,5                              | 13,9                                          | -0,9     | 24,2                                                                                                  | -28,4                                    | 19,1                                           |
| 2017                    | 178,5                                  | 181,3        | -3,1                               | -0,7                                          | 1,0      | 254,7                 | 304,4        | -81,6                              | 33,2                                          | -1,3     | 55,2                                                                                                  | 6,2                                      | 26,9                                           |
| 2017 T4                 | 37,6                                   | 32,5         | 0,4                                | 0,9                                           | 3,8      | 53,0                  | 67,4         | -20,4                              | 7,2                                           | -1,2     | 29,4                                                                                                  | 2,9                                      | -4,7                                           |
| 2018 T1                 | 7,7                                    | 22,0         | -10,9                              | -2,0                                          | -1,4     | 73,6                  | 81,9         | -18,1                              | 9,0                                           | 0,9      | -9,3                                                                                                  | 6,7                                      | 3,8                                            |
| T2                      | 28,8                                   | 29,0         | 1,1                                | -0,7                                          | -0,7     | 83,6                  | 81,7         | -9,1                               | 11,6                                          | -0,5     | 20,1                                                                                                  | 9,0                                      | 10,0                                           |
| T3                      | 26,4                                   | 36,0         | -10,0                              | 0,6                                           | -0,2     | 76,4                  | 75,4         | -10,7                              | 11,6                                          | 0,0      | -29,8                                                                                                 | -8,1                                     | 11,1                                           |
| 2018 Juin               | 2,8                                    | -3,4         | 6,1                                | 0,0                                           | 0,1      | 27,3                  | 25,5         | -1,6                               | 3,6                                           | -0,2     | 25,6                                                                                                  | 5,3                                      | 5,8                                            |
| Juillet                 | 0,9                                    | 6,2          | -5,6                               | -0,1                                          | 0,4      | 28,1                  | 24,8         | -3,1                               | 5,6                                           | 0,8      | -20,1                                                                                                 | -3,7                                     | -0,3                                           |
| Août                    | 8,4                                    | 11,6         | -3,5                               | 0,9                                           | -0,7     | 25,0                  | 26,7         | -3,9                               | 2,3                                           | 0,0      | -16,2                                                                                                 | -1,8                                     | 9,0                                            |
| Septembre               | 17,2                                   | 18,2         | -1,0                               | -0,1                                          | 0,1      | 23,2                  | 23,9         | -3,7                               | 3,8                                           | -0,8     | 6,5                                                                                                   | -2,6                                     | 2,4                                            |
| Octobre                 | 3,3                                    | 1,7          | 2,5                                | 0,0                                           | -0,9     | 38,3                  | 37,4         | -4,2                               | 5,0                                           | 0,1      | 6,2                                                                                                   | -3,8                                     | 2,4                                            |
| Novembre <sup>(p)</sup> | 7,0                                    | 0,3          | 5,4                                | -0,9                                          | 2,2      | 23,3                  | 20,6         | -3,1                               | 5,8                                           | 0,0      | 10,3                                                                                                  | -1,0                                     | 3,1                                            |
| Taux de croissance      |                                        |              |                                    |                                               |          |                       |              |                                    |                                               |          |                                                                                                       |                                          |                                                |
| 2015                    | 4,8                                    | 9,2          | -8,8                               | 4,4                                           | -58,0    | 3,5                   | 11,1         | -13,6                              | 0,1                                           | -12,2    | 9,7                                                                                                   | -0,5                                     | 9,0                                            |
| 2016                    | 6,8                                    | 10,4         | -7,9                               | 0,3                                           | 1,4      | 5,2                   | 10,9         | -6,7                               | 0,7                                           | -29,3    | 2,5                                                                                                   | -12,5                                    | 5,2                                            |
| 2017                    | 8,6                                    | 11,2         | -1,1                               | -0,5                                          | 12,5     | 4,2                   | 9,0          | -12,7                              | 1,7                                           | -65,5    | 5,8                                                                                                   | 3,2                                      | 7,0                                            |
| 2017 T4                 | 8,6                                    | 11,2         | -1,1                               | -0,5                                          | 12,5     | 4,2                   | 9,0          | -12,7                              | 1,7                                           | -65,5    | 5,8                                                                                                   | 3,2                                      | 7,0                                            |
| 2018 T1                 | 5,2                                    | 8,0          | -7,8                               | -0,6                                          | 19,2     | 4,0                   | 8,3          | -12,5                              | 1,6                                           | -42,0    | 4,3                                                                                                   | 10,3                                     | 5,3                                            |
| T2                      | 4,8                                    | 7,1          | -5,5                               | -1,2                                          | 7,0      | 4,4                   | 8,6          | -10,9                              | 1,8                                           | -53,9    | 5,8                                                                                                   | 12,8                                     | 5,8                                            |
| T3                      | 4,5                                    | 6,8          | -6,8                               | -0,7                                          | 27,4     | 4,6                   | 8,4          | -10,0                              | 1,9                                           | -45,8    | 1,0                                                                                                   | 5,2                                      | 4,9                                            |
| 2018 Juin               | 4,8                                    | 7,1          | -5,5                               | -1,2                                          | 7,0      | 4,4                   | 8,6          | -10,9                              | 1,8                                           | -53,9    | 5,8                                                                                                   | 12,8                                     | 5,8                                            |
| Juillet                 | 4,5                                    | 6,8          | -6,5                               | -1,0                                          | 20,4     | 4,6                   | 8,7          | -10,4                              | 1,9                                           | -13,6    | 2,0                                                                                                   | 11,6                                     | 3,8                                            |
| Août                    | 4,2                                    | 6,5          | -7,2                               | -0,7                                          | 13,8     | 4,6                   | 8,6          | -10,4                              | 1,9                                           | -10,7    | -1,7                                                                                                  | 8,1                                      | 4,7                                            |
| Septembre               | 4,5                                    | 6,8          | -6,8                               | -0,7                                          | 27,4     | 4,6                   | 8,4          | -10,0                              | 1,9                                           | -45,8    | 1,0                                                                                                   | 5,2                                      | 4,9                                            |
| Octobre                 | 4,1                                    | 6,0          | -4,6                               | -1,1                                          | 5,7      | 4,7                   | 8,4          | -9,6                               | 2,0                                           | -45,3    | 3,0                                                                                                   | 2,8                                      | 5,1                                            |
| Novembre <sup>(p)</sup> | 3,7                                    | 5,3          | -3,2                               | -1,8                                          | 0,4      | 4,9                   | 8,5          | -9,1                               | 2,2                                           | -42,6    | 0,5                                                                                                   | 1,3                                      | 6,8                                            |

Source : BCE.

