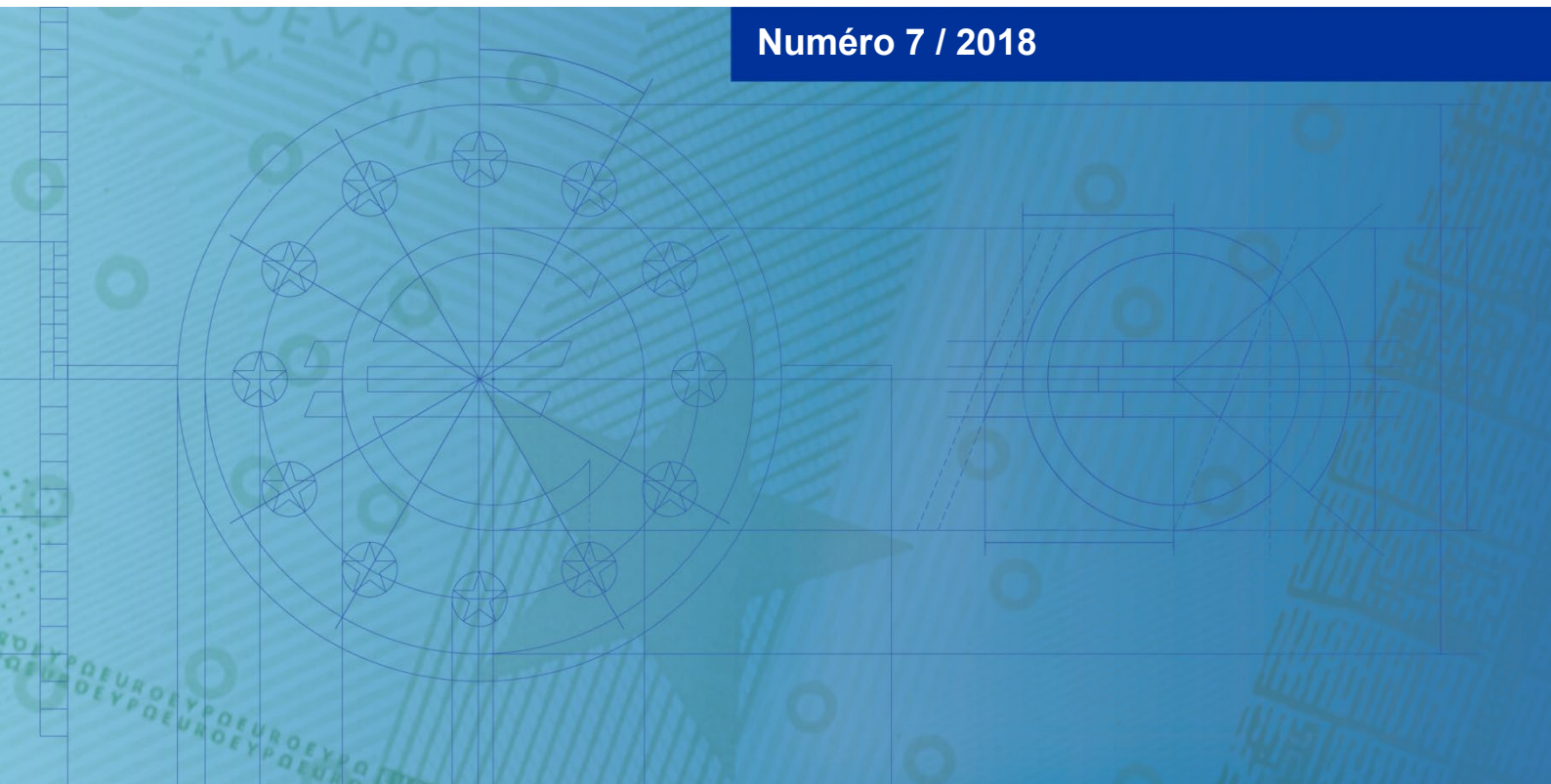




BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 7 / 2018



Sommaire

Évolutions économiques et monétaires récentes	2
Synthèse	2
1 Environnement extérieur	5
2 Évolutions financières	10
3 Activité économique	13
4 Prix et coûts	18
5 Monnaie et crédit	21
Encadrés	26
1 Les achats d'obligations vertes dans le cadre du programme d'achats d'actifs de l'Eurosystème	26
2 La géographie du solde du compte des transactions courantes de la zone euro	33
3 L'investissement en actifs incorporels dans la zone euro	37
4 La transformation numérique et son impact sur l'économie : éléments tirés d'une enquête réalisée auprès de grandes entreprises	43
5 Le rôle des prix de l'énergie dans les résultats d'inflation observés récemment : une perspective par pays	51
Articles	56
1 La production potentielle durant la période d'après-crise	56
2 L'état du marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro	80
Statistiques	S1

Évolutions économiques et monétaires récentes

Synthèse

Les données devenues disponibles depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en septembre, quoique légèrement en retrait des anticipations, restent globalement compatibles avec une poursuite de la croissance généralisée de l'économie de la zone euro et une hausse progressive des tensions inflationnistes. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro peuvent encore être considérés comme globalement équilibrés. Dans le même temps, les risques liés au protectionnisme, aux vulnérabilités des marchés émergents et à la volatilité des marchés financiers demeurent importants. Cela étant, la vigueur sous-jacente de l'économie continue d'étayer la confiance du Conseil des gouverneurs dans la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers son objectif au cours de la période à venir, au-delà même de l'arrêt progressif des achats nets d'actifs. Néanmoins, un niveau significatif de soutien de la politique monétaire reste nécessaire pour favoriser la poursuite du renforcement des tensions domestiques sur les prix et de l'inflation totale à moyen terme. Ce soutien sera encore apporté par les achats nets d'actifs jusqu'à la fin de l'année, par le volume considérable de titres acquis et les réinvestissements associés ainsi que par les indications approfondies du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs de la BCE (*enhanced forward guidance*). En tout état de cause, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments de façon appropriée pour assurer le rapprochement durable de l'inflation de son objectif.

Les indicateurs, tirés d'enquêtes, de la croissance économique mondiale se sont récemment modérés, au fur et à mesure que le cycle économique mondial gagne en maturité. La dynamique du commerce mondial s'est ralentie dans un contexte de poursuite des mesures et des menaces des États-Unis relatives à des hausses des droits de douane et de possibles représailles de la part des pays concernés, mais les perspectives à court terme demeurent stables. Les conditions financières mondiales demeurent favorables pour les économies avancées mais créent des effets défavorables pour les économies de marché émergentes.

Dans la zone euro, les rendements des obligations souveraines ont augmenté dans un contexte de hausse des taux sans risque à l'échelle mondiale et de tensions croissantes sur les marchés de la dette souveraine de certains pays de la zone euro. Les prix des actions de la zone euro ont diminué, reflétant une détérioration du sentiment à l'égard du risque. En revanche, les rendements des obligations émises par les entreprises sont demeurés globalement inchangés. Sur les marchés des changes, l'euro a été globalement stable en termes pondérés des échanges commerciaux.

Le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,4 % en glissement trimestriel au premier comme au deuxième trimestre 2018. Pour les prochains mois, les informations disponibles demeurent globalement compatibles avec le scénario de référence, formulé par le Conseil des gouverneurs, d'une poursuite de la croissance généralisée de l'économie. Toutefois, des évolutions récentes spécifiques à certains secteurs exercent une incidence sur le profil de croissance à court terme. Les mesures de politique monétaire de la BCE continuent de soutenir la demande intérieure. La consommation privée bénéficie de la hausse en cours de l'emploi et des salaires. Les investissements des entreprises sont stimulés par la forte demande intérieure, les conditions de financement favorables et la rentabilité des entreprises. L'investissement immobilier résidentiel reste dynamique. De plus, la croissance de l'activité mondiale devrait se poursuivre et favoriser les exportations de la zone euro, à un rythme cependant plus lent.

La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est accélérée, s'établissant à 2,1 % en septembre 2018, contre 2,0 % en août, en raison essentiellement de l'augmentation des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux annuels d'inflation devraient fluctuer autour de leur niveau actuel au cours des prochains mois. Même si les mesures de l'inflation sous-jacente restent globalement modérées, elles ont augmenté par rapport aux points bas antérieurs. Les pressions d'origine interne sur les coûts s'accroissent et se généralisent dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et de tensions sur les marchés du travail. Dans la période à venir, l'inflation sous-jacente devrait s'accélérer vers la fin de l'année et continuer d'augmenter 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.

L'analyse monétaire montre que la croissance de la monnaie au sens large (M3) s'est établie à 3,5 % en septembre 2018, après 3,4 % en août. La croissance des prêts au secteur privé s'est encore renforcée, poursuivant la tendance haussière observée depuis le début de 2014. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro au troisième trimestre 2018 montre que la croissance des prêts continue de bénéficier de la hausse de la demande pour l'ensemble des catégories de prêts et des conditions favorables du crédit bancaire en ce qui concerne les prêts aux entreprises et les prêts au logement.

Compte tenu des résultats de l'analyse économique et des signaux provenant de l'analyse monétaire, le Conseil des gouverneurs a conclu qu'un degré élevé de soutien monétaire 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.

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

confirmé que l'Eurosystème continuerait de procéder à des achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme* – APP) au rythme mensuel actuel de 15 milliards d'euros jusqu'à fin décembre 2018. Le Conseil des gouverneurs prévoit que, si les données lui parvenant confirment ses perspectives d'inflation à moyen terme, les achats nets arriveront alors à leur terme. Le Conseil des gouverneurs entend effectuer le réinvestissement des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la fin des achats nets d'actifs et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

1 Environnement extérieur

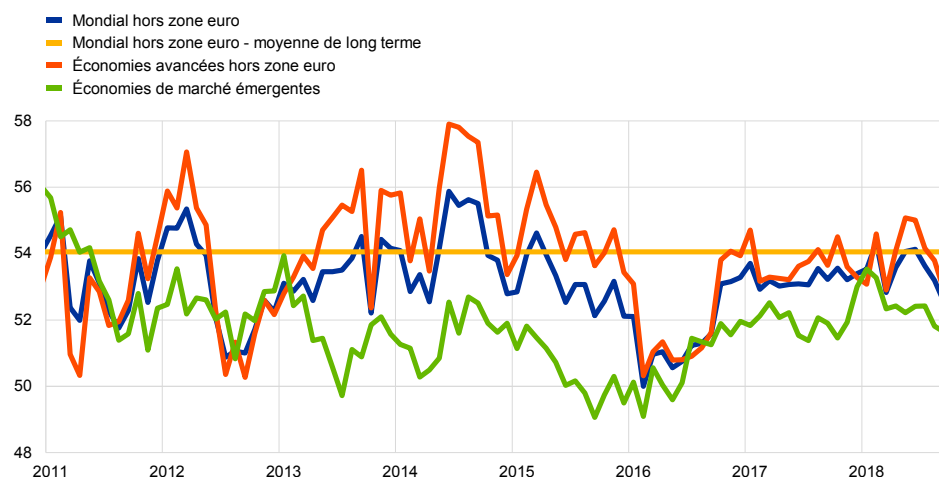
Les indicateurs tirés d'enquêtes au niveau mondial relatifs à la croissance économique se sont récemment modérés à mesure que le cycle économique mondial entrainait en phase de maturité. L'indice composite des directeurs

d'achat (PMI) pour la production mondiale hors zone euro, qui se situait déjà au-dessous de sa moyenne de long terme, a continué de baisser en septembre (cf. graphique 1), atteignant son niveau le plus bas en deux ans. Ce recul s'explique à la fois par la composante manufacturière et par celle des services. En rythme trimestriel, la moyenne de l'indice des directeurs d'achat s'est établie au troisième trimestre 2018 à un niveau inférieur à la moyenne du trimestre précédent. L'indice PMI composite pour la production a diminué dans la plupart des économies avancées, notamment aux États-Unis, au Japon et au Royaume-Uni. S'agissant des économies de marché émergentes, cet indice a augmenté en Inde mais s'est affaibli en Chine et en Russie, ainsi qu'au Brésil où il est demeuré inférieur au seuil d'expansion.

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 septembre 2018. La « moyenne de long terme » fait référence à la période allant de janvier 1999 à septembre 2018.

Les risques pesant sur l'économie mondiale restent orientés à la baisse, sur fond de mesures et de menaces des États-Unis relatives à des hausses des droits de douane et de possibles représailles de la part des pays concernés.

L'Administration américaine a mis en place de nouveaux droits de douane portant sur 200 milliards de dollars supplémentaires d'importations en provenance de Chine à compter du 24 septembre 2018, et la Chine a riposté avec l'entrée en vigueur de nouvelles taxes portant sur 60 milliards de dollars supplémentaires d'exportations en provenance des États-Unis. Compte tenu de l'ampleur de ces dernières mesures, l'incertitude relative à leur impact s'est accrue, en particulier en ce qui concerne la confiance des chefs d'entreprise et les programmes de dépenses d'investissement. L'incertitude relative à la politique économique reste également élevée. Tandis que les États-Unis envisagent des droits de douane supplémentaires sur les exportations

chinoises et un élargissement des mesures protectionnistes dans le secteur automobile, un nouvel accord commercial entre les États-Unis, le Mexique et le Canada (USMCA) dénote une atténuation des tensions commerciales. Dans l'ensemble, les risques pesant sur la croissance mondiale en raison de la montée du protectionnisme restent élevés.

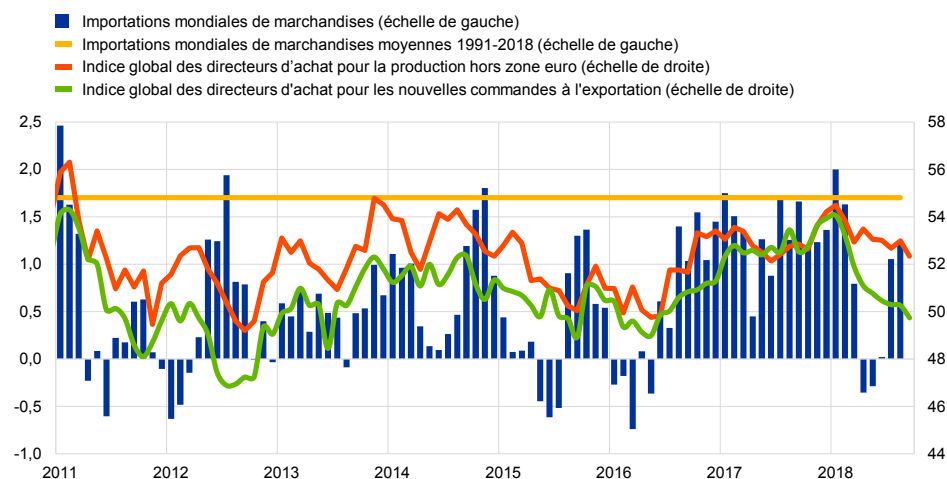
Les conditions financières mondiales demeurent favorables aux économies avancées mais créent des effets défavorables pour les économies de marché émergentes. Globalement, la politique monétaire dans les économies avancées demeure accommodante. Dans le même temps, aux États-Unis, le Comité fédéral de l'*open market* a relevé ses taux directeurs en septembre dans un contexte de croissance robuste, de hausse de l'inflation et de tensions sur le marché du travail. Après cette décision, le rendement des emprunts publics à dix ans aux États-Unis a atteint son niveau le plus élevé depuis 2011, tandis que les marchés boursiers internationaux ont fortement reculé. En Chine, les conditions financières se sont assouplies à la suite des mesures prises par la Banque populaire de Chine en réponse à un affaiblissement des perspectives d'activité économique dans un contexte d'intensification des tensions commerciales. Plus largement, toutefois, les conditions financières dans les économies de marché émergentes restent tendues et pèsent sur les perspectives d'activité économique. Dans l'ensemble, le sentiment à l'égard du risque au niveau mondial ne s'est pas complètement redressé au cours de ces derniers mois, et les investisseurs financiers semblent de plus en plus réticents vis-à-vis des économies de marché émergentes présentant des déséquilibres importants, des besoins de financement externe élevés et une marge de manœuvre limitée de soutien des politiques publiques. En outre, de nouvelles hausses des taux d'intérêt aux États-Unis et le renforcement du dollar pourraient entraîner un nouveau durcissement des conditions financières dans les économies de marché émergentes.

La dynamique du commerce mondial s'est ralentie, mais les perspectives à court terme restent stables. Après des résultats très médiocres au deuxième trimestre de l'année, les importations mondiales de marchandises ont continué de se redresser en août sous l'effet d'un renforcement des importations des économies de marché émergentes (cf. graphique 2). L'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation a fléchi, revenant au-dessous du niveau indiquant une expansion en septembre, mais la moyenne du troisième trimestre est restée supérieure au seuil neutre. Les autres indicateurs relatifs aux échanges commerciaux fournissent des signaux contrastés. Les données récentes vont globalement dans le sens d'une croissance modérée mais régulière des échanges commerciaux au troisième trimestre.

Graphique 2

Échanges internationaux de biens et enquêtes

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



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

Notes : Les dernières observations se rapportent à août 2018 pour les importations mondiales de marchandises et à septembre 2018 pour les indices des directeurs d'achat.

L'inflation mondiale a été stable en août. La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) est restée inchangée en août, à 2,9 %, tandis que l'inflation hors produits alimentaires et énergie est ressortie à 2,1 %. À plus long terme, les tensions inflationnistes mondiales devraient demeurer contenues. Tandis que les tensions à la hausse provenant des cours du pétrole devraient s'atténuer à moyen terme, la diminution progressive des capacités économiques inutilisées devrait soutenir l'inflation sous-jacente.

Les marchés du pétrole ont été principalement affectés par des facteurs liés aux sanctions américaines contre l'Iran. Les prix du *Brent* sont passés d'un point bas de 70 dollars le baril en été à 86 dollars le 3 octobre, la perspective des sanctions ayant commencé à affecter les exportations de pétrole iranien et l'OPEP ayant décidé de ne pas augmenter de nouveau la production. Le repli plus récent des prix du pétrole, à 76 dollars le baril le 23 octobre, a été lié aux annonces faites par l'Arabie saoudite et la Russie qu'elles pourraient augmenter la production si nécessaire, associées à des liquidations sur les marchés boursiers mondiaux et à des prévisions plus faibles pour la croissance de la demande de pétrole. Les prix des matières premières hors pétrole ont diminué de 2 % environ depuis fin juillet. Tandis que les prix des produits alimentaires ont légèrement baissé, les prix des métaux ont augmenté, principalement sous l'effet des prix du minerai de fer.

Aux États-Unis, les perspectives relatives à l'activité économique demeurent solides. Le PIB en volume a augmenté de 4,2 % en rythme annualisé au deuxième trimestre 2018, après une hausse de 2,2 % le trimestre précédent. Cette accélération marquée a été imputable en partie à la vigueur des exportations. Dans la mesure où ces exportations ont été anticipées en réaction aux futurs droits de douane attendus, le soutien apporté par les échanges commerciaux ne devrait pas persister. De plus, la nouvelle intensification des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine

pourrait affecter de plus en plus la confiance des chefs d'entreprise et donc les dépenses d'investissement. Néanmoins, les perspectives à court terme demeurent robustes, soutenues par la solidité des fondamentaux macroéconomiques, ainsi que par une importante expansion budgétaire procyclique. Dans le même temps, le marché du travail a continué de générer des emplois à un rythme soutenu en septembre et le taux de chômage a encore baissé, ressortant à 3,7 %, le taux le plus bas depuis décembre 1969. L'inflation annuelle totale mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) s'est ralentie à 2,3 % en septembre tandis que, hors produits alimentaires et énergie, elle est restée à 2,2 %.

Au Japon, l'activité économique a été robuste au deuxième trimestre, mais les conditions météorologiques extrêmes ont accentué l'incertitude relative aux perspectives d'évolution. Après une légère contraction au premier trimestre de l'année, l'activité économique a rebondi au deuxième trimestre, soutenue par la vigueur de l'activité d'investissement. Toutefois, les perspectives d'évolution sont entourées d'une incertitude croissante. Après les fortes pluies et les inondations dans l'ouest du Japon en juillet, l'impact du typhon Jebi et le séisme à Hokkaido en septembre devraient peser sur l'activité économique. À plus long terme, l'économie japonaise devrait renouer avec une croissance modérée, mais à un rythme se ralentissant progressivement, car la diminution des capacités de production inutilisées et l'affaiblissement du soutien budgétaire pourraient limiter les perspectives de croissance en dépit de la politique monétaire accommodante. De plus, l'incertitude politique relative aux politiques commerciales demeure élevée, notamment s'agissant des éventuels droits de douane appliqués au secteur automobile japonais. Dans le même temps, les indicateurs relatifs au marché du travail font état de nouvelles tensions, tandis que la dynamique haussière des prix et des salaires demeure limitée. La hausse annuelle de l'IPC total s'est établie à 1,2 %, en septembre, tandis que l'inflation hors produits alimentaires et énergie est restée proche de zéro.

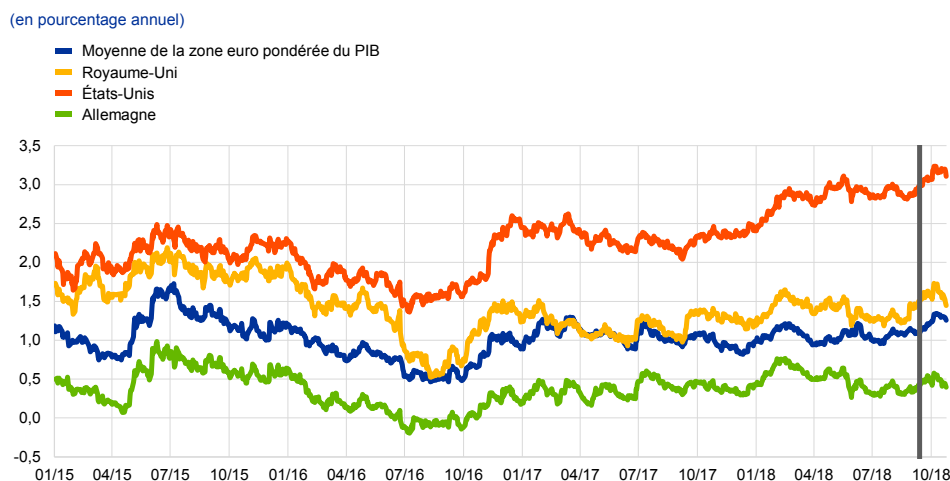
Au Royaume-Uni, la croissance du PIB en volume s'est légèrement redressée au deuxième trimestre. Le PIB en volume a augmenté de 0,4 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre, la croissance au premier trimestre ayant été révisée à la baisse, à 0,1 %. La consommation des ménages s'est ralentie, et les composantes de la dépense liées à l'investissement et aux échanges commerciaux ont été fortement révisées à la baisse, faisant toutes deux apparaître des contractions durant deux trimestres consécutifs. Les dernières données d'enquêtes tirées de l'indice des directeurs d'achat laissent penser que la croissance trimestrielle du PIB en volume est restée stable au troisième trimestre, même si les indicateurs à court terme pour le secteur manufacturier axé sur les exportations dénotent des perspectives moins favorables. Ces évolutions sont en phase avec un contexte de ralentissement de la croissance mondiale, de tensions commerciales croissantes et d'incertitude accrue s'agissant de l'aboutissement des négociations en vue d'une sortie du pays de l'Union européenne en mars 2019. Après un léger rebond au cours de l'été, l'inflation est revenue à 2,4 % en septembre, après 2,7 % en août. La volatilité observée durant les mois d'été était en grande partie attendue, reflétant les évolutions antérieures des prix du pétrole et un léger affaiblissement de la livre sterling vers la fin du deuxième trimestre 2018.

En Chine, la croissance du PIB ne s'est ralentie que légèrement au troisième trimestre 2018, dans un contexte de mesures de soutien supplémentaires. Le PIB en volume a augmenté de 6,5 % en rythme annuel au troisième trimestre 2018, soutenu par la vigueur de la consommation, les mesures de soutien prises par le gouvernement et les bons résultats à l'exportation. Toutefois, à court terme, un ralentissement du marché de l'immobilier résidentiel et les effets décalés du durcissement financier antérieur pourraient peser sur la croissance. Par ailleurs, les nouveaux droits de douane appliqués par l'Administration américaine visant 200 milliards de dollars supplémentaires d'exportations chinoises vers les États-Unis devraient avoir un impact négatif sur l'activité économique. Afin d'atténuer cet impact, les autorités chinoises ont annoncé un large éventail de mesures non tarifaires afin de faciliter la croissance des échanges commerciaux et de favoriser l'investissement intérieur. De plus, les autorités chinoises devraient abaisser le taux moyen des droits de douane sur les importations, le ramenant de 9,8 % en 2017 à 7,5 % à compter du 1^{er} novembre. La hausse de l'IPC total s'est légèrement accélérée en septembre, s'établissant à 2,5 %, mais l'inflation sous-jacente est revenue à 1,7 %.

2 Évolutions financières

Les rendements des emprunts publics de la zone euro ont augmenté depuis mi-septembre (cf. graphique 3). Au cours de la période sous revue (du 13 septembre au 24 octobre 2018), le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro a augmenté de 18 points de base, à 1,28 %, dans un contexte de hausse des taux sans risque au niveau mondial et de tensions croissantes sur les marchés de la dette souveraine de certains pays de la zone euro. Par rapport au rendement des obligations souveraines allemandes à dix ans, l'écart enregistré sur les obligations souveraines italiennes à dix ans s'est creusé de 86 points de base pour s'établir à 3,22 %. Les écarts observés sur les obligations équivalentes de l'Espagne et du Portugal se sont accrus dans une mesure légèrement moindre. Les rendements des obligations souveraines ont augmenté de 20 points de base pour ressortir à 3,17 % aux États-Unis et ont reculé de 3 points de base pour s'établir à 1,48 % au Royaume-Uni.

Graphique 3
Rendements des obligations souveraines à dix ans



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.
Notes : Données quotidiennes. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (c'est-à-dire le 13 septembre 2018). La dernière observation se rapporte au 24 octobre 2018.

Les indices boursiers larges de la zone euro ont diminué. Les prix des actions des sociétés financières et non financières (SNF) de la zone euro ont baissé de 7 % environ au cours de la période sous revue sur fond d'augmentation du taux d'actualisation et des primes de risque sous l'effet des tensions sur les marchés des obligations souveraines de la zone euro. Toutefois, les anticipations de robustes bénéfices des entreprises ont continué de soutenir les prix des actions de la zone euro. Aux États-Unis, les prix des actions des SNF et des sociétés financières ont également diminué au cours de la période sous revue, de 6 % et 7,5 %, respectivement. Sous l'effet de ces baisses, les anticipations des marchés concernant la volatilité future des cours boursiers ont augmenté dans la zone euro et aux États-Unis, où elles se sont établies en rythme annualisé à 21,5 % et 21 %, respectivement. Ces niveaux demeurent comparativement faibles dans une perspective historique.

Les écarts de rendement des obligations émises par les SNF de la zone euro ont continué d'être relativement isolés des tensions sur les marchés de la dette souveraine et sur les marchés des actions.

Par rapport à mi-septembre, l'écart de rendement des obligations bien notées émises par les SNF par rapport au taux sans risque a diminué de 3 points de base pour s'inscrire à 64 points de base. Les écarts de rendement des titres de créance du secteur financier bénéficiant d'une notation élevée ont augmenté de 3 points de base pour s'établir à 93 points de base. Malgré des hausses de rendement au premier semestre 2018, les écarts de rendement des obligations d'entreprises demeurent très inférieurs (50-60 points de base) aux niveaux observés en mars 2016, avant l'annonce, puis le lancement du programme d'achats de titres du secteur des entreprises.

Le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) a fluctué entre – 35 et – 37 points de base au cours de la période sous revue.

L'excédent de liquidité a diminué de quelque 37 milliards d'euros, ressortant à 1 867 milliards environ. Cette baisse s'explique par une augmentation du solde des facteurs autonomes, l'arrivée à échéance de la première série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO-I) et des remboursements anticipés des fonds empruntés dans le cadre de la deuxième série (TLTRO-II). Dans le même temps, les acquisitions en cours dans le cadre du programme d'achats d'actifs de l'Eurosystème ont partiellement contrebalancé la diminution de l'excédent de liquidité.

La courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est légèrement déplacée vers le haut au cours de la période sous revue. Les intervenants de marché ont révisé à la hausse leurs anticipations relatives aux taux d'intérêt pour les horizons plus longs.

La courbe demeure inférieure à zéro pour les horizons antérieurs à octobre 2020, reflétant les anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux d'intérêt négatifs.

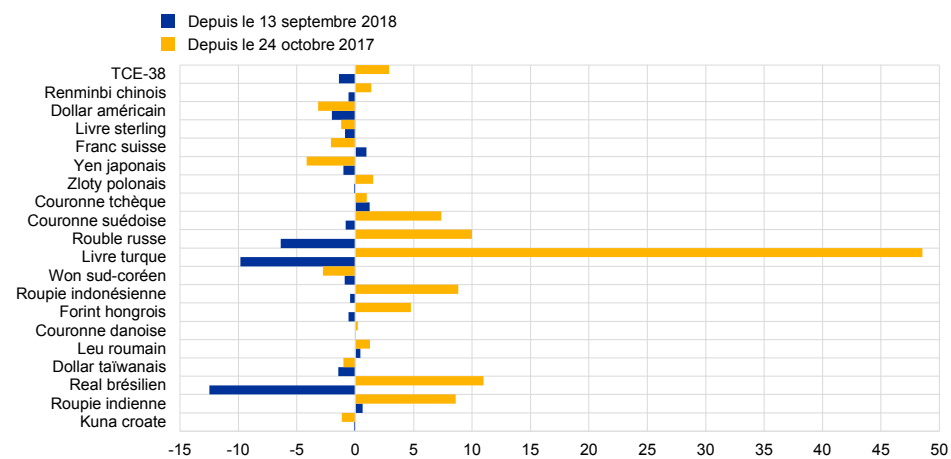
Sur les marchés des changes, l'euro s'est déprécié en termes pondérés des échanges commerciaux (cf. graphique 4).

Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est déprécié de 1,4 %. En termes bilatéraux, l'euro s'est déprécié vis-à-vis des devises des grandes économies avancées, notamment vis-à-vis du dollar (de 2,0 %), reflétant les anticipations relatives à l'évolution de la politique monétaire aux États-Unis et dans la zone euro, vis-à-vis du yen japonais (de 1,0 %) et vis-à-vis de la livre sterling (de 0,9 %). L'euro s'est également déprécié vis-à-vis des devises de la plupart des États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro, vis-à-vis du renminbi chinois (de 0,6 %), ainsi que vis-à-vis des devises des autres grandes économies émergentes, comme la Turquie, la Russie, le Brésil, à la faveur de l'amélioration du sentiment de marché après les fortes dépréciations enregistrées précédemment par ces devises. Sur la même période, l'euro s'est renforcé vis-à-vis du franc suisse (de 1,0 %).

Graphique 4

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le « TCE-38 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Toutes les variations sont calculées à partir des taux de change enregistrés le 24 octobre 2018.

3 Activité économique

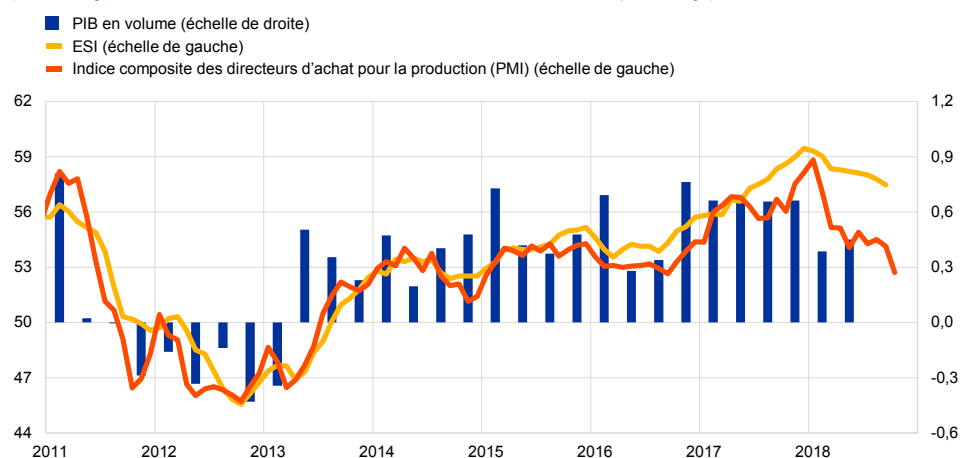
Quoique légèrement en retrait des anticipations, les données disponibles demeurent globalement cohérentes avec une poursuite de la croissance généralisée de l'économie.

Aux premier et deuxième trimestres de cette année, le PIB en volume a augmenté de 0,4 % en rythme trimestriel, après une dynamique exceptionnellement forte sur les cinq trimestres précédents (cf. graphique 5). La demande intérieure a apporté une contribution positive à la croissance du PIB au deuxième trimestre, tandis que les exportations nettes et les variations de stocks ont eu une incidence neutre. Avec des résultats d'enquêtes qui restent dans l'ensemble à des niveaux élevés, les indicateurs économiques vont dans le sens d'une poursuite de la croissance au second semestre 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 BCE.

Notes : L'indicateur du climat économique (ESI) est normé et recalculé pour obtenir la même moyenne et le même écart type que l'indice des directeurs d'achat (PMI). Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2018 pour le PIB en volume, à septembre 2018 pour l'ESI et à octobre 2018 pour le PMI.

Au deuxième trimestre, l'emploi a continué d'augmenter dans l'ensemble des pays et des secteurs de la zone euro, sa croissance s'établissant à 0,4 % en rythme trimestriel.

En moyenne, les heures travaillées se sont fortement accrues au deuxième trimestre, se redressant par rapport à la baisse due à l'incidence temporaire des congés maladie et des grèves du trimestre précédent¹. Avec la dernière augmentation, l'emploi est supérieur de 2,4 % à son pic d'avant la crise, enregistré au premier trimestre 2008. Depuis le point bas du deuxième trimestre 2013, la croissance cumulée de l'emploi dans la zone euro s'élève à 9,2 millions de personnes. La forte croissance de l'emploi observée durant cette période d'expansion économique s'est accompagnée d'un nombre moyen d'heures travaillées globalement inchangé, ce qui reflète principalement l'incidence de plusieurs facteurs

¹ 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.

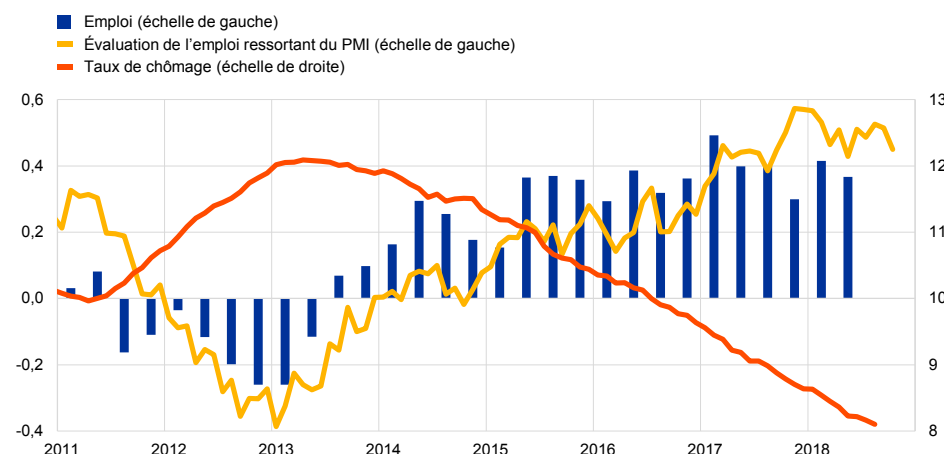
structurels (par exemple, la part importante de travailleurs à temps partiel dans l'emploi total).