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

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

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

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

## 5 Monnaie et crédit

### 5.3 Créances sur les résidents de la zone euro <sup>1)</sup>

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

|                    |                         | Créances sur les administrations publiques |         |                   | Créances sur les autres résidents de la zone euro |          |                                            |                           |                                                                                                               |                                                  |                   |                                                           |                              |
|--------------------|-------------------------|--------------------------------------------|---------|-------------------|---------------------------------------------------|----------|--------------------------------------------|---------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|-------------------|-----------------------------------------------------------|------------------------------|
|                    |                         | Total                                      | Prêts   | Titres de créance | Total                                             | Prêts    |                                            |                           |                                                                                                               |                                                  | Titres de créance | Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires |                              |
|                    |                         |                                            |         |                   |                                                   | Total    | Aux sociétés non financières <sup>3)</sup> | Aux ménages <sup>4)</sup> | Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension <sup>3)</sup> | Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension |                   |                                                           |                              |
|                    |                         |                                            |         |                   |                                                   |          |                                            |                           |                                                                                                               |                                                  |                   |                                                           | Prêts corrigés <sup>2)</sup> |
|                    |                         | 1                                          | 2       | 3                 | 4                                                 | 5        | 6                                          | 7                         | 8                                                                                                             | 9                                                | 10                | 11                                                        | 12                           |
| Encours            |                         |                                            |         |                   |                                                   |          |                                            |                           |                                                                                                               |                                                  |                   |                                                           |                              |
| 2015               |                         | 3 898,4                                    | 1 114,1 | 2 781,8           | 12 601,6                                          | 10 510,6 | 10 806,0                                   | 4 287,1                   | 5 309,7                                                                                                       | 789,3                                            | 124,5             | 1 309,4                                                   | 781,5                        |
| 2016               |                         | 4 389,4                                    | 1 084,1 | 3 292,1           | 12 881,0                                          | 10 710,9 | 10 981,6                                   | 4 311,4                   | 5 449,4                                                                                                       | 836,5                                            | 113,5             | 1 387,5                                                   | 782,6                        |
| 2017               |                         | 4 625,9                                    | 1 033,3 | 3 578,7           | 13 116,8                                          | 10 874,4 | 11 170,9                                   | 4 326,4                   | 5 599,1                                                                                                       | 839,2                                            | 109,6             | 1 442,6                                                   | 799,8                        |
| 2017               | T4                      | 4 625,9                                    | 1 033,3 | 3 578,7           | 13 116,8                                          | 10 874,4 | 11 170,9                                   | 4 326,4                   | 5 599,1                                                                                                       | 839,2                                            | 109,6             | 1 442,6                                                   | 799,8                        |
| 2018               | T1                      | 4 605,0                                    | 1 023,1 | 3 568,0           | 13 196,4                                          | 10 941,2 | 11 233,7                                   | 4 343,7                   | 5 633,0                                                                                                       | 851,7                                            | 112,8             | 1 467,7                                                   | 787,5                        |
|                    | T2                      | 4 603,1                                    | 1 017,7 | 3 571,2           | 13 276,3                                          | 10 990,7 | 11 328,2                                   | 4 358,0                   | 5 659,7                                                                                                       | 853,2                                            | 119,8             | 1 496,9                                                   | 788,8                        |
|                    | T3                      | 4 627,4                                    | 1 003,5 | 3 609,9           | 13 363,2                                          | 11 064,5 | 11 398,2                                   | 4 396,9                   | 5 701,3                                                                                                       | 841,9                                            | 124,4             | 1 513,8                                                   | 784,8                        |
| 2018               | Juin                    | 4 603,1                                    | 1 017,7 | 3 571,2           | 13 276,3                                          | 10 990,7 | 11 328,2                                   | 4 358,0                   | 5 659,7                                                                                                       | 853,2                                            | 119,8             | 1 496,9                                                   | 788,8                        |
|                    | Juillet                 | 4 621,6                                    | 1 010,4 | 3 596,8           | 13 325,6                                          | 11 023,4 | 11 351,6                                   | 4 381,8                   | 5 674,6                                                                                                       | 846,6                                            | 120,4             | 1 512,2                                                   | 790,1                        |
|                    | Août                    | 4 612,1                                    | 1 004,0 | 3 593,9           | 13 352,9                                          | 11 054,9 | 11 383,1                                   | 4 394,3                   | 5 693,2                                                                                                       | 847,2                                            | 120,2             | 1 515,4                                                   | 782,6                        |
|                    | Septembre               | 4 627,4                                    | 1 003,5 | 3 609,9           | 13 363,2                                          | 11 064,5 | 11 398,2                                   | 4 396,9                   | 5 701,3                                                                                                       | 841,9                                            | 124,4             | 1 513,8                                                   | 784,8                        |
|                    | Octobre                 | 4 611,9                                    | 1 000,6 | 3 597,4           | 13 387,6                                          | 11 090,0 | 11 423,2                                   | 4 404,0                   | 5 716,0                                                                                                       | 849,2                                            | 120,8             | 1 524,8                                                   | 772,9                        |
|                    | Novembre <sup>(p)</sup> | 4 619,4                                    | 1 003,4 | 3 594,4           | 13 405,4                                          | 11 111,8 | 11 444,7                                   | 4 419,7                   | 5 731,4                                                                                                       | 839,9                                            | 120,7             | 1 517,5                                                   | 776,2                        |
| Flux               |                         |                                            |         |                   |                                                   |          |                                            |                           |                                                                                                               |                                                  |                   |                                                           |                              |
| 2015               |                         | 294,1                                      | -21,2   | 315,0             | 84,9                                              | 57,9     | 77,4                                       | -11,4                     | 97,2                                                                                                          | -22,3                                            | -5,6              | 25,8                                                      | 1,1                          |
| 2016               |                         | 486,0                                      | -34,4   | 520,3             | 319,4                                             | 235,7    | 259,6                                      | 82,5                      | 121,1                                                                                                         | 43,2                                             | -11,0             | 80,1                                                      | 3,6                          |
| 2017               |                         | 289,6                                      | -43,0   | 332,0             | 361,5                                             | 273,4    | 315,3                                      | 83,0                      | 173,5                                                                                                         | 20,4                                             | -3,6              | 64,6                                                      | 23,6                         |