Pour l'avenir, les indicateurs à court terme font état d'un dynamisme persistant du marché du travail au cours des prochains trimestres. Le taux de chômage total de la zone euro a encore diminué en août, revenant à 8,1 % (cf. graphique 6), son niveau le plus bas depuis novembre 2008. À plus long terme, les indicateurs tirés d'enquêtes vont dans le sens d'une poursuite de la croissance de l'emploi au troisième trimestre de l'année.

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 deuxième trimestre 2018 pour l'emploi, à octobre 2018 pour le PMI et à août 2018 pour le taux de chômage.

Le revenu des ménages a continué de soutenir la croissance de la consommation privée. Au deuxième trimestre 2018, la consommation privée a augmenté de 0,2 % en rythme trimestriel, après une croissance plus dynamique au trimestre précédent. Ce ralentissement reflète, d'une part, des facteurs temporaires défavorables (tels que l'incidence des grèves sur les dépenses liées aux transports en France) et, d'autre part, la dissipation de facteurs temporaires positifs au premier trimestre (hausse de la consommation d'énergie due à la rigueur de l'hiver). En rythme annuel, la consommation a augmenté de 1,3 % au deuxième trimestre 2018, ce qui représente un ralentissement par rapport au rythme de 1,6 % enregistré au premier trimestre. Dans le même temps, le taux de croissance annuel du revenu réel disponible des ménages s'est établi à 1,9 % au deuxième trimestre, après 1,7 % au premier trimestre. Ainsi, le ralentissement de la croissance de la consommation s'est traduit par une hausse du taux de variation annuel de l'épargne, qui est passé de 3,4 % au premier trimestre à 5,9 % au deuxième trimestre. Le taux d'épargne des ménages s'est établi à 12,0 % au deuxième trimestre, soit légèrement au-dessus du point bas historique de 11,9 % enregistré au cours des trois trimestres précédents.

La consommation privée devrait afficher une croissance soutenue au cours des prochains trimestres. Les données récentes en volume relatives aux ventes au

détail et aux nouvelles immatriculations de voitures particulières font état d'une poursuite de la croissance des dépenses de consommation au troisième trimestre de cette année. Il convient toutefois de noter que le lien entre les nouvelles immatriculations et les achats de voitures particulières, qui alimentent la consommation privée, est vraisemblablement faussé à l'heure actuelle, car il semble qu'une grande partie des immatriculations d'août ont été réalisées par des fabricants/concessionnaires plutôt que par les consommateurs. D'autres indicateurs vont également dans le sens d'une robustesse persistante de la dynamique de la consommation. Par exemple, le patrimoine net des ménages a continué d'augmenter à un rythme robuste au deuxième trimestre, apportant ainsi un soutien supplémentaire à la consommation privée. En outre, les derniers résultats d'enquêtes font état de nouvelles améliorations sur le marché du travail, qui devraient continuer de soutenir le revenu agrégé et donc les dépenses de consommation. De plus, même si la confiance des consommateurs a baissé en 2018, elle reste élevée et bien supérieure à sa moyenne de long terme.

Après la faiblesse observée au premier trimestre 2018, la croissance de l'investissement a rebondi au deuxième trimestre. La hausse trimestrielle de 1,4 % enregistrée par l'investissement au deuxième trimestre de cette année a résulté d'une augmentation de l'investissement en machines, en équipements et, dans une moindre mesure, en produits de propriété intellectuelle (l'encadré 2 présente une vue d'ensemble de l'évolution de l'investissement en actifs incorporels dans la zone euro). Dans le même temps, la croissance trimestrielle de l'investissement dans la construction s'est accélérée, à 1,1 %. En revanche, l'investissement dans les matériels de transport a fortement baissé au même trimestre. S'agissant du troisième trimestre 2018, les indicateurs à court terme font état d'une poursuite de la croissance. En juillet et août, les données mensuelles relatives à la production de biens d'équipement se sont établies en moyenne 0,7 % au-dessus de leur moyenne du deuxième trimestre, au cours duquel elles avaient augmenté de 0,8 % en rythme trimestriel. En revanche, des indicateurs tels que l'utilisation des capacités de production (en baisse légère, mais se situant toujours à un niveau élevé), la confiance et les commandes (plus faibles) indiquent que des risques à la baisse pèsent sur la dynamique de croissance de l'investissement hors construction. S'agissant de l'investissement dans la construction, les données mensuelles disponibles jusqu'en août relatives à la production dans ce secteur vont dans le sens d'une poursuite de la croissance au troisième trimestre 2018, à un rythme moins élevé cependant.

L'investissement devrait continuer d'afficher une croissance solide, soutenue par une demande intérieure robuste et des conditions de financement favorables. Les comptes sectoriels de la zone euro pour le deuxième trimestre 2018 montrent que les taux de marge des entreprises (mesurés par l'excédent net d'exploitation rapporté à la valeur ajoutée) sont demeurés globalement inchangés depuis fin 2015 et restent proches des moyennes de long terme. Toutefois, les incertitudes relatives à l'application future de relèvements des droits de douane pourraient déjà se révéler préjudiciables aux décisions d'investissement. S'agissant de l'investissement dans la construction, l'intention croissante des ménages d'acheter ou de rénover, ainsi que les anticipations soutenues des constructeurs en termes de

prix et d'emploi, annoncent une dynamique positive dans le secteur de la construction sur un horizon à court terme. Toutefois, dans la mesure où les conditions de financement devraient se resserrer légèrement, d'autres possibilités d'investissement à long terme pourraient progressivement apparaître.

La croissance des échanges commerciaux de la zone euro est restée modérée au début du troisième trimestre 2018. Sur la base des informations disponibles jusqu'en août, les exportations nominales de biens de la zone euro se sont accrues de 1,1 % en rythme trimestriel, soit un niveau légèrement inférieur aux chiffres enregistrés au deuxième trimestre 2018 (1,3 % en rythme trimestriel). En revanche, les exportations de biens hors zone euro ont rebondi en août (enregistrant une hausse de 2,1 %, après une baisse d'environ 1,1 % en juillet), ce qui suggère une certaine accélération par rapport au deuxième trimestre en rythme trimestriel. Les importations nominales de la zone euro ont diminué de 0,2 % en rythme mensuel en août, après une hausse de 0,9 % en juillet. Il ressort des informations disponibles jusqu'en août que les importations en provenance de pays hors zone euro ont augmenté de 2,8 % en termes nominaux au troisième trimestre, ce qui reflète une accélération par rapport au deuxième trimestre 2018 (2,2 % en rythme trimestriel). 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 ont été cohérents avec une détérioration des résultats à l'exportation, indiquant une baisse en octobre, dans un contexte de tendance baissière depuis le début de l'année. Les données solides telles que les nouvelles commandes adressées au secteur manufacturier en provenance de pays hors zone euro ont rebondi en août après une certaine détérioration en juin et en juillet.

Dans l'ensemble, les derniers indicateurs économiques vont dans le sens d'une poursuite de la croissance généralisée. La production industrielle (hors construction) a rebondi, enregistrant une hausse relativement forte en août, après les baisses marquées des deux mois précédents. Cela étant, en moyenne, en juillet et en août, la production s'est établie 0,2 % au-dessous de son niveau du deuxième trimestre 2018, où elle avait augmenté de 0,1 % en rythme trimestriel. Cette faiblesse est en partie liée à des goulets d'étranglement temporaires affectant la production de voitures qui ont résulté du processus de tests mis en œuvre à la suite de l'introduction, le 1^{er} septembre, de la procédure d'essai harmonisée au niveau mondial pour les véhicules légers. Des données d'enquêtes plus récentes vont dans le sens d'une poursuite de la croissance robuste à des taux similaires à, ou légèrement plus faibles que ceux enregistrés au premier semestre. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production (PMI) s'est établi en moyenne à 54,3 au troisième trimestre, après 54,7 au deuxième trimestre, avant de reculer en octobre pour ressortir à 52,7. Dans le même temps, l'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne est revenu à 112,5 au troisième trimestre après 114,0 au deuxième trimestre (cf. graphique 5). Le PMI et l'ESI restent bien supérieurs à leurs moyennes de long terme respectives.

L'expansion économique est soutenue par la demande intérieure et l'amélioration continue de la situation sur le marché du travail.

Toutefois, les évolutions récemment observées dans certains secteurs exercent une incidence sur le profil de croissance à court terme. Les mesures de politique monétaire de la BCE continuent de soutenir la demande intérieure. La consommation privée est encouragée par la croissance de l'emploi et l'augmentation des salaires. Dans le même temps, l'investissement des entreprises est soutenu par la solidité de la demande intérieure, des conditions de financement favorables et la rentabilité des entreprises. L'investissement immobilier résidentiel reste robuste. De plus, la croissance de l'activité mondiale devrait se poursuivre et favoriser les exportations de la zone euro, quoique à un rythme plus lent. Les résultats de la dernière [enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels](#), menée début octobre, montrent que les prévisions de croissance du PIB dans le secteur privé ont été révisées à la baisse pour 2018 et 2019 par rapport à la campagne d'enquête précédente réalisée début juillet. La prévision pour 2020 reste inchangée.

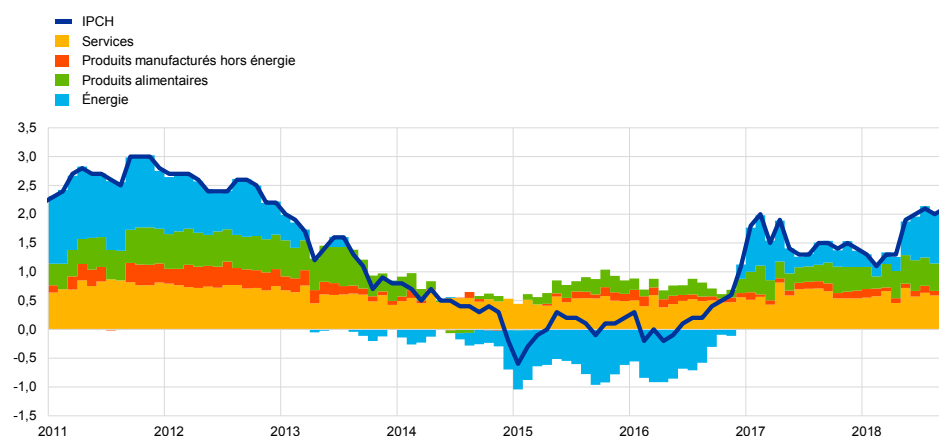
Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro sont considérés comme globalement équilibrés. Dans le même temps, les risques liés au protectionnisme, aux vulnérabilités des marchés émergents et à la volatilité des marchés financiers demeurent importants.

La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est accélérée, s'établissant à 2,1 % en septembre, contre 2,0 % en août (cf. graphique 7). Cette évolution traduit les contributions légèrement plus élevées de la hausse des prix des produits alimentaires et de l'énergie, tandis que celles de la hausse des prix des services et des produits manufacturés hors énergie ont été inchangées. Les prix de l'énergie ont apporté une contribution importante à l'inflation totale ces derniers mois. La contribution varie fortement selon les pays de la zone euro, en partie sous l'effet des différences dans le degré de répercussion des prix du pétrole sur les prix à la consommation de l'énergie (cf. l'encadré 5 du présent *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 septembre 2018.

Les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées généralement modérées, mais se situent au-dessus des points bas antérieurs. Hors énergie et produits alimentaires, la hausse de l'IPCH est ressortie à 0,9 % en septembre, sans changement par rapport à août (révision à la baisse par rapport à une mesure initiale de 1,0 %). Sur la même période, la hausse de l'IPCH excluant l'énergie, les produits alimentaires et les composantes très volatiles, comme les postes liés aux voyages, l'habillement et la chaussure, est restée inchangée. Ce profil d'évolution stable au cours des derniers mois a également été mis en évidence par les deux mesures de l'inflation sous-jacente fondées sur des modèles, l'indicateur PCCI et l'indicateur *supercore*. Pourtant, chacune des mesures, statistique ou fondée sur des modèles, est restée supérieure aux points bas respectifs enregistrés en 2016.

Les tensions sur les prix le long de la chaîne d'approvisionnement pour la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH ont continué de se renforcer. Le rythme annuel de variation des prix des biens de consommation non alimentaires importés s'est établi à -0,4 % en juillet, après son récent point bas de -2,7 % en avril. La hausse des prix à la production pour les ventes intérieures de biens de consommation non alimentaires est passée de 0,5 % en juin à 0,6 % en juillet

et en août ². Ce résultat est le plus élevé depuis fin 2012, marquant la poursuite du redressement à partir du point bas proche de 0,0 % enregistré en moyenne en 2016. Cette résistance aux pressions à la baisse provenant de la forte appréciation de l'euro en 2017 reflète peut-être l'effet compensateur du renforcement des tensions d'origine interne sur les coûts. Les tensions sur les prix sont demeurées fortes en amont de la chaîne d'approvisionnement ; la hausse des prix à la production pour les biens intermédiaires s'est établie à 3,2 % en août, sans changement par rapport à juillet.

Les évolutions de la croissance des salaires indiquent une accentuation des tensions d'origine interne sur les coûts. Tous les grands secteurs et la plupart des pays de la zone euro ont contribué à l'accélération de la croissance annuelle de la rémunération par tête ces derniers trimestres. Cette accélération généralisée de la croissance des salaires, ainsi que les informations relatives aux accords salariaux conclus couvrant une période comprise entre un et deux ans, confortent l'anticipation d'une nouvelle accélération. Dans l'ensemble, les évolutions récentes de la croissance des salaires ont été conformes à l'amélioration de la situation sur le marché du travail, car d'autres facteurs qui ont freiné la croissance des salaires – notamment le bas niveau de l'inflation durant la période antérieure et l'incidence des réformes du marché du travail mises en œuvre dans certains pays durant la crise – continuent de se dissiper.

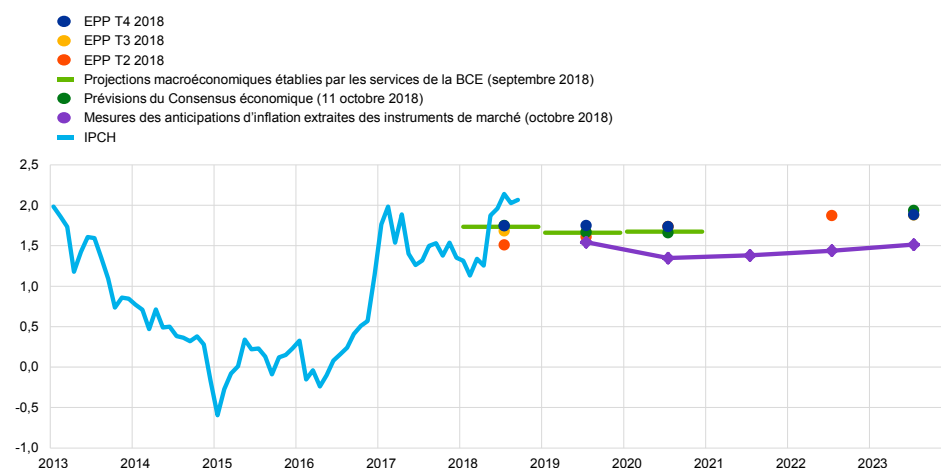
Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché comme celles tirées d'enquêtes sont demeurées stables (cf. graphique 8). Le 24 octobre, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans ressortait à 1,67 %. Le profil anticipé des mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché continue d'aller dans le sens d'un retour progressif de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. La probabilité neutre au risque d'une déflation au cours des cinq prochaines années, ressortant des marchés d'options sur inflation, reste négligeable. Les résultats de l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le quatrième trimestre 2018 font état d'anticipations relatives à l'inflation totale de 1,7 % en moyenne pour 2018, 2019 et 2020, inchangées par rapport au profil de la précédente enquête. D'après l'EPP, les anticipations d'inflation à plus long terme pour la zone euro sont restées stables, à 1,9 %, en moyenne.

² Les indices des prix à la production dans la zone euro pour août 2018 n'incluent pas les données relatives à l'Allemagne, qui n'ont été publiées qu'après la diffusion des indices relatifs à la zone euro en raison de l'introduction de nouvelles pondérations de l'indice. La publication en novembre des indices des prix à la production dans la zone euro pour septembre 2018 intégrera les nouvelles données et des données révisées relatives à l'Allemagne ; les indices relatifs à la zone euro seront révisés en conséquence.

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 la BCE et Consensus économique.

Notes : Pour le deuxième trimestre 2018, l'EPP a été réalisée entre le 4 et le 10 avril 2018. Pour le troisième trimestre 2018, l'EPP a été réalisée entre le 2 et le 6 juillet 2018. Pour le quatrième trimestre 2018, l'EPP a été réalisée entre le 1^{er} et le 5 octobre 2018. La courbe établie à partir des données de marché se base sur le taux d'inflation au comptant à un an et sur les taux anticipés à un an dans 1 an, dans 2 ans, dans 3 ans et dans 4 ans. Pour l'inflation extraite des instruments de marché, les dernières observations se rapportent au 24 octobre 2018. Dans l'EPP pour le deuxième trimestre 2018, l'anticipation à plus long terme se rapportait à 2022, tandis que dans l'EPP pour le troisième et le quatrième trimestre 2018, elle se rapportait à 2023.