| 2017               | T4                      | 87,7                                       | -14,0   | 101,6             | 89,2                                              | 76,1     | 93,9                                       | 31,8                      | 48,1                                                                                                          | -2,0                                             | -1,8              | 8,5                                                       | 4,6                          |
| 2018               | T1                      | -30,6                                      | -9,7    | -20,8             | 112,3                                             | 94,5     | 94,4                                       | 38,1                      | 39,4                                                                                                          | 13,7                                             | 3,2               | 27,7                                                      | -9,9                         |
|                    | T2                      | 34,7                                       | -6,0    | 40,3              | 86,0                                              | 55,9     | 104,2                                      | 17,0                      | 35,2                                                                                                          | -3,2                                             | 6,9               | 29,6                                                      | 0,5                          |
|                    | T3                      | 47,9                                       | -16,1   | 64,2              | 105,3                                             | 91,3     | 88,3                                       | 49,0                      | 49,9                                                                                                          | -12,1                                            | 4,5               | 18,4                                                      | -4,4                         |
| 2018               | Juin                    | 11,6                                       | -6,2    | 17,8              | -11,2                                             | -8,7     | 35,5                                       | -20,8                     | 13,7                                                                                                          | -1,8                                             | 0,2               | 7,5                                                       | -10,0                        |
|                    | Juillet                 | 26,6                                       | -5,8    | 32,4              | 51,5                                              | 37,6     | 28,4                                       | 26,0                      | 17,0                                                                                                          | -5,9                                             | 0,5               | 15,1                                                      | -1,2                         |
|                    | Août                    | 14,5                                       | -6,5    | 21,1              | 29,9                                              | 31,1     | 30,5                                       | 13,6                      | 18,0                                                                                                          | -0,3                                             | -0,2              | 4,3                                                       | -5,5                         |
|                    | Septembre               | 6,7                                        | -3,7    | 10,7              | 23,8                                              | 22,5     | 29,4                                       | 9,4                       | 14,9                                                                                                          | -6,0                                             | 4,2               | -1,0                                                      | 2,3                          |
|                    | Octobre                 | -9,9                                       | -3,3    | -6,6              | 26,6                                              | 21,6     | 20,7                                       | 5,3                       | 15,4                                                                                                          | 4,7                                              | -3,7              | 12,5                                                      | -7,6                         |
|                    | Novembre <sup>(p)</sup> | -1,1                                       | 2,8     | -11,6             | 26,6                                              | 29,6     | 32,4                                       | 21,7                      | 17,6                                                                                                          | -9,7                                             | 0,0               | -5,9                                                      | 2,9                          |
| Taux de croissance |                         |                                            |         |                   |                                                   |          |                                            |                           |                                                                                                               |                                                  |                   |                                                           |                              |
| 2015               |                         | 8,2                                        | -1,9    | 12,7              | 0,7                                               | 0,6      | 0,7                                        | -0,3                      | 1,9                                                                                                           | -2,7                                             | -4,3              | 2,0                                                       | 0,1                          |
| 2016               |                         | 12,4                                       | -3,1    | 18,7              | 2,5                                               | 2,3      | 2,4                                        | 1,9                       | 2,3                                                                                                           | 5,5                                              | -8,9              | 6,1                                                       | 0,5                          |
| 2017               |                         | 6,6                                        | -4,0    | 10,2              | 2,8                                               | 2,6      | 2,9                                        | 1,9                       | 3,2                                                                                                           | 2,5                                              | -3,2              | 4,7                                                       | 3,0                          |
| 2017               | T4                      | 6,6                                        | -4,0    | 10,2              | 2,8                                               | 2,6      | 2,9                                        | 1,9                       | 3,2                                                                                                           | 2,5                                              | -3,2              | 4,7                                                       | 3,0                          |
| 2018               | T1                      | 3,9                                        | -3,9    | 6,4               | 2,6                                               | 2,6      | 3,0                                        | 2,3                       | 3,0                                                                                                           | 1,9                                              | -0,4              | 4,0                                                       | -0,1                         |
|                    | T2                      | 4,0                                        | -3,9    | 6,4               | 2,8                                               | 2,9      | 3,5                                        | 2,5                       | 3,0                                                                                                           | 3,0                                              | 6,8               | 4,8                                                       | -1,3                         |
|                    | T3                      | 3,1                                        | -4,4    | 5,3               | 3,0                                               | 2,9      | 3,4                                        | 3,2                       | 3,1                                                                                                           | -0,4                                             | 11,6              | 5,9                                                       | -1,1                         |
| 2018               | Juin                    | 4,0                                        | -3,9    | 6,4               | 2,8                                               | 2,9      | 3,5                                        | 2,5                       | 3,0                                                                                                           | 3,0                                              | 6,8               | 4,8                                                       | -1,3                         |
|                    | Juillet                 | 3,8                                        | -3,9    | 6,2               | 3,0                                               | 3,0      | 3,4                                        | 3,0                       | 3,3                                                                                                           | 1,3                                              | 5,5               | 4,9                                                       | -1,1                         |
|                    | Août                    | 3,3                                        | -4,4    | 5,6               | 3,0                                               | 3,0      | 3,4                                        | 3,1                       | 3,2                                                                                                           | 0,8                                              | 4,6               | 6,1                                                       | -1,8                         |
|                    | Septembre               | 3,1                                        | -4,4    | 5,3               | 3,0                                               | 2,9      | 3,4                                        | 3,2                       | 3,1                                                                                                           | -0,4                                             | 11,6              | 5,9                                                       | -1,1                         |
|                    | Octobre                 | 2,7                                        | -4,2    | 4,8               | 3,0                                               | 2,8      | 3,3                                        | 2,8                       | 3,2                                                                                                           | -0,5                                             | 7,3               | 7,2                                                       | -2,3                         |
|                    | Novembre <sup>(p)</sup> | 2,2                                        | -3,8    | 3,8               | 2,8                                               | 2,7      | 3,3                                        | 2,9                       | 3,2                                                                                                           | -1,7                                             | 5,0               | 6,7                                                       | -2,6                         |