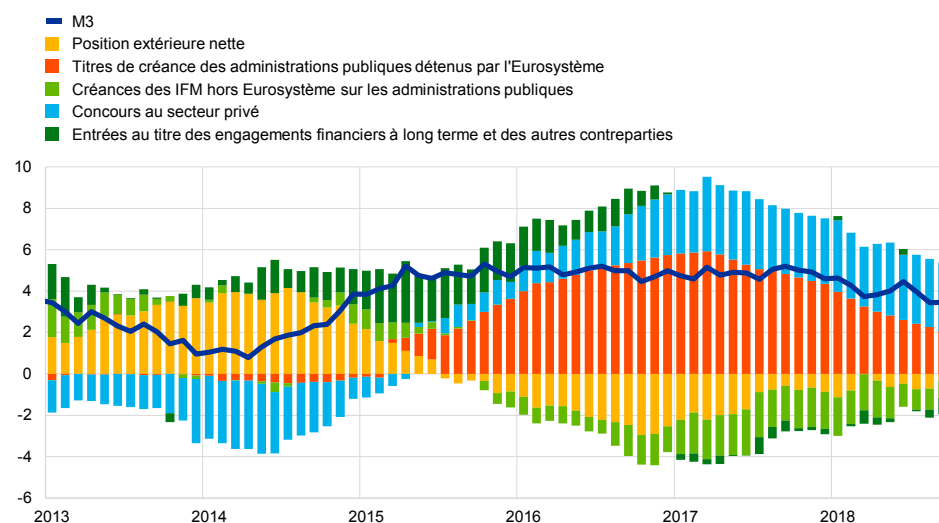
Au deuxième trimestre 2018, les prix de l'immobilier résidentiel ont continué d'augmenter dans la zone euro. Selon l'indicateur des prix de l'immobilier résidentiel établi par la BCE, les prix des maisons et des appartements dans la zone euro ont augmenté de 4,1 % en rythme annuel au deuxième trimestre 2018, après 4,3 % au premier trimestre 2018, confirmant une poursuite de la consolidation du cycle des prix des logements.

5 Monnaie et crédit

La croissance de la monnaie au sens large est demeurée globalement stable en septembre. Le taux de croissance annuel de M3 a interrompu la baisse observée depuis son dernier point haut (5,2 %) en septembre 2017, atteignant 3,5 % en septembre, après 3,4 % en août (cf. graphique 9), en raison d'une entrée importante au titre des dépôts à vue. En outre, la réduction des achats nets d'actifs (de 80 milliards d'euros à 60 milliards en avril 2017 puis à 30 milliards en janvier 2018) s'est traduite par une incidence positive plus limitée de l'APP sur la croissance de M3. Le rythme annuel de croissance de M1, qui inclut les composantes les plus liquides de M3, a encore apporté une contribution significative à la croissance de la monnaie au sens large, et il s'est accentué à 6,8 % en septembre (après 6,4 % en août). 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 institutions financières monétaires (IFM) au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres 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 septembre 2018.

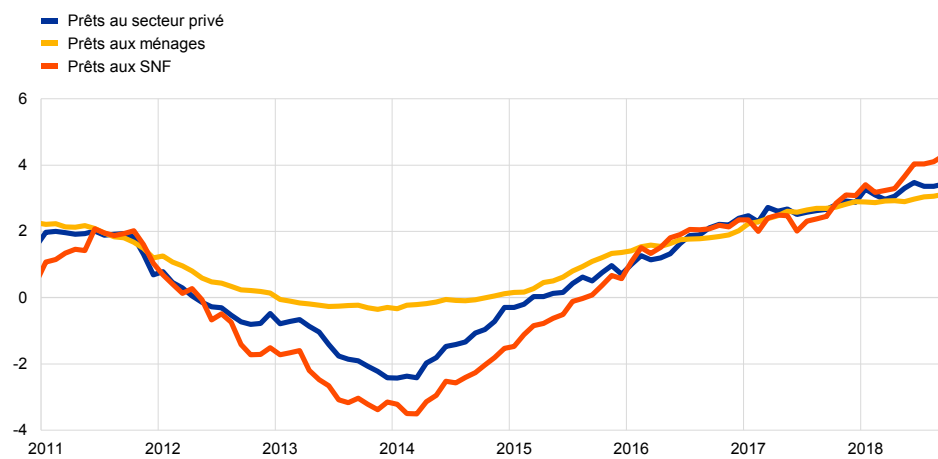
Les sources internes de la création monétaire demeurent le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large. Du point de vue des contreparties, la contribution positive à la croissance de M3 des titres des administrations publiques détenus par l'Eurosystème a encore diminué (cf. les parties rouges des barres du graphique 9), dans le contexte évoqué précédemment de réduction des achats nets mensuels dans le cadre de l'APP. La moindre contribution des achats d'actifs de l'Eurosystème à la croissance de M3 a été 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). En revanche, les cessions d'emprunts publics par les IFM de la zone euro hors Eurosystème ont atténué la croissance de M3 (cf. les parties vert

clair des barres du graphique 9). Enfin, la contribution négative de la position extérieure nette, qui reflète à la fois l'incertitude mondiale et les préférences des investisseurs, s'est modérée en septembre (cf. les parties jaunes des barres du graphique 9).

La croissance des prêts au secteur privé s'est encore renforcée, poursuivant la tendance haussière observée depuis le début de 2014. 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) a été stable, à 3,4 %, en septembre (cf. graphique 10). Il a bénéficié d'une hausse du taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières (SNF), qui a atteint 4,3 % en septembre, après 4,1 % en août. Dans le même temps, le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est resté stable, à 3,1 %. 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 ³.

Graphique 10 Prêts au secteur privé

(taux de croissance annuel)



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 septembre 2018.

La croissance des prêts a continué d'être soutenue par l'assouplissement des critères d'octroi et par la hausse de la demande au troisième trimestre 2018.

D'après l'enquête d'octobre 2018 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, l'assouplissement net des critères d'octroi a résulté essentiellement des

³ Cf. également le chapitre 3 de la Revue de stabilité financière (« *Financial Stability Review* ») de la BCE, mai 2018.

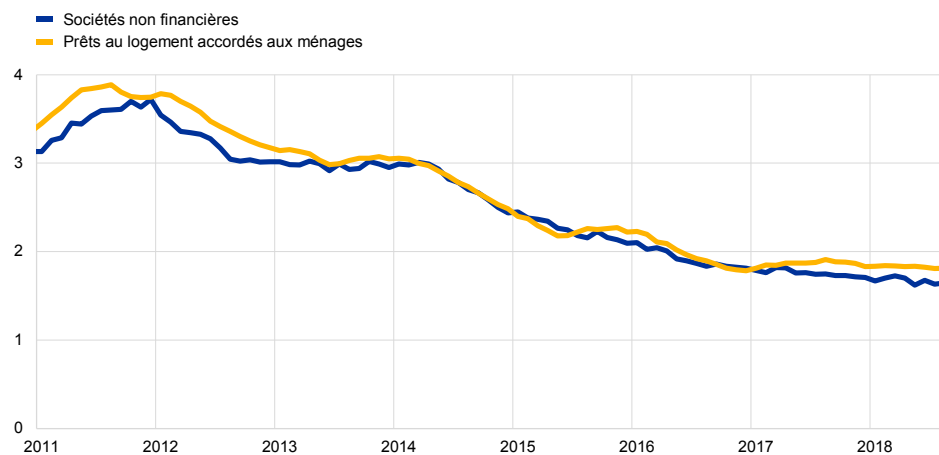
pressions concurrentielles et de la perception d'une réduction des risques. Les banques ont également fait état d'une demande nette en hausse sur l'ensemble des catégories de prêts, résultant dans une large mesure de la faiblesse générale des taux d'intérêt, de la FBCF, des stocks et du fonds de roulement, de l'activité de fusion-acquisition, des perspectives favorables sur le marché de l'immobilier résidentiel et de la confiance des consommateurs. S'agissant de l'APP, les banques ont déclaré qu'il avait amélioré leur situation de liquidité et leurs conditions de financement, mais qu'il avait eu des effets négatifs sur leur rentabilité en raison de la diminution des marges nettes d'intérêt. L'APP a contribué à assouplir les modalités et conditions attachées aux prêts sur l'ensemble des catégories de prêts. De plus, il a eu un impact positif sur les volumes de prêts des banques, mais dans une moindre mesure qu'au cours de la précédente période d'enquête. En outre, concernant le taux négatif de la facilité de dépôt de la BCE, les banques ont fait état d'un effet positif sur les volumes de prêts, mais négatif sur leur produit net d'intérêts.

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

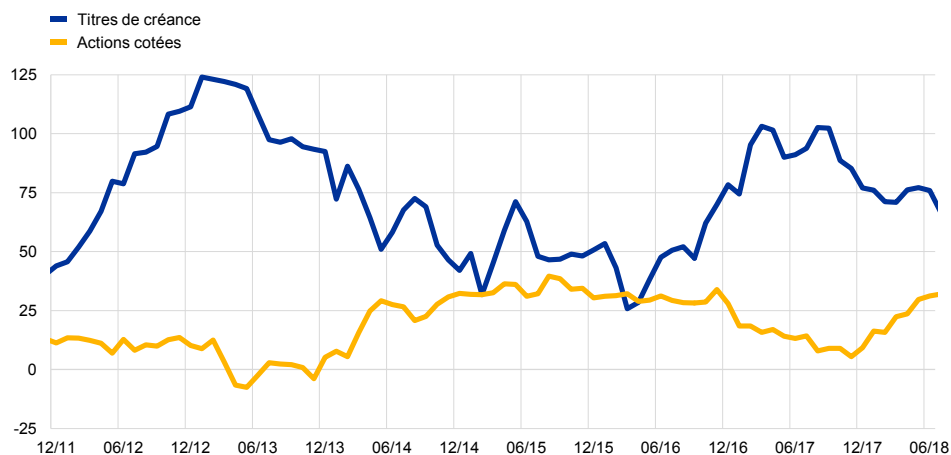
Notes : Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agrégeant les taux à court terme et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. La dernière observation se rapporte à août 2018.

Les émissions nettes de titres de créance par les SNF de la zone euro ont diminué au cours des deux premiers mois du troisième trimestre 2018 par rapport aux 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 juillet et en août 2018 est demeuré légèrement positif et conforme aux profils saisonniers habituellement observés ces dernières années. Dans une perspective plus à moyen terme (cf. graphique 12), les flux annuels de titres de créance ont continué de diminuer par rapport aux pics atteints il y a un an environ. D'après les données de marché disponibles, le montant des émissions de titres de créance a fortement augmenté au cours de la période allant de septembre à octobre 2018. Le total des émissions nettes d'actions cotées par les SNF a été négatif en juillet et en août 2018, conformément au profil saisonnier de la série. En dépit de la légère baisse observée en août par rapport au mois précédent, les flux annuels sont restés 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 août 2018.

Les coûts de financement des SNF de la zone euro ont légèrement augmenté au cours des deux premiers mois du troisième trimestre 2018. Le coût nominal total du financement externe des SNF, qui comprend le crédit bancaire, l'émission de dette sur le marché et le financement par émission d'actions, a augmenté pour s'établir à 4,7 % environ en août, après 4,6 % en juin, et devrait être resté à ce niveau en septembre et en octobre. Même si le coût du financement s'établit actuellement, selon les estimations, à quelque 41 points de base au-dessus du point bas historique d'août 2016, il reste sensiblement inférieur au niveau observé à l'été 2014. La hausse du coût du financement depuis la fin du deuxième trimestre 2018 reflète l'augmentation du coût des fonds propres et, plus récemment, 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 achats d'obligations vertes dans le cadre du programme d'achats d'actifs de l'Eurosystème

Roberto A. De Santis, Katja Hettler, Madelaine Roos et Fabio Tamburrini

Cet encadré analyse l'impact du programme d'achats d'actifs (APP) de l'Eurosystème sur le marché en croissance des obligations vertes⁴. Il décrit la composition des avoirs de l'Eurosystème en obligations vertes et examine les évolutions des prix et des encours de ces obligations, avant d'analyser dans quelle mesure elles ont pu être affectées par l'APP.

L'APP a pour objectif de favoriser un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation conforme à l'objectif principal de stabilité des prix de la BCE, qui est défini comme un taux d'inflation inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme.

Les critères d'éligibilité à l'APP sont volontairement larges afin d'offrir un éventail étendu de titres pouvant être acquis. Cela renforce l'efficacité du programme et permet d'éviter les distorsions sur des compartiments de marché spécifiques. La mise en œuvre de l'APP est régie par le principe de neutralité pour le marché et n'opère pas de discrimination positive ou négative sur la base de critères environnementaux ou de tout autre critère. Dans le cas spécifique du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP), qui a pour objectif de renforcer encore la transmission des avantages liés aux achats d'actifs aux conditions de financement de l'économie réelle, les achats de titres émis par des sociétés non bancaires reflètent de manière proportionnelle la valeur de marché de toutes les obligations éligibles en termes de secteurs d'activité économique ou de groupes de notation.

Malgré l'absence d'un objectif environnemental explicite dans l'APP, la BCE a acquis des obligations vertes dans le cadre tant du CSPP que du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP). Ces achats ont contribué à la mise en place d'un portefeuille bien diversifié.

Le terme « obligation verte » se rapporte aux titres de créance dont les produits sont utilisés pour financer des projets d'investissement présentant un avantage environnemental. Il existe différentes approches pour définir et certifier les obligations vertes et aucune norme de marché globale ne s'est imposée jusqu'à présent⁵. Même si de nombreuses obligations vertes font l'objet d'une auto-labellisation, certaines juridictions ont développé leur propre cadre de certification et d'autres s'appuient sur plusieurs orientations différentes⁶. Outre le fait

⁴ Dans cet encadré, les « obligations vertes » sont définies d'après la classification de Bloomberg en fonction de l'utilisation des produits des obligations, dans laquelle ces produits sont exclusivement consacrés à des projets verts nouveaux et existants, définis comme des projets et des activités favorables au climat ou à d'autres objectifs de développement durable.

⁵ Pour une vue d'ensemble des définitions et des certifications existantes, cf. Ehlers (T) et Packer (F), « [Obligations vertes : définition et certification](#) », Rapport trimestriel de la BRI, septembre 2017.

⁶ Cf., par exemple, « [Green Bond Principles](#) », *International Capital Market Association*, 2018.

que cela réduit la transparence pour les investisseurs, on considère également que l'absence de définitions et d'obligations de déclaration standardisées ainsi que la granularité variable des classifications sous-jacentes freinent l'offre ⁷, notamment parce que les émetteurs sont confrontés à des risques de réputation et à d'éventuelles accusations d'« écoblanchiment » si les produits ne sont pas utilisés pour les objectifs déclarés ⁸. La BCE soutient les initiatives actuelles de l'UE dans le cadre du plan d'action de la Commission européenne sur la finance durable afin de créer une définition harmonisée des actifs « verts » (taxonomie), qui pourrait améliorer la transparence et favoriser l'offre d'instruments de dette verts.

Le marché des obligations vertes s'est développé rapidement ces dernières années, les émissions au niveau mondial passant de moins de 1 milliard d'euros en 2008 à plus de 120 milliards d'euros en 2017 (cf. graphique A, partie b). Les émissions nettes d'obligations vertes libellées en euros ont été multipliées par dix depuis 2013 (cf. graphique A, partie a). Durant la période 2013-2018, les émissions nettes totales de titres verts bien notés libellés en euros dans la zone euro ont représenté 24 % environ des émissions vertes nettes mondiales. Toutefois, en dépit de la croissance observée récemment, sur la même période, les obligations vertes ne représentaient encore que 1 % de l'offre globale d'obligations libellées en euros. Les obligations vertes ne diffèrent pas des autres obligations, dans la mesure où elles ont tendance à avoir une cotation plus étroite par rapport à la fourchette de prix initiale et à être sursouscrites. Elles offrent généralement des rendements similaires aux obligations classiques comparables, mais des éléments montrent que sur certains compartiments de marché, les émetteurs peuvent emprunter à des taux plus bas qu'avec les obligations classiques, corroborant l'interprétation selon laquelle les investisseurs sont prêts à renoncer à un certain revenu en raison des contraintes de placement qu'ils se sont eux-mêmes imposées ⁹.

⁷ Cf. « *Green Bonds: Country Experiences, Barriers and Options* », contribution préparée pour le Groupe d'étude sur la finance verte du G20, 2016.

⁸ Cf. Wang (E.K.), « *Financing Green: Reforming Green Bond Regulation in the United States* », *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, vol. 12, n°2, 2017, p. 467-491.

⁹ Cf. Ehlers (T.) et Packer (F.), op. cit. ; Baker (M.), Bergstresser (D.), Serafeim (G.) et Wurgler (J.), « *Financing the Response to Climate Change: The Pricing and Ownership of U.S. Green Bonds* », *NBER Working Paper*, n° 25194, octobre 2018.

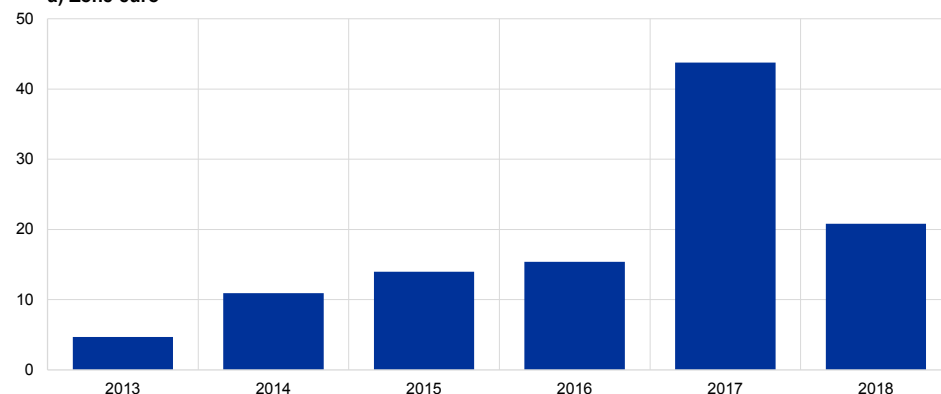
Graphique A

Émissions nettes d'obligations vertes libellées en euros

(en milliards d'euros)

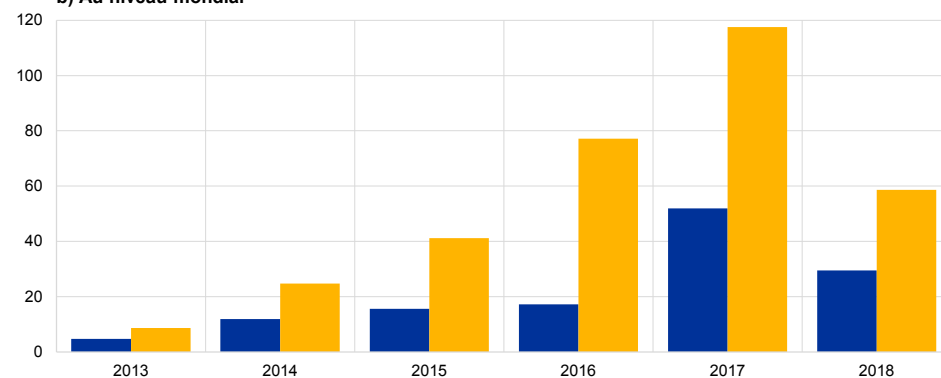
■ Émissions d'obligations vertes en euros dans la zone euro

a) Zone euro



■ Émissions d'obligations vertes en euros au niveau mondial
■ Émissions d'obligations vertes dans toutes les devises au niveau mondial

b) Au niveau mondial



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Note : Les données pour 2018 se rapportent aux émissions réalisées entre janvier et août.

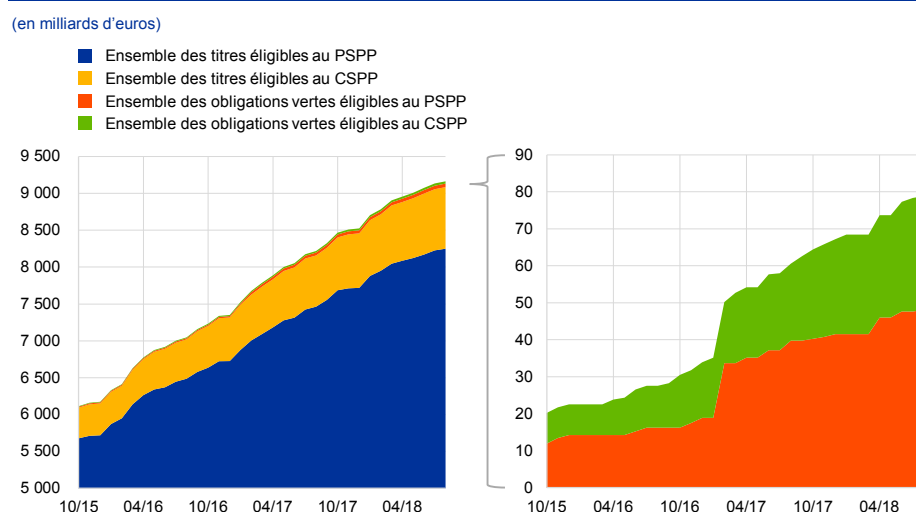
Les achats d'obligations vertes dans le cadre du CSPP sont globalement en phase avec l'augmentation de la part des obligations vertes dans l'ensemble des titres éligibles à ce programme. L'ensemble des obligations vertes d'entreprise éligibles au CSPP représentent actuellement un encours de 31 milliards d'euros (cf. graphique B, partie droite), dont l'Eurosystème détient près de 20 % – ce qui est cohérent avec les 20 % qu'il détient dans l'encours global des titres éligibles au CSPP. Dans l'ensemble des titres éligibles au CSPP, les obligations vertes représentent un compartiment de petite taille mais en augmentation, contribuant à 4 % environ du total (cf. graphique B, partie gauche). Si l'on examine plus en détail la répartition par secteurs économiques, les émissions d'obligations vertes ne sont pas réparties de façon égale entre les secteurs et affichent une concentration importante dans les secteurs à forte intensité en carbone tels que les services collectifs, les infrastructures, les transports et la construction¹⁰. Les entreprises de ces secteurs

¹⁰ D'après les classifications internes de la BCE. Selon les données d'Eurostat, les services collectifs, les infrastructures, les transports et la construction ont représenté 67 % du total des émissions de gaz à effet de serre dans l'UE en 2015.

émettent des obligations vertes pour financer l'adoption de technologies plus efficaces, réduire leur empreinte carbone et réorienter leur portefeuille énergétique vers des ressources renouvelables. Alors que ces secteurs représentent ensemble 35 % des émissions totales d'obligations pour les titres éligibles au CSPP, ils réalisent 94 % des émissions d'obligations vertes éligibles au CSPP. La concentration des obligations vertes dans ces secteurs se reflète également dans le portefeuille au titre du CSPP.

Graphique B

Ensemble des titres éligibles au CSPP et au PSPP et obligations vertes éligibles – encours



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : D'après les encours en termes nominaux. La dernière observation se rapporte au 31 août 2018.

Depuis l'annonce du CSPP le 10 mars 2016, les écarts de rendement des obligations vertes du secteur des entreprises ont régulièrement diminué et une part importante de cet effet peut être attribuée aux achats de l'Eurosystème.

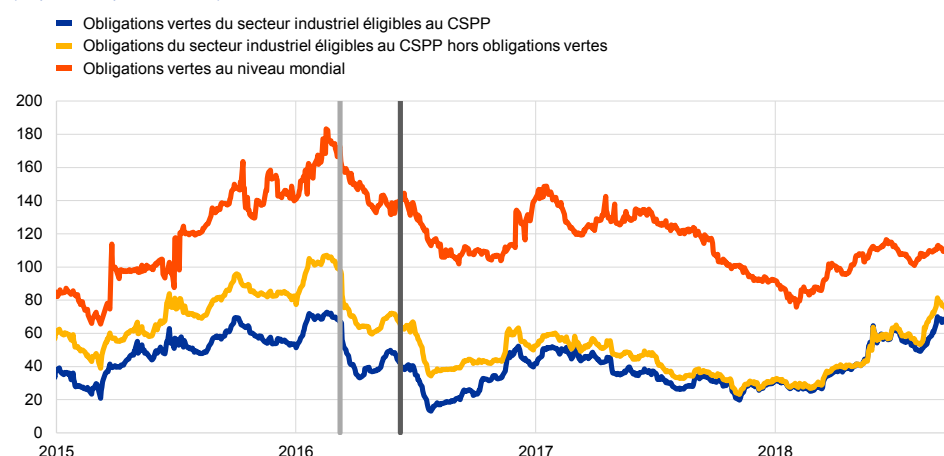
Dans le secteur industriel, l'évolution de l'écart de rendement moyen des obligations vertes du secteur des entreprises éligibles au CSPP reflète celle des autres obligations éligibles au CSPP (cf. graphique C). La variation des écarts de rendement pour les obligations vertes éligibles sur la période qui a suivi l'annonce du CSPP (du 10 mars 2016 à fin décembre 2017) a été comparée à celle observée sur la période qui a précédé l'annonce (du 1^{er} avril 2015 au 9 mars 2016), en neutralisant les autres déterminants susceptibles d'affecter les écarts de rendement des obligations d'entreprise, tels que le risque de crédit spécifique aux obligations. Le CSPP peut expliquer une diminution moyenne des écarts de rendement de 25 points de base pour les obligations vertes éligibles, soit la quasi-totalité de la baisse enregistrée après l'annonce du programme. Depuis fin 2016, en liaison avec, simultanément, la croissance rapide de l'offre d'obligations et l'augmentation des *spreads* des obligations vertes au niveau mondial, l'écart entre les *spreads* des obligations vertes et ceux de l'ensemble du secteur industriel s'est progressivement comblé et les

rendements des obligations vertes et des obligations classiques ont évolué en corrélation étroite depuis fin 2017 ¹¹.

Graphique C

Écarts de rendement des obligations éligibles au CSPP dans le secteur industriel et écarts de rendement des obligations vertes au niveau mondial

(Z-spread, en points de base)



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : Z-spreads moyens pondérés des volumes sur la base des obligations avec a) des montants émis supérieurs à 250 000 euros, b) des catégories de notation allant de A à BBB et c) des durées résiduelles comprises entre 3 ans et 11 ans pour les obligations éligibles au CSPP ou entre 1,5 an et 20 ans pour les obligations vertes au niveau mondial. Les valeurs aberrantes extrêmes pour les écarts de rendement des obligations vertes au niveau mondial ont été supprimées. Les lignes verticales marquent l'annonce du CSPP le 10 mars 2016 (ligne gris clair) et le début des achats dans le cadre du CSPP le 8 juin 2016 (ligne gris foncé). La dernière observation se rapporte au 27 septembre 2018.

Les émissions d'obligations vertes se sont redressées immédiatement après l'annonce du CSPP en mars 2016 et sont en augmentation depuis lors.

Le ratio entre l'encours des obligations vertes et l'encours total pour le secteur industriel, y compris les services collectifs, les infrastructures, les transports et la construction a augmenté régulièrement depuis l'annonce du CSPP, passant de moins de 4 % en mars 2016 à plus de 9 % fin septembre 2018 (cf. graphique D). Ces résultats sont cohérents avec les conclusions précédentes relatives à l'impact du CSPP sur les émissions totales d'obligations par les sociétés non financières, qui ont augmenté après l'annonce du programme, notamment s'agissant des émetteurs éligibles ¹². Ces conclusions sont corroborées par une analyse du secteur des services collectifs, plus homogène, ainsi que pour des échéances spécifiques. Il convient de noter, toutefois, que cette tendance positive reflète en partie un phénomène mondial, les émissions d'obligations vertes ayant augmenté à l'échelle mondiale, passant de moins de 10 milliards d'euros en 2013 à près de 120 milliards d'euros en 2017.

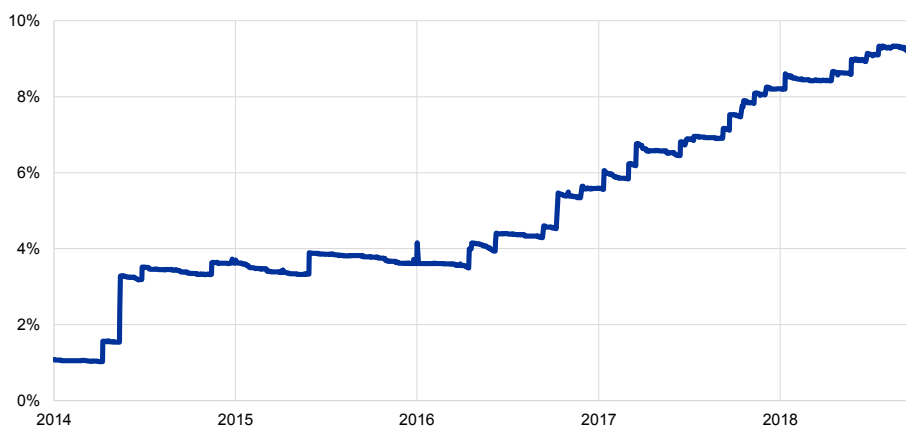
¹¹ La hausse des écarts de rendement des obligations vertes d'entreprise fin 2016 a été en partie imputable à des facteurs techniques. Le 10 octobre 2016, une nouvelle émission d'un montant de 1,75 milliard d'euros lancée par Électricité de France a fait augmenter la moyenne pondérée du volume des spreads des obligations vertes d'entreprise de 6 points de base, la portant de 25 à 31 points de base.

¹² Pour une vue d'ensemble de l'impact du CSPP, cf. l'article intitulé « L'impact du programme d'achats de titres du secteur des entreprises sur les marchés des obligations d'entreprises et sur le financement des sociétés non financières de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2018.

Graphique D

Volume des obligations vertes éligibles au CSPP par rapport au total des obligations éligibles au CSPP dans le secteur industriel

(en pourcentage)



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : Sur la base des encours en termes nominaux. La dernière observation se rapporte au 27 septembre 2018.

L'Eurosystème a également acheté des obligations vertes émises par des émetteurs souverains, des agences et des institutions supranationales depuis le début du PSPP, avec une présence croissante au fil du temps. Le volume

d'obligations vertes éligibles émises par de telles entités du secteur public est relativement faible par rapport à l'ensemble des titres éligibles au PSPP (moins de 1 %). Même si les banques multilatérales de développement telles que la Banque européenne d'investissement et des agences telles que la *Kreditanstalt für Wiederaufbau* ont une longue expérience des émissions d'obligations vertes et représentent une part relativement importante des émissions totales d'obligations vertes éligibles au PSPP (cf. graphique E, partie a), les États sont entrés sur le marché des obligations vertes seulement récemment, le Trésor français devenant le premier émetteur souverain de la zone euro à émettre une obligation verte en janvier 2017. Les États ont toutefois tendance à faire appel au marché pour des montants importants, supérieurs à ceux émis par les entreprises dans la même juridiction (cf. graphique E, partie b). Dans l'ensemble, les obligations vertes émises par des entités du secteur public contribuent à hauteur de 48 milliards d'euros au total des titres éligibles au PSPP. L'Eurosystème détient actuellement 24 % de cet encours, ce qui est globalement conforme au total de ses avoirs détenus au titre du PSPP par rapport à l'ensemble des titres de ce programme (la part était de 15 % en 2015).

Dans l'ensemble, même si le montant des obligations vertes détenues par l'Eurosystème demeure relativement faible, des éléments laissent penser que par le biais de ses achats, l'Eurosystème a fait baisser les rendements des obligations vertes et favorisé leur émission par des sociétés non financières.

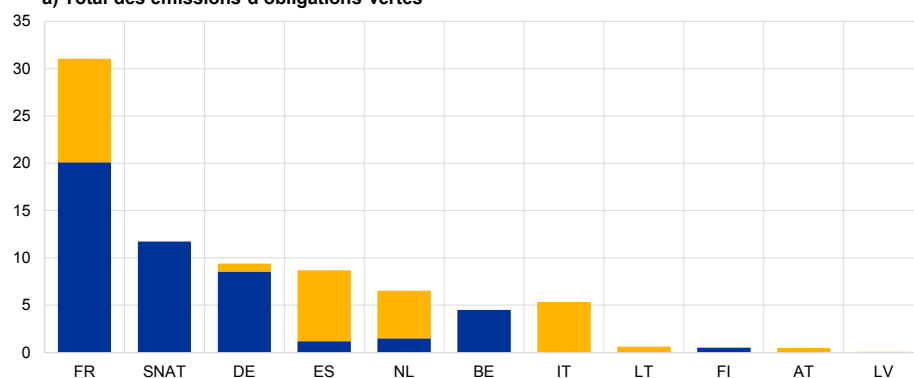
Graphique E

Émissions d'obligations vertes des secteurs public et privé par juridiction (encours)

(milliards d'euros)

■ Ensemble des titres du PSPP
■ Ensemble des titres du CSPP

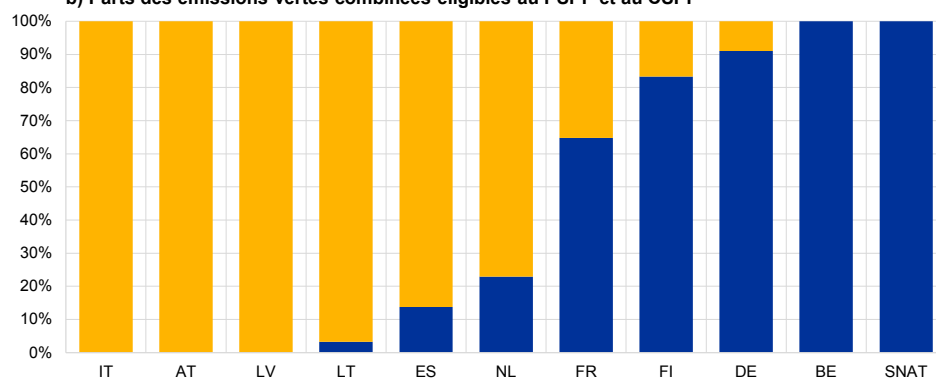
a) Total des émissions d'obligations vertes



(en pourcentage)

■ Ensemble des titres du PSPP
■ Ensemble des titres du CSPP

b) Parts des émissions vertes combinées éligibles au PSPP et au CSPP



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : SNAT correspond aux entités supranationales, qui incluent les banques multilatérales de développement. Les données se rapportent à la période comprise entre janvier 2012 et août 2018.