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 euro <sup>1)</sup>

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

|                    |                         | Sociétés non financières <sup>2)</sup> |         |         |                         | Ménages <sup>3)</sup> |                              |         |                                   |                      |                 |
|--------------------|-------------------------|----------------------------------------|---------|---------|-------------------------|-----------------------|------------------------------|---------|-----------------------------------|----------------------|-----------------|
|                    |                         | Total                                  |         | ≤ 1 an  | > 1 an<br>et<br>≤ 5 ans | > 5 ans               | Total                        |         | Crédits à la<br>consomma-<br>tion | Prêts au<br>logement | Autres<br>prêts |
|                    |                         | Prêts corrigés <sup>4)</sup>           |         |         |                         |                       | Prêts corrigés <sup>4)</sup> |         |                                   |                      |                 |
|                    |                         | 1                                      | 2       | 3       | 4                       | 5                     | 6                            | 7       | 8                                 | 9                    | 10              |
| Encours            |                         |                                        |         |         |                         |                       |                              |         |                                   |                      |                 |
| 2015               |                         | 4 287,1                                | 4 266,9 | 1 051,8 | 760,7                   | 2 474,6               | 5 309,7                      | 5 643,5 | 595,3                             | 3 949,1              | 765,3           |
| 2016               |                         | 4 311,4                                | 4 308,9 | 1 013,5 | 795,6                   | 2 502,4               | 5 449,4                      | 5 728,6 | 615,9                             | 4 082,8              | 750,6           |
| 2017               |                         | 4 326,4                                | 4 364,4 | 987,7   | 820,3                   | 2 518,5               | 5 599,1                      | 5 865,6 | 654,4                             | 4 216,5              | 728,1           |
| 2017               | T4                      | 4 326,4                                | 4 364,4 | 987,7   | 820,3                   | 2 518,5               | 5 599,1                      | 5 865,6 | 654,4                             | 4 216,5              | 728,1           |
| 2018               | T1                      | 4 343,7                                | 4 381,1 | 997,8   | 820,6                   | 2 525,4               | 5 633,0                      | 5 904,6 | 663,6                             | 4 243,6              | 725,8           |
|                    | T2                      | 4 358,0                                | 4 424,9 | 986,0   | 828,0                   | 2 544,0               | 5 659,7                      | 5 940,5 | 670,1                             | 4 272,9              | 716,7           |
|                    | T3                      | 4 396,9                                | 4 464,4 | 1 000,2 | 836,9                   | 2 559,9               | 5 701,3                      | 5 978,6 | 678,3                             | 4 310,4              | 712,7           |
| 2018               | Juin                    | 4 358,0                                | 4 424,9 | 986,0   | 828,0                   | 2 544,0               | 5 659,7                      | 5 940,5 | 670,1                             | 4 272,9              | 716,7           |
|                    | Juillet                 | 4 381,8                                | 4 441,9 | 997,6   | 833,2                   | 2 551,0               | 5 674,6                      | 5 954,4 | 673,9                             | 4 285,4              | 715,3           |
|                    | Août                    | 4 394,3                                | 4 453,8 | 1 001,0 | 835,0                   | 2 558,4               | 5 693,2                      | 5 972,2 | 677,6                             | 4 300,2              | 715,4           |
|                    | Septembre               | 4 396,9                                | 4 464,4 | 1 000,2 | 836,9                   | 2 559,9               | 5 701,3                      | 5 978,6 | 678,3                             | 4 310,4              | 712,7           |
|                    | Octobre                 | 4 404,0                                | 4 469,6 | 985,5   | 844,1                   | 2 574,4               | 5 716,0                      | 5 996,4 | 681,6                             | 4 323,6              | 710,8           |
|                    | Novembre <sup>(p)</sup> | 4 419,7                                | 4 484,4 | 989,3   | 849,9                   | 2 580,6               | 5 731,4                      | 6 010,2 | 685,1                             | 4 335,3              | 711,0           |
| Flux               |                         |                                        |         |         |                         |                       |                              |         |                                   |                      |                 |
| 2015               |                         | -11,4                                  | 24,1    | -50,5   | 32,0                    | 7,0                   | 97,2                         | 75,3    | 21,2                              | 80,1                 | -4,1            |
| 2016               |                         | 82,5                                   | 100,2   | -14,5   | 43,0                    | 54,0                  | 121,1                        | 113,8   | 24,1                              | 105,3                | -8,3            |
| 2017               |                         | 83,0                                   | 132,9   | -0,1    | 38,1                    | 45,0                  | 173,5                        | 165,8   | 45,1                              | 134,2                | -5,8            |
| 2017               | T4                      | 31,8                                   | 51,8    | 10,8    | 10,8                    | 10,2                  | 48,1                         | 44,5    | 12,3                              | 36,8                 | -1,0            |
| 2018               | T1                      | 38,1                                   | 38,6    | 16,7    | 5,6                     | 15,8                  | 39,4                         | 45,6    | 11,2                              | 27,5                 | 0,7             |
|                    | T2                      | 17,0                                   | 48,0    | -12,2   | 10,2                    | 19,0                  | 35,2                         | 44,8    | 10,6                              | 29,1                 | -4,5            |
|                    | T3                      | 49,0                                   | 48,1    | 16,5    | 10,3                    | 22,2                  | 49,9                         | 48,5    | 10,5                              | 40,5                 | -1,1            |
| 2018               | Juin                    | -20,8                                  | 13,3    | -19,7   | 3,5                     | -4,5                  | 13,7                         | 16,2    | 2,6                               | 13,9                 | -2,9            |
|                    | Juillet                 | 26,0                                   | 18,4    | 12,7    | 6,0                     | 7,3                   | 17,0                         | 16,5    | 4,3                               | 13,3                 | -0,7            |
|                    | Août                    | 13,6                                   | 12,5    | 3,5     | 1,9                     | 8,2                   | 18,0                         | 17,3    | 4,1                               | 13,9                 | 0,0             |
|                    | Septembre               | 9,4                                    | 17,2    | 0,3     | 2,4                     | 6,7                   | 14,9                         | 14,8    | 2,1                               | 13,3                 | -0,5            |
|                    | Octobre                 | 5,3                                    | 3,4     | -16,6   | 7,3                     | 14,6                  | 15,4                         | 19,0    | 3,6                               | 11,9                 | -0,1            |
|                    | Novembre <sup>(p)</sup> | 21,7                                   | 22,2    | 5,4     | 7,3                     | 9,0                   | 17,6                         | 17,7    | 3,8                               | 13,0                 | 0,8             |
| Taux de croissance |                         |                                        |         |         |                         |                       |                              |         |                                   |                      |                 |
| 2015               |                         | -0,3                                   | 0,6     | -4,5    | 4,4                     | 0,3                   | 1,9                          | 1,4     | 3,7                               | 2,1                  | -0,5            |
| 2016               |                         | 1,9                                    | 2,4     | -1,4    | 5,7                     | 2,2                   | 2,3                          | 2,0     | 4,1                               | 2,7                  | -1,1            |
| 2017               |                         | 1,9                                    | 3,1     | 0,0     | 4,8                     | 1,8                   | 3,2                          | 2,9     | 7,3                               | 3,3                  | -0,8            |
| 2017               | T4                      | 1,9                                    | 3,1     | 0,0     | 4,8                     | 1,8                   | 3,2                          | 2,9     | 7,3                               | 3,3                  | -0,8            |
| 2018               | T1                      | 2,3                                    | 3,3     | 2,6     | 4,5                     | 1,4                   | 3,0                          | 2,9     | 7,2                               | 3,0                  | -0,4            |
|                    | T2                      | 2,5                                    | 4,1     | 1,3     | 5,4                     | 2,1                   | 3,0                          | 3,0     | 7,2                               | 3,1                  | -1,1            |
|                    | T3                      | 3,2                                    | 4,3     | 3,3     | 4,6                     | 2,7                   | 3,1                          | 3,2     | 6,9                               | 3,2                  | -0,8            |
| 2018               | Juin                    | 2,5                                    | 4,1     | 1,3     | 5,4                     | 2,1                   | 3,0                          | 3,0     | 7,2                               | 3,1                  | -1,1            |
|                    | Juillet                 | 3,0                                    | 4,1     | 2,7     | 5,5                     | 2,3                   | 3,3                          | 3,0     | 7,2                               | 3,4                  | -0,8            |
|                    | Août                    | 3,1                                    | 4,2     | 3,0     | 5,3                     | 2,4                   | 3,2                          | 3,1     | 7,2                               | 3,2                  | -0,8            |
|                    | Septembre               | 3,2                                    | 4,3     | 3,3     | 4,6                     | 2,7                   | 3,1                          | 3,2     | 6,9                               | 3,2                  | -0,8            |
|                    | Octobre                 | 2,8                                    | 3,9     | 0,6     | 4,9                     | 2,9                   | 3,2                          | 3,2     | 7,1                               | 3,3                  | -0,7            |
|                    | Novembre <sup>(p)</sup> | 2,9                                    | 4,0     | 1,2     | 5,1                     | 2,9                   | 3,2                          | 3,3     | 6,7                               | 3,3                  | -0,7            |

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 cessations 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 euro <sup>1)</sup>

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

|                    |                         | Passif des IFM                                    |                                                                                    |                                    |                                            |                                                | Actif des IFM             |                     |                                                                  |                                                            |       |
|--------------------|-------------------------|---------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------|--------------------------------------------|------------------------------------------------|---------------------------|---------------------|------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|-------|
|                    |                         | Dépôts de l'administration centrale <sup>2)</sup> | 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 <sup>3)</sup> | Prises en pension de contreparties centrales <sup>3)</sup> |       |
|                    |                         | 1                                                 | 2                                                                                  | 3                                  | 4                                          | 5                                              | 6                         | 7                   | 8                                                                | 9                                                          | 10    |
| Encours            |                         |                                                   |                                                                                    |                                    |                                            |                                                |                           |                     |                                                                  |                                                            |       |
| 2015               |                         | 282,8                                             | 6 999,4                                                                            | 2 119,6                            | 79,5                                       | 2 255,5                                        | 2 544,9                   | 1 349,2             | 281,7                                                            | 205,9                                                      | 135,6 |
| 2016               |                         | 307,7                                             | 6 955,7                                                                            | 2 089,3                            | 70,9                                       | 2 145,9                                        | 2 649,7                   | 1 128,7             | 253,2                                                            | 205,9                                                      | 121,6 |
| 2017               |                         | 343,4                                             | 6 768,5                                                                            | 1 968,3                            | 59,7                                       | 2 014,1                                        | 2 726,3                   | 935,5               | 299,1                                                            | 143,5                                                      | 92,5  |
| 2017               | T4                      | 343,4                                             | 6 768,5                                                                            | 1 968,3                            | 59,7                                       | 2 014,1                                        | 2 726,3                   | 935,5               | 299,1                                                            | 143,5                                                      | 92,5  |
| 2018               | T1                      | 340,8                                             | 6 745,7                                                                            | 1 952,7                            | 59,4                                       | 2 015,0                                        | 2 718,5                   | 903,7               | 316,7                                                            | 135,9                                                      | 86,2  |
|                    | T2                      | 330,4                                             | 6 708,9                                                                            | 1 950,6                            | 58,4                                       | 2 025,9                                        | 2 674,0                   | 858,9               | 422,7                                                            | 174,1                                                      | 183,8 |
|                    | T3                      | 403,4                                             | 6 693,5                                                                            | 1 934,7                            | 56,9                                       | 2 048,5                                        | 2 653,4                   | 882,1               | 424,7                                                            | 177,3                                                      | 183,0 |
| 2018               | Juin                    | 330,4                                             | 6 708,9                                                                            | 1 950,6                            | 58,4                                       | 2 025,9                                        | 2 674,0                   | 858,9               | 422,7                                                            | 174,1                                                      | 183,8 |
|                    | Juillet                 | 354,8                                             | 6 695,1                                                                            | 1 951,4                            | 57,7                                       | 2 018,6                                        | 2 667,3                   | 844,7               | 383,5                                                            | 184,1                                                      | 192,4 |
|                    | Août                    | 391,6                                             | 6 676,5                                                                            | 1 942,9                            | 57,3                                       | 2 016,2                                        | 2 660,2                   | 847,6               | 411,1                                                            | 181,4                                                      | 189,0 |
|                    | Septembre               | 403,4                                             | 6 693,5                                                                            | 1 934,7                            | 56,9                                       | 2 048,5                                        | 2 653,4                   | 882,1               | 424,7                                                            | 177,3                                                      | 183,0 |
|                    | Octobre                 | 398,2                                             | 6 789,0                                                                            | 1 936,3                            | 56,6                                       | 2 104,5                                        | 2 691,6                   | 995,2               | 460,6                                                            | 167,1                                                      | 174,3 |
|                    | Novembre <sup>(p)</sup> | 390,4                                             | 6 781,6                                                                            | 1 929,1                            | 55,7                                       | 2 098,3                                        | 2 698,5                   | 1 034,2             | 418,0                                                            | 196,1                                                      | 204,1 |
| Flux               |                         |                                                   |                                                                                    |                                    |                                            |                                                |                           |                     |                                                                  |                                                            |       |
| 2015               |                         | 6,2                                               | -216,0                                                                             | -106,3                             | -13,5                                      | -210,7                                         | 114,5                     | -88,6               | -13,1                                                            | 21,4                                                       | -4,0  |
| 2016               |                         | 22,0                                              | -122,9                                                                             | -71,3                              | -8,6                                       | -118,7                                         | 75,8                      | -278,2              | -90,1                                                            | 12,8                                                       | -12,0 |
| 2017               |                         | 39,4                                              | -76,8                                                                              | -83,6                              | -6,6                                       | -71,8                                          | 85,2                      | -92,6               | -67,3                                                            | -60,9                                                      | -27,6 |
| 2017               | T4                      | -11,8                                             | -29,6                                                                              | -17,5                              | -1,8                                       | -12,9                                          | 2,6                       | -60,6               | -60,4                                                            | 3,2                                                        | 7,9   |