2

La géographie du solde du compte des transactions courantes de la zone euro

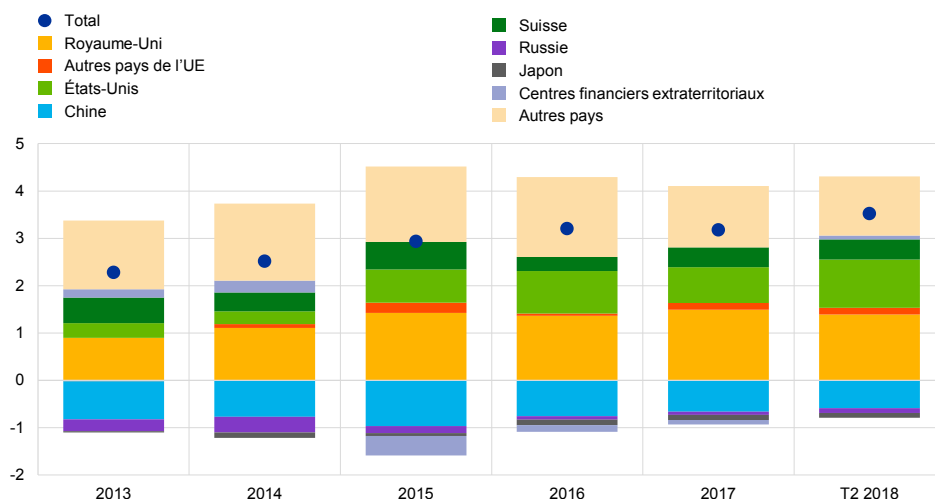
Michael Fidora et Martin Schmitz

La composition du solde du compte des transactions courantes de la zone euro en termes de contreparties géographiques a été relativement stable ces dernières années, la majeure partie des excédents et des déficits bilatéraux étant imputable aux principaux partenaires commerciaux de la zone (cf. graphique A). Les données nouvellement disponibles relatives à la composition géographique du solde des transactions courantes de la zone euro indiquent que la plus grande part de l'excédent extérieur de la zone (3,5 % du PIB sur la période d'un an s'achevant au deuxième trimestre 2018) est imputable au Royaume-Uni et aux États-Unis, qui ont contribué à hauteur de 1,4 % et 1,0 % du PIB de la zone euro, respectivement, suivis par la Suisse (0,4 % du PIB de la zone). La Chine, en revanche, a apporté une contribution négative (environ -0,6 % du PIB de la zone) au solde du compte des transactions courantes de la zone euro. Dans le même temps, on n'a observé qu'un impact limité de tous les autres principaux partenaires commerciaux pour lesquels une ventilation géographique est disponible, tandis qu'un groupe résiduel de pays – dont les principaux producteurs de pétrole – ont également contribué positivement à l'excédent extérieur de la zone euro (environ 1,3 % du PIB de la zone).

Graphique A

Solde du compte des transactions courantes par contreparties géographiques

(pourcentages du PIB de la zone euro)



Source : BCE.

Notes : « T2 2018 » se rapporte à la période de quatre trimestres s'achevant au deuxième trimestre 2018. Les « autres pays de l'UE » recouvrent les États membres de l'UE et les institutions de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, à l'exception du Royaume-Uni.

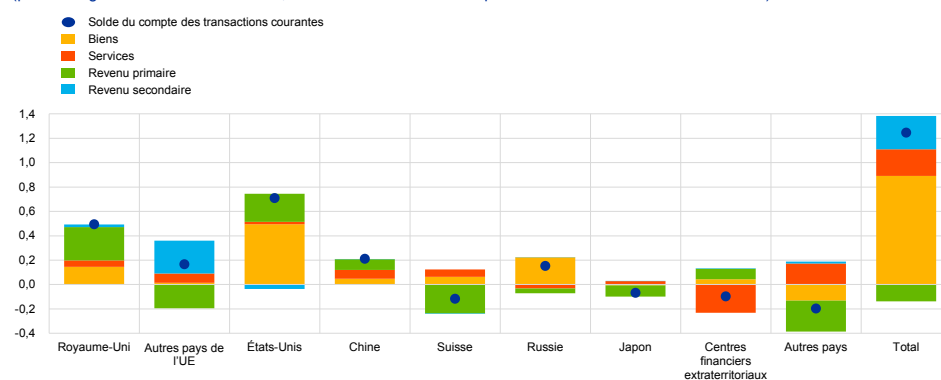
Pour l'essentiel, la hausse de l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro (environ 1,2 point de pourcentage du PIB depuis 2013) s'explique par des améliorations vis-à-vis des trois principaux partenaires commerciaux de la zone euro (cf. graphique B). Sur cette période, les excédents du compte des transactions courantes de la zone euro vis-à-vis des États-Unis et du

Royaume-Uni ont augmenté de 0,7 et de 0,5 point de pourcentage du PIB de la zone, tandis que le déficit de la zone euro vis-à-vis de la Chine s'est réduit de 0,2 point de pourcentage du PIB de la zone. En outre, le solde du compte des transactions courantes de la zone euro s'est également amélioré vis-à-vis des pays de l'UE n'appartenant pas à la zone euro (hors Royaume-Uni) et de la Russie, tandis que ce solde s'est détérioré pour tous les autres principaux partenaires commerciaux.

Graphique B

Évolution des principales composantes du solde du compte des transactions courantes par contreparties géographiques

(pourcentages du PIB de la zone euro, variation entre 2013 et les quatre trimestres s'achevant en T2 2018)



Source : BCE.

Note : Les « autres pays de l'UE » recouvrent les États membres de l'UE et les institutions de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, à l'exception du Royaume-Uni.

Les variations les plus fortes de la composition géographique des soldes du compte des transactions courantes de la zone euro depuis 2013 ont été enregistrées pour les échanges de biens et le revenu primaire (cf. graphique B).

Les améliorations des soldes bilatéraux du compte des transactions courantes reflètent principalement des hausses des soldes des échanges de biens et des soldes du revenu primaire, en particulier pour le Royaume-Uni et les États-Unis. Dans le même temps, les baisses des soldes du compte des transactions courantes résultent principalement d'une détérioration des soldes bilatéraux du revenu primaire¹³, en particulier vis-à-vis de la Suisse, du Japon et du groupe résiduel de pays. En outre, la zone euro a enregistré une amélioration du solde du revenu secondaire¹⁴ vis-à-vis du reste de l'UE (hors Royaume-Uni) en raison d'une baisse des contributions au budget de l'UE.

Les améliorations du solde des échanges bilatéraux de biens de la zone euro depuis 2013 ont largement résulté des exportations dans un environnement caractérisé par le dynamisme de la demande mondiale, tandis que les importations se sont également redressées dans l'ensemble (cf. graphique C).

¹³ Le revenu primaire représente le revenu qui revient aux unités institutionnelles résidentes en contrepartie de leur contribution à la production ou de la fourniture d'actifs financiers et de la location de ressources naturelles à d'autres unités institutionnelles non résidentes (par exemple, rémunération des salariés, dividendes et intérêts).

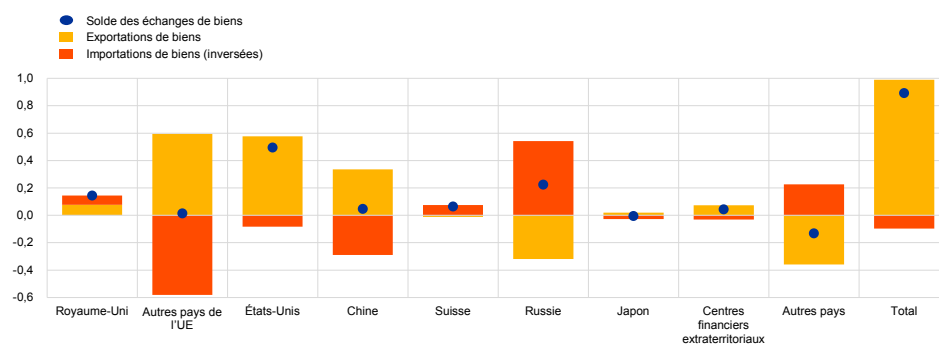
¹⁴ Le revenu secondaire se rapporte aux transferts courants entre résidents et non-résidents qui affectent directement le revenu national brut disponible et influencent donc la capacité de l'économie à consommer des biens et des services (comme la coopération internationale et les envois de fonds des travailleurs).

La plus forte hausse des exportations nettes a été enregistrée vis-à-vis des États-Unis. Elle résulte d'une forte augmentation des exportations vers les États-Unis, qui a été supérieure à la hausse modérée des importations dans la zone euro, reflétant le renforcement de la demande intérieure aux États-Unis et l'appréciation du dollar vis-à-vis de l'euro. En parallèle, les exportations nettes ont aussi nettement augmenté vis-à-vis de la Russie sous l'effet d'une forte réduction des échanges en valeur, recouvrant une diminution importante des importations de la zone euro qui s'explique par la dépréciation du rouble russe et la baisse des prix des matières premières. S'agissant des autres partenaires commerciaux, les variations des exportations nettes ont été moins importantes. En particulier, les exportations nettes vers les autres pays de l'UE et vers la Chine n'ont que faiblement varié, reflétant une croissance solide, relativement équilibrée, des échanges avec ces partenaires commerciaux. La forte expansion des échanges bilatéraux avec les autres pays de l'UE a résulté de la reprise économique dans l'UE et, en particulier, de la reconstitution des chaînes de valeur depuis l'effondrement des échanges déclenché par la crise financière mondiale. Dans le même temps, les exportations nettes de biens vers le Royaume-Uni et la Suisse ont légèrement augmenté, en partie en raison d'une baisse des importations en provenance de ces pays. La zone euro a enregistré une légère détérioration de ses exportations nettes vis-à-vis du groupe résiduel des autres pays, qui reflète une réduction globale de la valeur des exportations et des importations, principalement liée pour ces dernières à la baisse des prix des matières premières.

Graphique C

Variation des exportations et des importations de biens par contreparties géographiques

(pourcentages du PIB, variation entre 2013 et les quatre trimestres s'achevant en T2 2018)



Source : BCE.

Notes : Le graphique représente l'inverse de la variation des importations de biens, de telle sorte qu'une valeur négative correspond à une hausse et une valeur positive à une baisse. Les « autres pays de l'UE » recouvrent les États membres de l'UE et les institutions de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, à l'exception du Royaume-Uni.

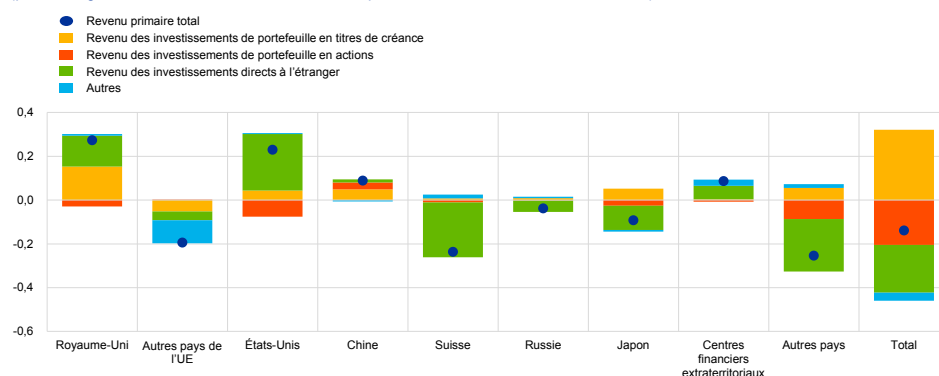
Les évolutions des soldes bilatéraux du revenu primaire depuis 2013 ont résulté largement des revenus des investissements directs étrangers (IDE) – dont les variations ont été assez hétérogènes selon les contreparties géographiques – et des revenus d'investissements de portefeuille en titres de créance (cf. graphique D). Le solde des revenus d'IDE de la zone euro est largement influencé par les opérations des entreprises multinationales résidentes de la zone euro et hors zone euro. En particulier, les décisions d'investissement et la rentabilité des entreprises multinationales déterminent l'évolution des revenus des IDE. La plus forte amélioration du solde des revenus d'IDE de la zone euro a été

observée vis-à-vis des États-Unis, suivis par le Royaume-Uni. Ce résultat reflète principalement une augmentation des positions en IDE des résidents de la zone euro aux États-Unis et au Royaume-Uni plus importante que celles des résidents des États-Unis et du Royaume-Uni dans la zone euro. *A contrario*, le solde des revenus des IDE de la zone euro a très nettement diminué vis-à-vis de la Suisse, du Japon et du groupe résiduel de pays. Pour les deux premiers pays, cette évolution reflète une hausse relative des positions en IDE des résidents suisses et japonais dans la zone euro. Dans le cas du groupe résiduel de pays, la baisse du solde des revenus des IDE a résulté de bénéfices (opérationnels) plus faibles enregistrés sur les investissements directs étrangers de la zone euro dans ces pays. L'augmentation du solde des revenus des investissements de portefeuille en titres de créance vis-à-vis du Royaume-Uni, des États-Unis et du Japon reflète le mouvement de report marqué des investisseurs de la zone euro vers les titres de créance émis par les entités résidentes de ces pays au cours des dernières années, ainsi qu'une baisse des rendements des titres de créance de la zone euro ¹⁵.

Graphique D

Évolution des principales composantes du solde du revenu primaire par contreparties géographiques

(pourcentages du PIB, variation entre 2013 et les quatre trimestres s'achevant en T2 2018)



Source : BCE.

Notes : Les « Autres pays de l'UE » recouvrent les États membres de l'UE et les institutions de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, à l'exception du Royaume-Uni. « Autres » comprend la rémunération des salariés, le revenu des investissements sur les autres investissements et les avoirs de réserve ainsi que les autres revenus primaires. Tous les revenus des avoirs de réserve sont affectés aux «Autres pays».

¹⁵ Cf. Fidora (M.) et Schmitz (M.), « Les facteurs à l'origine de l'amélioration récente de la position extérieure de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2018.

Malin Andersson et Lorena Saiz

L'investissement en actifs incorporels permet des gains de productivité. Les actifs incorporels ¹⁶ sont des actifs non monétaires sans substance physique ou financière. Ils recouvrent un large éventail d'actifs fortement hétérogènes, qui comprennent le capital humain, les produits innovants, les marques, les brevets, les logiciels, les relations avec les clients, les bases de données et les systèmes de distribution. Certains de ces actifs permettent d'obtenir des gains de productivité et d'efficacité à partir de nouvelles technologies, et jouent ainsi un rôle stratégique dans la création de valeur des entreprises. Cet encadré examine les caractéristiques des investissements incorporels et analyse un certain nombre de conséquences liées à leur importance croissante.

L'investissement en actifs incorporels a gagné en importance dans la zone euro, tant en termes absolus que par rapport aux actifs corporels. Plusieurs facteurs ont contribué à cette évolution. Dans les pays de la zone euro et les autres économies avancées, l'investissement incorporel a fortement augmenté au cours des dernières décennies. Ainsi, la croissance des produits de propriété intellectuelle – un groupe d'actifs incorporels inclus dans les comptes nationaux ¹⁷ – a dépassé celle des investissements corporels dans la zone euro au cours des vingt dernières années (cf. graphique A). L'investissement dans ces produits a également apporté une contribution importante à la croissance annuelle de l'investissement hors construction dans la zone sur la même période (cf. graphique B). Le fait que le taux de croissance des investissements incorporels soit plus élevé que celui des actifs corporels provient de facteurs tels que la hausse de la concurrence mondiale, le glissement sectoriel de l'industrie vers les services, l'expansion de l'économie numérique, les évolutions de la spécialisation internationale des zones de production, de nouveaux modèles d'activité (par exemple, à des fins d'optimisation fiscale) et les avancées technologiques générales.

¹⁶ Plus précisément, les investissements incorporels comprennent les investissements relatifs 1) à l'informatique et aux données informatisées (comme les logiciels et les bases de données), 2) aux biens innovants et aux compétences propres à l'entreprise (comme la recherche et développement scientifique et non scientifique, la propriété intellectuelle, les dessins, modèles et marques déposés) et 3) aux compétences économiques (y compris le capital de marque, le capital humain spécifique à l'entreprise, les réseaux reliant les personnes et les institutions, le savoir-faire organisationnel qui accroît l'efficacité, et certains types de publicité et de commercialisation). Ces éléments sont parfois appelés « actifs intellectuels », « actifs de la connaissance » ou « capital intellectuel ».

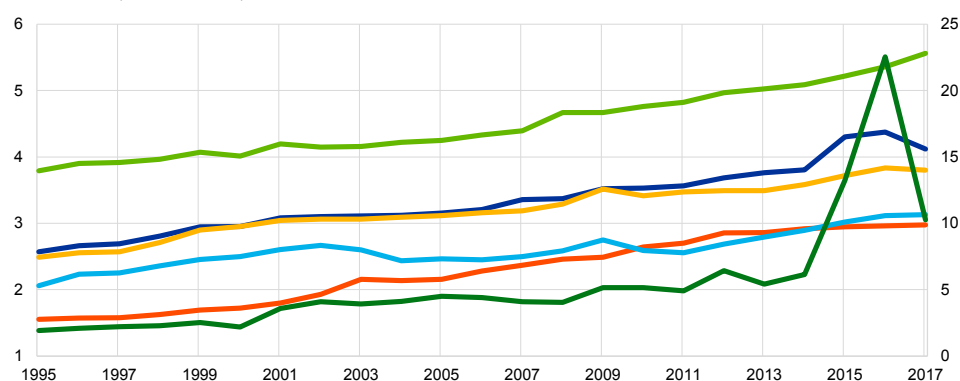
¹⁷ Depuis 2014, les normes méthodologiques relatives aux comptes nationaux en vigueur aujourd'hui, (le SNC 2008 et le SEC 2010) considèrent les dépenses de recherche et développement acquises et pour compte propre comme de l'investissement. En conséquence, l'investissement incorporel inclut désormais les dépenses en équipements de TIC et les produits de propriété intellectuelle. Le SEC 2010 définit les produits de propriété intellectuelle comme des connaissances qui sont le fruit de travaux de recherche et développement, d'activités d'analyse et d'innovation dont l'exploitation est restreinte par la loi ou d'autres moyens de protection. Les actifs incorporels tels que le capital humain, les relations avec les clients et les systèmes de distribution ne sont pas pris en compte dans les comptes nationaux.

Graphique A

Investissements incorporels en pourcentage de l'investissement total

(en pourcentage)

- Zone euro
- Allemagne
- Espagne
- France
- Italie
- Irlande (échelle de droite)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

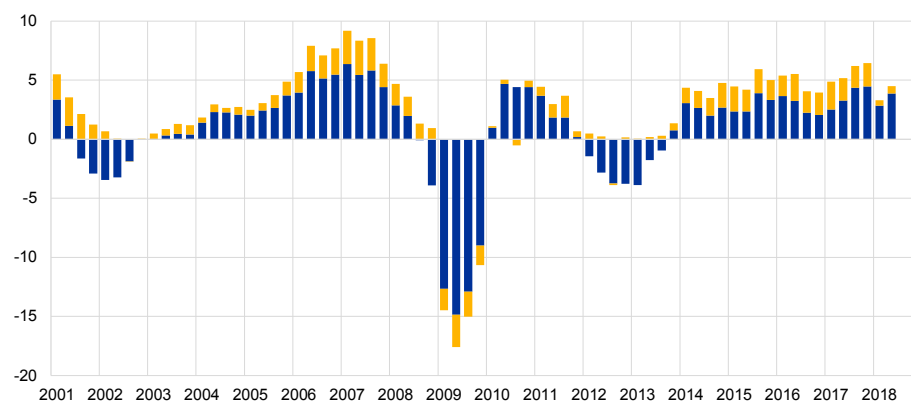
Notes : Ici, l'investissement incorporel se rapporte aux produits de propriété intellectuelle inclus dans les comptes nationaux. La volatilité des données pour l'Irlande et les Pays-Bas, qui est principalement due aux transactions liées à la propriété intellectuelle réalisées par les grandes entreprises multinationales, contribue largement aux fluctuations des données de la zone euro.

Graphique B

Ventilation de la croissance de l'investissement hors construction dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage ; points de pourcentage)

- Machines et équipements
- Produits de propriété intellectuelle



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les données relatives à la Belgique et à Chypre ne sont pas disponibles ; les données relatives à l'Irlande et aux Pays-Bas ont été exclues en raison de leur volatilité.

De par leur nature spécifique, les actifs incorporels sont moins faciles à utiliser en garantie, ce qui peut se traduire par un investissement sous-optimal. Les

actifs incorporels partagent certaines caractéristiques avec les actifs corporels. Par exemple, les deux classes d'actifs sont coûteuses à acquérir, mais elles contribuent à la création de profits futurs et impliquent une certaine prise de risque. Toutefois, les actifs incorporels présentent également un certain nombre de caractéristiques

propres qui les distinguent des actifs corporels ¹⁸, comme leur extensibilité (*scalability*) ou leur nature non rivale, par exemple, qui signifient que les avantages qu'ils procurent aux utilisateurs individuels ne dépendent pas du nombre total d'utilisateurs. Dans le même temps, certains actifs incorporels ont une faible valeur de marché et leur coût de production est presque entièrement irrécupérable (*sunk costs*), de sorte qu'ils sont difficiles à vendre ¹⁹, plus susceptibles d'être spécifiques à l'entreprise et qu'ils constituent des investissements particulièrement risqués. Enfin, ils améliorent la productivité, sont souvent plus efficaces lorsqu'ils sont associés à d'autres actifs (par exemple aux formations à l'utilisation des logiciels et des ordinateurs) et tendent à générer des effets de débordement (*spillovers*) positifs et des avantages pour les personnes autres que celles qui les développent (ils sont non exclusifs). Ces caractéristiques les rendent moins faciles à utiliser en garantie et peuvent donc signifier qu'ils sont plus dépendants du financement interne (c'est-à-dire de l'épargne) que ne l'est le capital physique ²⁰. Dans l'ensemble, ces caractéristiques pourraient conduire les entreprises à sous-investir dans ces actifs ²¹.

L'analyse fondée sur les données individuelles relatives aux entreprises cotées montre que les actifs incorporels peuvent expliquer une partie de l'écart entre les investissements des entreprises en actifs corporels et le Q de Tobin ²².

Depuis la crise financière, l'investissement des entreprises de la zone euro en actifs corporels a été plus faible que ce que l'on pourrait attendre sur la base du Q de Tobin (cf. graphique C, partie a). Cela peut indiquer un sous-investissement ou une surévaluation des marchés boursiers. Deux publications récentes ont montré que les actifs incorporels peuvent expliquer une partie de cet écart pour les États-Unis ²³. Une analyse de régression conduite pour la zone euro montre qu'inclure les actifs incorporels qui ne sont pas capitalisés (c'est-à-dire qui ne sont pas compris dans le bilan en tant qu'actifs) dans l'investissement et dans le Q de Tobin ²⁴ réduit l'écart entre les deux (cf. graphique C, partie b). La sensibilité de l'investissement au Q de Tobin s'accroît également, même si dans tous les cas, le Q de Tobin n'explique qu'un tiers de la variation totale de l'investissement.

¹⁸ Pour plus de détails, cf. Haskel (J.) et Westlake (S.), « *Capitalism without Capital – The Rise of the Intangible Economy* », Princeton University Press, 2017. Cf. également l'annexe intitulée « *Characteristics of intangibles per asset type* », dans « *Investment in the EU Member States: An Analysis of Drivers and Barriers* », *European Economy Institutional Papers*, n° 062, Commission européenne, octobre 2017.

¹⁹ Dans certains cas, la valeur d'un actif incorporel ne peut être déterminée avant qu'il n'ait généré de la valeur (c'est-à-dire que la vérifiabilité est faible *ex ante*).

²⁰ Cf. Falato (A.), Kadyrzhanova (D.) et Sim (J.W.), « *Rising intangible capital, shrinking debt capacity, and the US corporate savings glut* », *FEDS Working Paper Series*, n° 2013-67, Système fédéral de réserve, 2013.

²¹ En revanche, la capacité à générer des économies d'échelle qui renforcent le pouvoir de marché fournit des incitations à investir dans les actifs incorporels.

²² Le Q de Tobin correspond au ratio valeur de marché des actifs de l'entreprise/coût de remplacement des actifs. Un Q de Tobin supérieur à 1,0 peut suggérer que la valeur de marché reflète certains actifs non mesurés ou non enregistrés détenus par l'entreprise. Un Q de Tobin élevé peut encourager les entreprises à investir davantage en capital fixe, car la valeur des actifs dépasse leur prix d'achat, et inversement lorsque le Q de Tobin est inférieur à 1,0.

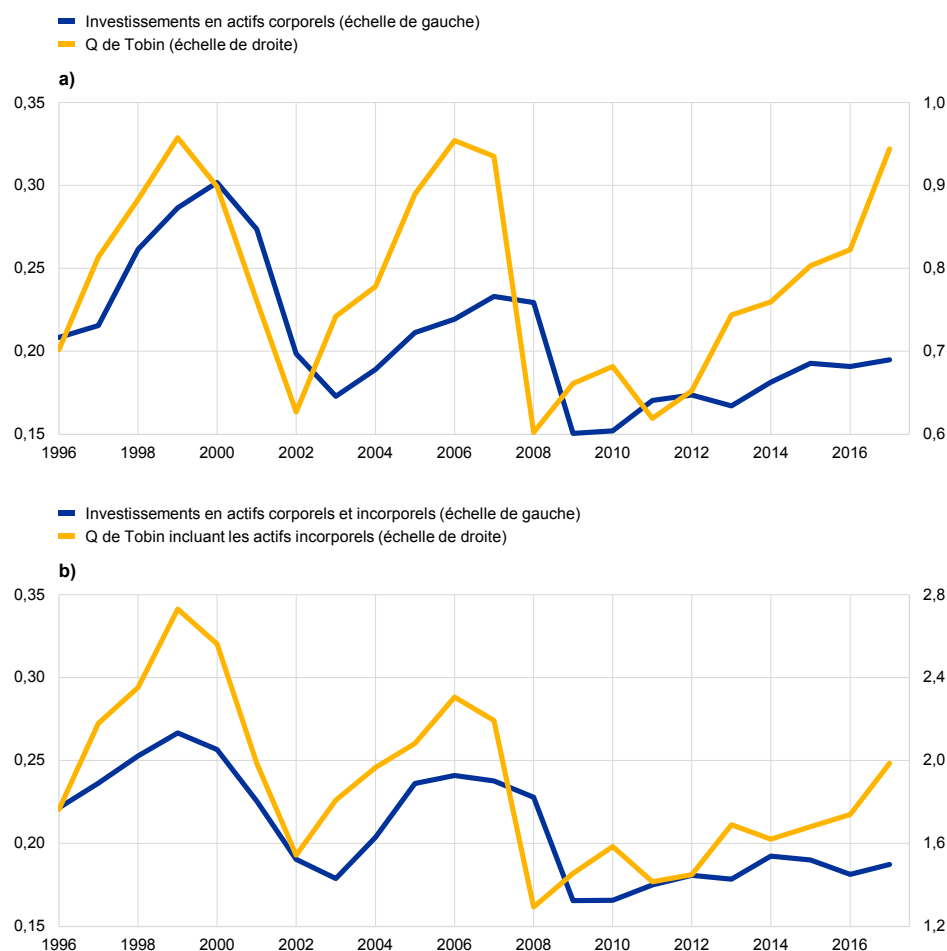
²³ Cf. Peters (R.H.) et Taylor (L.A.), « *Intangible capital and the investment-q relation* », *Journal of Financial Economics*, vol. 123, 2017, p. 251-272, et Crouzet (N.) et Eberly (J.), « *Understanding Weak Capital Investment: the Role of Market Concentration and Intangibles* », article préparé pour le *Jackson Hole Economic Policy Symposium*, 2018.

²⁴ Cf. Peters (R.H.) et Taylor (L.A.), *op. cit.*, pour plus de détails.

Graphique C

Investissement et Q de Tobin

(valeurs médianes)



Sources : Base de donnée *Worldscope* (entreprises cotées de la zone euro).

Notes : L'investissement en actifs corporels est défini comme les dépenses en immobilisations corporelles rapportées aux immobilisations corporelles de la période précédente. Le Q de Tobin est défini comme la valeur de marché de l'entreprise, plus la dette totale en valeur comptable, moins les liquidités et les investissements à court terme, rapportée au total des actifs en valeur comptable. L'investissement en actifs incorporels est défini comme les coûts de R&D, plus 30 % des ventes et des frais généraux et administratifs. Dans la partie inférieure, l'investissement en actifs corporels et incorporels et le Q de Tobin ont l'un comme l'autre pour dénominateur les immobilisations corporelles en valeur comptable, plus les coûts de R&D capitalisés et 30 % des ventes et des frais généraux et administratifs, en utilisant la méthode de l'inventaire permanent et les taux de dépréciation utilisés par Peters et Taylor ²⁵.

La nature spécifique des actifs incorporels pose un défi en termes de mesure de l'activité, des profits et du stock de capital, ainsi que pour la distribution de la productivité entre les entreprises ²⁶.

Les problèmes de mesure liés à l'activité tiennent au fait que ces actifs sont généralement considérés comme des consommations intermédiaires spécifiques à chaque entreprise plutôt que des investissements dans les bilans des entreprises et dans une certaine mesure, ils demeurent sous-estimés dans les déclarations des comptes nationaux ²⁷. Bien que le pourcentage d'actifs incorporels qui sont déclarés dans les comptes annuels des

²⁵ *ibid.*

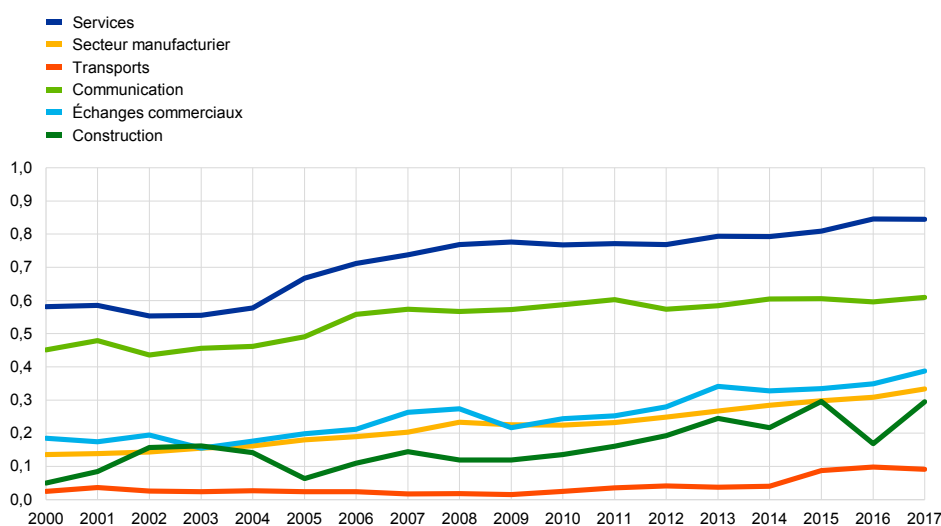
²⁶ Cf. également la Commission européenne, « *Unlocking investment in intangible assets in Europe* », dans *Quarterly Report on the Euro Area*, vol. 16(1), 2017, p. 23-35.

²⁷ Par exemple, les comptes nationaux ne recouvrent pas le capital humain, la connaissance contenue dans les bases de données, le capital organisationnel ni les marques.

entreprises augmente progressivement, en particulier dans le secteur des services (cf. graphique D), la sous-estimation de ces actifs dans les déclarations pourrait signifier que la production réelle est elle aussi sous-estimée. De plus, la classification des investissements incorporels en tant que dépenses à déduire des bénéfiques – contrairement aux actifs – pèse sur la rentabilité. S’agissant de la mesure du stock de capital, les estimations relatives aux taux d’amortissement sont entourées de fortes incertitudes, mais la part croissante d’actifs incorporels implique vraisemblablement une hausse des taux d’amortissement globaux. En conséquence, le montant de l’investissement nécessaire pour contrebalancer la consommation de capital et maintenir le stock de capital à un niveau constant augmente. Dans le même temps, il est possible que le stock de capital demeure sous-estimé en raison de l’insuffisance de la prise en compte des investissements incorporels dans les comptes nationaux (cf. également la section sur le facteur capital dans l’article sur la production potentielle durant la période d’après-crise dans le présent *Bulletin économique*). Cette sous-estimation est particulièrement importante lorsque la contribution du facteur capital à la production potentielle de la zone euro augmente par rapport à celle du travail, dans un contexte d’accentuation des contraintes liées à la population active. De plus, un ralentissement de la croissance des services liés au capital incorporel pourrait se manifester dans les données sous la forme d’un ralentissement de la croissance de la productivité globale des facteurs. S’agissant de la dispersion de la productivité, les entreprises riches en actifs incorporels semblent augmenter considérablement leurs investissements, contribuant ainsi au creusement de l’écart entre les entreprises chefs de file et celles qui accusent un retard.

Graphique D Intensité en actifs incorporels

(valeurs médianes)



Sources : Base de donnée *Worldscope* (entreprises cotées de la zone euro).

Note : Ce graphique présente le ratio actifs incorporels/immobilisations corporelles et incorporelles en valeur comptable.

Des politiques spécifiques seraient utiles dans un certain nombre de domaines afin d’encourager de nouveaux investissements incorporels et de permettre un renforcement de la croissance potentielle, notamment en ce qui concerne les

questions de propriété, du traitement fiscal, des droits de propriété, de la concurrence et de la réglementation des marchés de biens et services.

4 La transformation numérique et son impact sur l'économie : éléments tirés d'une enquête réalisée auprès de grandes entreprises

Catherine Elding et Richard Morris

Le présent encadré résume les conclusions d'une enquête *ad hoc* sur l'impact de la numérisation sur l'économie réalisée par la BCE auprès des grandes entreprises de la zone euro²⁸. La transformation numérique peut être considérée comme un choc technologique/d'offre qui affecte les principaux agrégats économiques, notamment *via* des effets liés à la concurrence, à la productivité et à l'emploi ainsi qu'au travers de son interaction avec les institutions et la gouvernance. Les technologies numériques modifient également la manière dont les entreprises exercent leur activité et interagissent avec leurs clients et leurs fournisseurs. Comprendre la transformation numérique et les canaux par lesquels elle influence l'économie est par conséquent de plus en plus pertinent pour la conduite de la politique monétaire.

L'enquête portait principalement sur la perception, par les entreprises, de la manière dont la transformation numérique affecte les agrégats macroéconomiques. Le questionnaire a interrogé les entreprises sur leur adoption des technologies numériques et sur les principaux obstacles qu'elles rencontrent. Des questions ont également porté sur les différents canaux par lesquels les entreprises ont constaté que la transformation numérique affecte leurs ventes, leurs prix, leur productivité et l'emploi, ainsi que sur l'orientation globale et l'ampleur que cet impact devrait avoir au cours des trois prochaines années. Soixante-quatorze grandes entreprises non financières, réparties à parts égales entre producteurs de biens et fournisseurs de services, ont répondu à l'enquête. Ces entreprises étaient en général de très grande taille et représentaient en total cumulé environ 3,7 % de la production et 1,7 % de l'emploi dans la zone euro.

Ces entreprises utilisent massivement les technologies numériques, tout particulièrement les mégadonnées (*big data*) et l'informatique en nuage (*cloud computing*) (cf. graphique A). Le *big data* et le *cloud computing* ont été largement adoptés dans tous les secteurs, de même que le commerce électronique qui joue un rôle essentiel sur les segments « entreprise à client ». Dans le secteur manufacturier et dans celui de l'énergie, on observe un développement presque comparable de l'intelligence artificielle, de l'« internet des objets », de la robotique et de l'impression en 3D, les participants à l'enquête ayant tendance à déclarer que l'impact réel se manifeste lorsque l'on combine toutes ces technologies. La difficulté à ajuster l'organisation de l'entreprise et la nécessité de recruter et de fidéliser du personnel hautement qualifié dans les TIC constituent les principaux obstacles à l'adoption des technologies numériques. La réglementation et la législation n'ont généralement pas été considérées comme un obstacle important, même si certaines entreprises ont indiqué que tout en ne constituant pas un frein, les cadres réglementaires devaient évoluer.

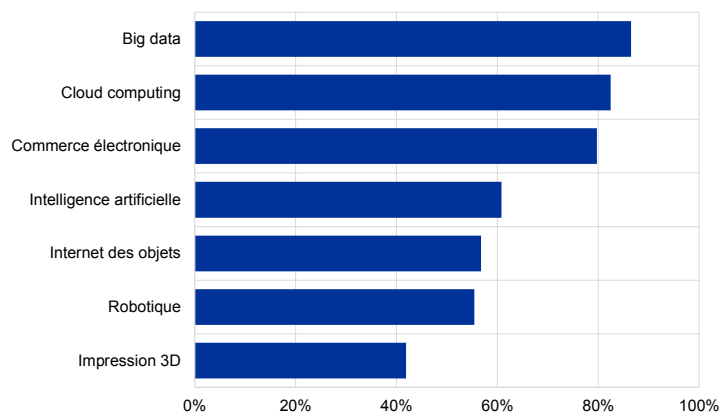
²⁸ Cette enquête de la BCE – *Digitalisation Survey* – a été réalisée au printemps 2018.