| 2018               | T1                      | -2,7                                              | 8,4                                                                                | -15,2                              | -1,4                                       | 9,5                                            | 15,5                      | 53,2                | -51,0                                                            | -7,6                                                       | -6,3  |
|                    | T2                      | -10,4                                             | -12,8                                                                              | -5,3                               | -1,1                                       | -15,0                                          | 8,6                       | -62,7               | 86,2                                                             | 16,4                                                       | 19,4  |
|                    | T3                      | 76,4                                              | 29,6                                                                               | -16,0                              | -1,5                                       | 18,9                                           | 28,3                      | 39,6                | -11,2                                                            | 3,2                                                        | -0,8  |
| 2018               | Juin                    | -5,7                                              | -7,3                                                                               | -0,4                               | -0,4                                       | -3,6                                           | -3,0                      | 20,4                | 41,9                                                             | -3,2                                                       | -2,8  |
|                    | Juillet                 | 24,3                                              | 8,5                                                                                | 1,4                                | -0,7                                       | -3,4                                           | 11,2                      | 0,2                 | -40,9                                                            | 10,0                                                       | 8,6   |
|                    | Août                    | 36,7                                              | -6,6                                                                               | -9,0                               | -0,4                                       | -5,8                                           | 8,6                       | -5,8                | 19,1                                                             | -2,6                                                       | -3,5  |
|                    | Septembre               | 15,4                                              | 27,7                                                                               | -8,4                               | -0,5                                       | 28,1                                           | 8,5                       | 45,3                | 10,7                                                             | -4,1                                                       | -6,0  |
|                    | Octobre                 | -5,5                                              | 8,0                                                                                | 0,1                                | -0,3                                       | 4,6                                            | 3,6                       | 20,9                | 25,9                                                             | -10,2                                                      | -8,7  |
|                    | Novembre <sup>(p)</sup> | -8,0                                              | -1,8                                                                               | -6,8                               | -0,9                                       | -2,8                                           | 8,7                       | 41,0                | -38,1                                                            | 29,0                                                       | 29,7  |
| Taux de croissance |                         |                                                   |                                                                                    |                                    |                                            |                                                |                           |                     |                                                                  |                                                            |       |
| 2015               |                         | 2,5                                               | -3,0                                                                               | -4,8                               | -14,5                                      | -8,6                                           | 4,6                       | —                   | —                                                                | 11,6                                                       | -2,9  |
| 2016               |                         | 7,8                                               | -1,7                                                                               | -3,4                               | -10,9                                      | -5,3                                           | 2,9                       | —                   | —                                                                | 6,3                                                        | -9,0  |
| 2017               |                         | 12,7                                              | -1,1                                                                               | -4,0                               | -9,7                                       | -3,4                                           | 3,3                       | —                   | —                                                                | -29,7                                                      | -22,7 |
| 2017               | T4                      | 12,7                                              | -1,1                                                                               | -4,0                               | -9,7                                       | -3,4                                           | 3,3                       | —                   | —                                                                | -29,7                                                      | -22,7 |
| 2018               | T1                      | 12,0                                              | -0,8                                                                               | -4,0                               | -9,8                                       | -1,5                                           | 2,6                       | —                   | —                                                                | -25,6                                                      | -22,2 |
|                    | T2                      | 6,7                                               | -1,0                                                                               | -3,2                               | -10,8                                      | -2,5                                           | 2,2                       | —                   | —                                                                | -3,6                                                       | -18,0 |
|                    | T3                      | 14,5                                              | -0,1                                                                               | -2,7                               | -9,3                                       | 0,0                                            | 2,1                       | —                   | —                                                                | 7,7                                                        | 4,9   |
| 2018               | Juin                    | 6,7                                               | -1,0                                                                               | -3,2                               | -10,8                                      | -2,5                                           | 2,2                       | —                   | —                                                                | -3,6                                                       | -18,0 |
|                    | Juillet                 | 10,3                                              | -0,7                                                                               | -2,5                               | -10,4                                      | -2,7                                           | 2,5                       | —                   | —                                                                | 22,7                                                       | 23,3  |
|                    | Août                    | 16,4                                              | -0,8                                                                               | -2,7                               | -9,9                                       | -2,6                                           | 2,2                       | —                   | —                                                                | 24,6                                                       | 34,2  |
|                    | Septembre               | 14,5                                              | -0,1                                                                               | -2,7                               | -9,3                                       | 0,0                                            | 2,1                       | —                   | —                                                                | 7,7                                                        | 4,9   |
|                    | Octobre                 | 18,3                                              | 0,4                                                                                | -1,7                               | -8,8                                       | 0,6                                            | 2,0                       | —                   | —                                                                | -9,9                                                       | -22,0 |
|                    | Novembre <sup>(p)</sup> | 24,9                                              | 0,4                                                                                | -2,1                               | -9,2                                       | 0,8                                            | 2,2                       | —                   | —                                                                | -0,1                                                       | -24,7 |

Source : BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

## 6 Évolutions budgétaires

### 6.1 Déficit/excédent

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

### 6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

### 6.3 Ratio dette publique/PIB

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

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

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

## 6 Évolutions budgétaires

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

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

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

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

### 6.5 Titres de créance des administrations publiques <sup>1)</sup>

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

|              | Service de la dette dû dans l'année <sup>2)</sup> |                       |                       |          |                  | Durée<br>résiduelle<br>moyenne<br>en<br>années <sup>3)</sup> | Rendements nominaux moyens <sup>4)</sup> |                  |      |           |                     |            |     |
|--------------|---------------------------------------------------|-----------------------|-----------------------|----------|------------------|--------------------------------------------------------------|------------------------------------------|------------------|------|-----------|---------------------|------------|-----|
|              | Total                                             | Principal             |                       | Intérêts |                  |                                                              | Encours                                  |                  |      |           |                     | Opérations |     |
|              |                                                   | Échéances<br>≤ 3 mois | Échéances<br>≤ 3 mois | Total    | Taux<br>variable |                                                              | Coupon<br>zéro                           | Taux fixe        |      | Émissions | Rembour-<br>sements |            |     |
|              |                                                   |                       |                       |          |                  |                                                              |                                          | Durées<br>≤ 1 an |      |           |                     |            |     |
|              | 1                                                 | 2                     | 3                     | 4        | 5                | 6                                                            | 7                                        | 8                | 9    | 10        | 11                  | 12         | 13  |
| 2015         | 14,6                                              | 12,8                  | 4,3                   | 1,9      | 0,5              | 6,6                                                          | 2,9                                      | 1,4              | 0,1  | 3,3       | 3,0                 | 0,4        | 1,2 |
| 2016         | 14,1                                              | 12,4                  | 4,6                   | 1,7      | 0,4              | 6,9                                                          | 2,6                                      | 1,2              | -0,1 | 3,0       | 2,9                 | 0,2        | 1,2 |
| 2017         | 12,9                                              | 11,2                  | 4,2                   | 1,7      | 0,4              | 7,1                                                          | 2,4                                      | 1,1              | -0,2 | 2,8       | 2,3                 | 0,3        | 1,1 |
| 2017 T3      | 13,0                                              | 11,3                  | 3,7                   | 1,7      | 0,4              | 7,1                                                          | 2,5                                      | 1,1              | -0,2 | 2,9       | 2,5                 | 0,2        | 1,1 |
| T4           | 12,9                                              | 11,2                  | 4,2                   | 1,7      | 0,4              | 7,1                                                          | 2,4                                      | 1,1              | -0,2 | 2,8       | 2,3                 | 0,3        | 1,1 |
| 2018 T1      | 12,9                                              | 11,3                  | 4,2                   | 1,6      | 0,4              | 7,2                                                          | 2,4                                      | 1,1              | -0,2 | 2,8       | 2,5                 | 0,4        | 1,1 |
| T2           | 12,8                                              | 11,2                  | 3,6                   | 1,6      | 0,4              | 7,3                                                          | 2,4                                      | 1,1              | -0,2 | 2,8       | 2,5                 | 0,4        | 0,9 |
| 2018 Juillet | 12,8                                              | 11,3                  | 3,7                   | 1,6      | 0,4              | 7,3                                                          | 2,3                                      | 1,1              | -0,2 | 2,7       | 2,4                 | 0,4        | 1,0 |
| Août         | 12,8                                              | 11,2                  | 3,8                   | 1,6      | 0,4              | 7,2                                                          | 2,3                                      | 1,1              | -0,2 | 2,7       | 2,5                 | 0,4        | 1,0 |
| Septembre    | 13,1                                              | 11,5                  | 3,8                   | 1,6      | 0,4              | 7,3                                                          | 2,3                                      | 1,1              | -0,1 | 2,7       | 2,6                 | 0,4        | 0,9 |
| Octobre      | 13,3                                              | 11,8                  | 3,6                   | 1,6      | 0,4              | 7,3                                                          | 2,3                                      | 1,1              | -0,1 | 2,7       | 2,5                 | 0,4        | 1,0 |
| Novembre     | 13,5                                              | 11,9                  | 3,7                   | 1,6      | 0,4              | 7,3                                                          | 2,3                                      | 1,1              | -0,1 | 2,7       | 2,5                 | 0,5        | 1,0 |
| Décembre     | 13,0                                              | 11,5                  | 3,9                   | 1,5      | 0,4              | 7,3                                                          | 2,3                                      | 1,1              | -0,1 | 2,7       | 2,5                 | 0,4        | 0,9 |

Source : BCE.

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

## 6 Évolutions budgétaires

### 6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

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

|                                                        | Belgique | Allemagne | Estonie | Irlande | Grèce | Espagne | France | Italie | Chypre |
|--------------------------------------------------------|----------|-----------|---------|---------|-------|---------|--------|--------|--------|
|                                                        | 1        | 2         | 3       | 4       | 5     | 6       | 7      | 8      | 9      |
| Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques |          |           |         |         |       |         |        |        |        |
| 2014                                                   | -3,1     | 0,6       | 0,7     | -3,6    | -3,6  | -6,0    | -3,9   | -3,0   | -9,0   |
| 2015                                                   | -2,5     | 0,8       | 0,1     | -1,9    | -5,6  | -5,3    | -3,6   | -2,6   | -1,3   |
| 2016                                                   | -2,4     | 0,9       | -0,3    | -0,5    | 0,5   | -4,5    | -3,5   | -2,5   | 0,3    |
| 2017                                                   | -0,9     | 1,0       | -0,4    | -0,2    | 0,8   | -3,1    | -2,7   | -2,4   | 1,8    |
| 2017 T4                                                | -0,9     | 1,0       | -0,4    | -0,2    | 0,8   | -3,1    | -2,7   | -2,4   | 1,8    |
| 2018 T1                                                | -0,9     | 1,3       | -0,6    | -0,3    | 1,1   | -2,9    | -2,7   | -2,2   | 2,5    |
| T2                                                     | -0,3     | 1,9       | -0,2    | -0,3    | 0,9   | -2,7    | -2,8   | -1,9   | 3,0    |
| T3                                                     | -0,1     | 1,9       | 0,0     | -0,1    | 0,8   | -2,7    | -2,7   | -1,8   | -4,0   |
| Dettes des administrations publiques                   |          |           |         |         |       |         |        |        |        |
| 2014                                                   | 107,6    | 74,5      | 10,5    | 104,1   | 178,9 | 100,4   | 94,9   | 131,8  | 108,0  |
| 2015                                                   | 106,5    | 70,8      | 9,9     | 76,8    | 175,9 | 99,3    | 95,6   | 131,6  | 108,0  |
| 2016                                                   | 106,1    | 67,9      | 9,2     | 73,4    | 178,5 | 99,0    | 98,2   | 131,4  | 105,5  |
| 2017                                                   | 103,4    | 63,9      | 8,7     | 68,4    | 176,1 | 98,1    | 98,5   | 131,2  | 96,1   |
| 2017 T4                                                | 103,4    | 63,9      | 8,7     | 68,4    | 176,1 | 98,1    | 98,5   | 131,2  | 96,1   |
| 2018 T1                                                | 106,4    | 62,7      | 8,5     | 69,3    | 177,9 | 98,7    | 99,4   | 132,8  | 93,4   |
| T2                                                     | 105,9    | 61,5      | 8,3     | 69,2    | 177,4 | 98,1    | 99,1   | 133,1  | 104,0  |
| T3                                                     | 105,4    | 61,0      | 8,0     | 68,8    | 182,2 | 98,3    | 99,5   | 133,0  | 110,9  |

|                                                        | Lettonie | Lituanie | Luxembourg | Malte | Pays-Bas | Autriche | Portugal | Slovénie | Slovaquie | Finlande |
|--------------------------------------------------------|----------|----------|------------|-------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|
|                                                        | 10       | 11       | 12         | 13    | 14       | 15       | 16       | 17       | 18        | 19       |
| Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques |          |          |            |       |          |          |          |          |           |          |
| 2014                                                   | -1,5     | -0,6     | 1,3        | -1,7  | -2,2     | -2,7     | -7,2     | -5,5     | -2,7      | -3,2     |
| 2015                                                   | -1,4     | -0,3     | 1,3        | -1,0  | -2,0     | -1,0     | -4,4     | -2,8     | -2,6      | -2,8     |
| 2016                                                   | 0,1      | 0,3      | 1,6        | 0,9   | 0,0      | -1,6     | -2,0     | -1,9     | -2,2      | -1,7     |
| 2017                                                   | -0,6     | 0,5      | 1,4        | 3,5   | 1,2      | -0,8     | -3,0     | 0,1      | -0,8      | -0,7     |
| 2017 T4                                                | -0,6     | 0,5      | 1,4        | 3,5   | 1,2      | -0,8     | -3,0     | 0,1      | -0,8      | -0,7     |
| 2018 T1                                                | 0,0      | 0,4      | 1,4        | 3,1   | 1,6      | -0,6     | -0,7     | 0,5      | -0,7      | -0,7     |
| T2                                                     | 0,3      | 0,7      | 1,5        | 3,9   | 1,9      | 0,2      | -1,0     | 0,6      | -0,7      | -0,9     |
| T3                                                     | 0,0      | 0,6      | 1,9        | 3,6   | 2,1      | 0,1      | 0,0      | 0,7      | -0,7      | -0,8     |
| Dettes des administrations publiques                   |          |          |            |       |          |          |          |          |           |          |
| 2014                                                   | 40,9     | 40,5     | 22,7       | 63,7  | 67,9     | 84,0     | 130,6    | 80,4     | 53,5      | 60,2     |
| 2015                                                   | 36,8     | 42,6     | 22,2       | 58,6  | 64,6     | 84,8     | 128,8    | 82,6     | 52,2      | 63,6     |
| 2016                                                   | 40,3     | 39,9     | 20,7       | 56,3  | 61,9     | 83,0     | 129,2    | 78,7     | 51,8      | 63,0     |
| 2017                                                   | 40,0     | 39,4     | 23,0       | 50,9  | 57,0     | 78,3     | 124,8    | 74,1     | 50,9      | 61,3     |
| 2017 T4                                                | 40,0     | 39,4     | 23,0       | 50,2  | 57,0     | 78,3     | 124,8    | 74,1     | 50,9      | 61,3     |
| 2018 T1                                                | 35,5     | 36,0     | 22,2       | 49,8  | 55,1     | 77,2     | 125,4    | 75,5     | 50,9      | 59,9     |
| T2                                                     | 36,9     | 35,0     | 22,0       | 49,0  | 54,0     | 76,5     | 125,0    | 72,7     | 51,9      | 59,6     |
| T3                                                     | 37,1     | 35,0     | 21,7       | 45,9  | 52,9     | 75,6     | 125,0    | 71,0     | 51,5      | 58,8     |

Source : Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2019**

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne

Téléphone +49 69 1344 0

Site internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 23 janvier 2019.

ISSN 2363-3425 (PDF)

Numéro de catalogue UE QB-BP-19-001-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général