Graphique A

Adoption des technologies numériques et obstacles rencontrés

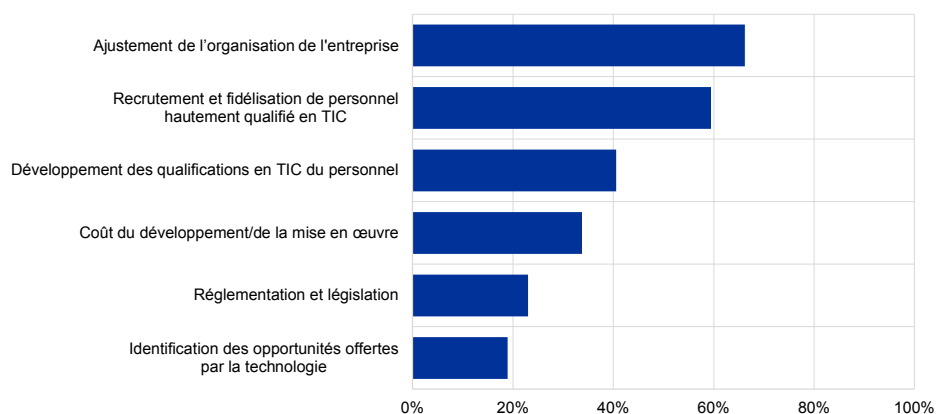
Adoption des technologies numériques

(en pourcentage des participants ; réponses ordonnées en fonction du classement global)



Obstacles à l'adoption des technologies numériques

(en pourcentage des participants ; réponses ordonnées en fonction du classement global)



Sources : *Digitalisation Survey* de la BCE et calculs de la BCE.

Note : Sur la base des réponses aux deux questions suivantes : « Quelles sont les technologies numériques adoptées par votre entreprise, y compris celles dont l'adoption est en cours ? » et « Quels sont les principaux obstacles auxquels est confrontée votre entreprise pour l'adoption des technologies numériques ? »

Dans l'ensemble, la grande majorité des participants considèrent que la numérisation a un impact positif sur les ventes de leur entreprise (cf. graphique B).

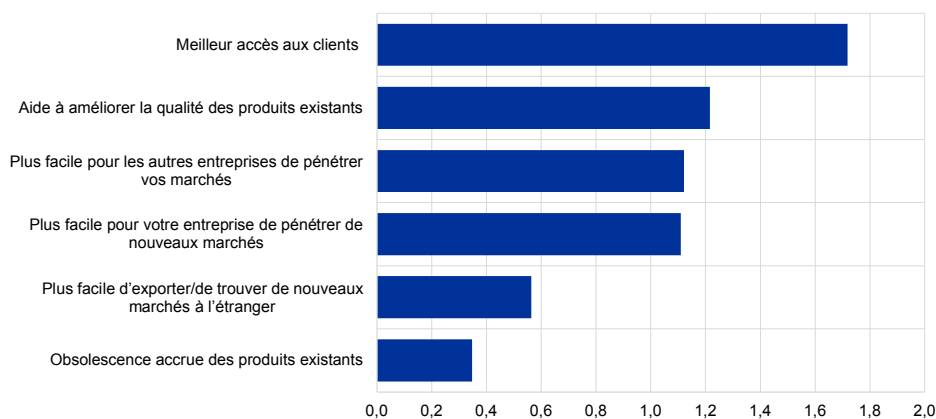
Plus de la moitié d'entre eux prévoient que l'adoption des technologies numériques entraînera une « légère augmentation » des ventes au cours des trois prochaines années, tandis qu'un tiers environ s'attend à une « augmentation significative ». Dans une certaine mesure, ce jugement positif peut refléter la taille et la force relatives des entreprises interrogées, dans la mesure où leur taux élevé d'adoption des technologies numériques a été considéré, dans certains cas, comme leur permettant de gagner des parts de marché.

Graphique B

Impact de la numérisation sur les ventes

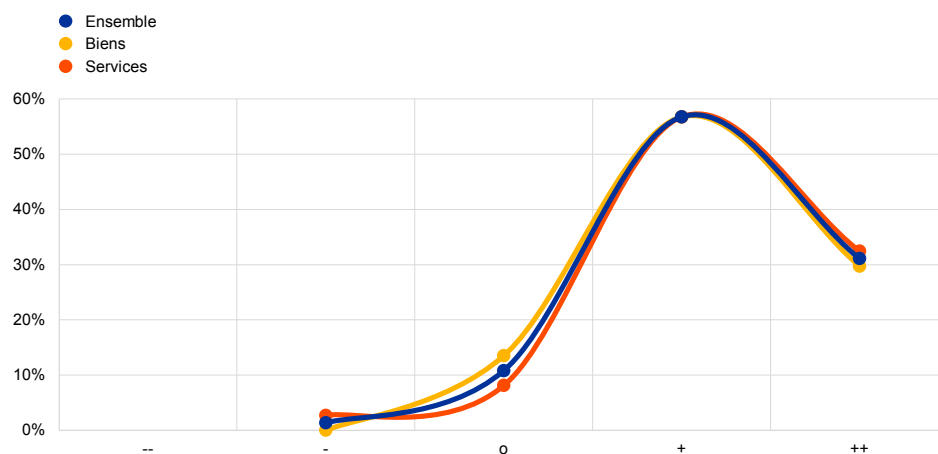
Canaux par lesquels la numérisation affecte les ventes

(résultats moyens pour l'ensemble des réponses : 0 = pas important; 1 = important; 2 = très important)



Impact global sur les ventes

(en pourcentage des participants)



Sources : *Digitalisation Survey* de la BCE et calculs de la BCE.

Note : Sur la base des réponses aux questions sur 1) la façon dont les technologies numériques ont affecté les ventes de l'entreprise interrogée et 2) l'impact global que l'adoption des technologies numériques devrait avoir sur les ventes au cours des trois prochaines années, les réponses allant de « baisse significative » (-) à « augmentation significative » (++)

Un meilleur accès aux clients est le principal canal par lequel la numérisation soutient la croissance des ventes. En particulier, les participants à l'enquête ont souligné le rôle joué par les technologies numériques pour donner accès aux données relatives aux clients, ce qui aide les entreprises à comprendre les besoins de leur clientèle (ce que l'on appelle « l'intimité avec le client ») et à offrir des services nouveaux ou améliorés et des solutions personnalisées avec des niveaux de qualité plus élevés. Cela favorise ainsi les améliorations de la qualité des produits existants (en plus des progrès résultant purement de la technologie). Un accès plus aisé aux marchés est également largement jugé important.

Les participants à l'enquête estiment également que la numérisation accroît leur flexibilité en termes de fixation des prix (cf. graphique C). La moitié des participants environ ont déclaré que l'adoption des technologies numériques avait

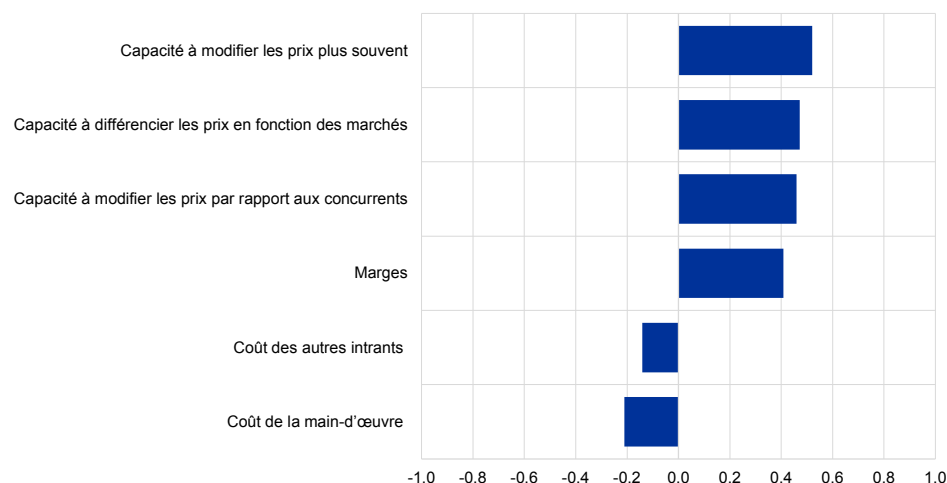
permis d'augmenter la capacité de leur entreprise à ajuster les prix en fonction de ceux de leurs concurrents au fil du temps et/ou entre les différents marchés. En particulier, les participants ont souligné la capacité à « exploiter avec plus de précision les pics de demande » et ainsi à « déterminer la valeur » des biens et des services fournis aux clients. Dans le même temps, la numérisation permet également de « bien mieux gérer et optimiser les approvisionnements » et de « se débarrasser des gaspillages et des frictions le long de la chaîne de valeur ». Même si la plupart des entreprises, en particulier celles du secteur manufacturier, ont eu tendance à considérer que la numérisation réduit les coûts et accroît les marges, les détaillants ont plutôt estimé que les coûts des intrants sont en augmentation et que les marges se réduisent.

Graphique C

Impact de la numérisation sur les prix

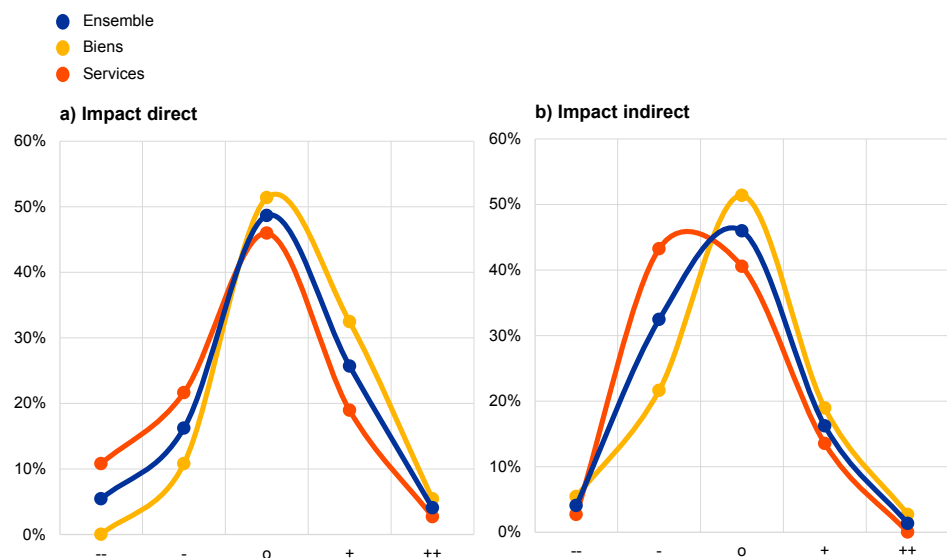
Canaux par lesquels la numérisation affecte les prix

(résultats moyens pour l'ensemble des réponses : -1 = baisse ; 1 = augmentation ; 0 = aucun changement)



Impact global sur les prix

(en pourcentage des participants)



Sources : Digitalisation Survey de la BCE et calculs de la BCE.

Note : Sur la base des réponses aux questions sur 1) la façon dont l'adoption des technologies numériques affecte les prix et les coûts de l'entreprise interrogée et 2) l'impact global que l'adoption des technologies numériques par a) l'entreprise interrogée et b) les autres parties (c'est-à-dire les fournisseurs, les clients et les concurrents) devrait avoir sur les prix de vente au cours des trois prochaines années, les réponses allant de « baisse significative » (-) à « augmentation significative » (++)

L'impact de la numérisation sur les prix n'apparaît pas clairement, des pressions à la baisse étant observées principalement pour le compartiment des services aux consommateurs. Les participants à l'enquête ont été interrogés sur l'impact que pourrait exercer sur les prix l'adoption des technologies numériques par 1) leur propre entreprise (« impact direct ») et 2) les autres parties, c'est-à-dire les fournisseurs, les concurrents et les clients (« impact indirect »). Dans les deux cas, le nombre de participants qui s'attendaient à un impact faible ou nul ou qui ne savaient

pas a été relativement élevé (50 % environ). Globalement, les producteurs de biens ont tendance à considérer que leur propre adoption des technologies numériques leur permet d'augmenter les prix ²⁹. En revanche, les fournisseurs de services (notamment les détaillants) ont été plus enclins à considérer que l'adoption des technologies numériques par les autres parties exerçait des pressions à la baisse sur leurs prix de vente.

Les participants à l'enquête estiment que la numérisation accroît la productivité, grâce à la facilité à partager les connaissances et à des processus de production plus efficaces (cf. graphique D). Pratiquement tous les participants ont considéré le fait que le partage des connaissances soit plus facile (en particulier au sein de l'entreprise) comme un canal important par lequel la numérisation accroît la productivité, la moitié d'entre eux environ jugeant cet aspect très important. Le rôle joué par la numérisation dans l'amélioration de l'efficacité du processus de production *via* l'automatisation est pratiquement aussi important. De nombreux participants à l'enquête ont souligné que l'augmentation de la quantité de données et d'informations qu'ils ont collectées, tant au sein de l'organisation qu'à l'extérieur, les a aidés à satisfaire les besoins de leurs clients. L'effet global sur la productivité a été jugé extrêmement positif, un effet plus marqué étant généralement mentionné dans le secteur des services, en particulier sur les compartiments « entreprise à entreprise ».

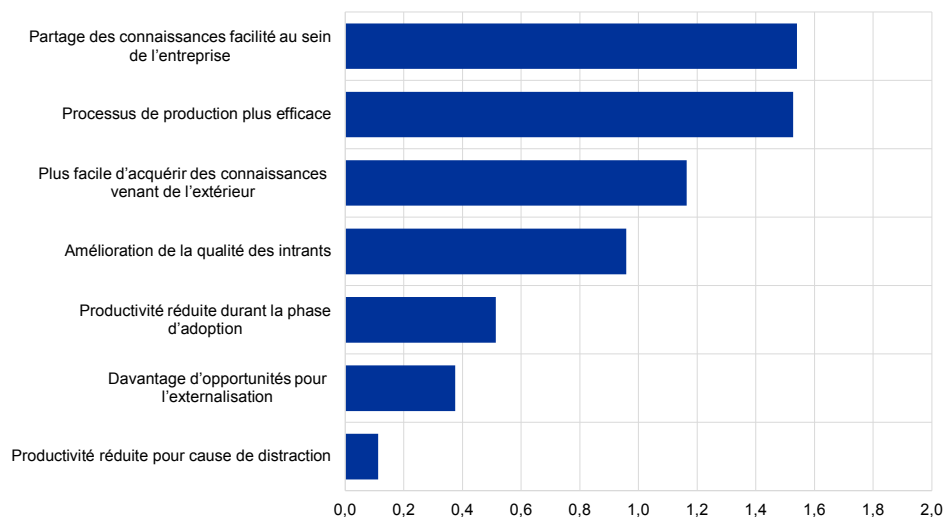
²⁹ Toutefois, dans la mesure où des prix de vente plus élevés reflètent une valeur ajoutée plus importante, cela pourrait demeurer cohérent avec le fait que la numérisation exerce des pressions à la baisse sur les prix à la production des biens et des services sur une base comparable.

Graphique D

Impact de la numérisation sur la productivité

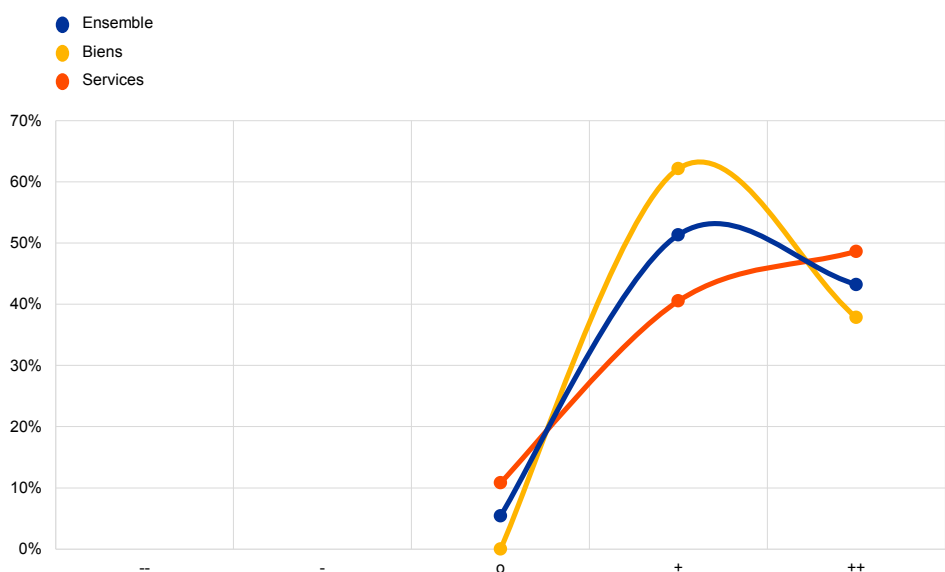
Canaux par lesquels la numérisation affecte la productivité

(résultats moyens pour l'ensemble des réponses : 0 = pas important ; 1 = important ; 2 = très important)



Impact global sur la productivité

(en pourcentage des participants)



Sources : *Digitalisation Survey* de la BCE et calculs de la BCE.

Note : Sur la base des réponses aux questions sur 1) la façon dont les technologies numériques ont affecté la productivité de l'entreprise interrogée et 2) l'impact global que l'adoption des technologies numériques devrait avoir sur la productivité au cours des trois prochaines années, les réponses allant de « baisse significative » (-) à « augmentation significative » (++)

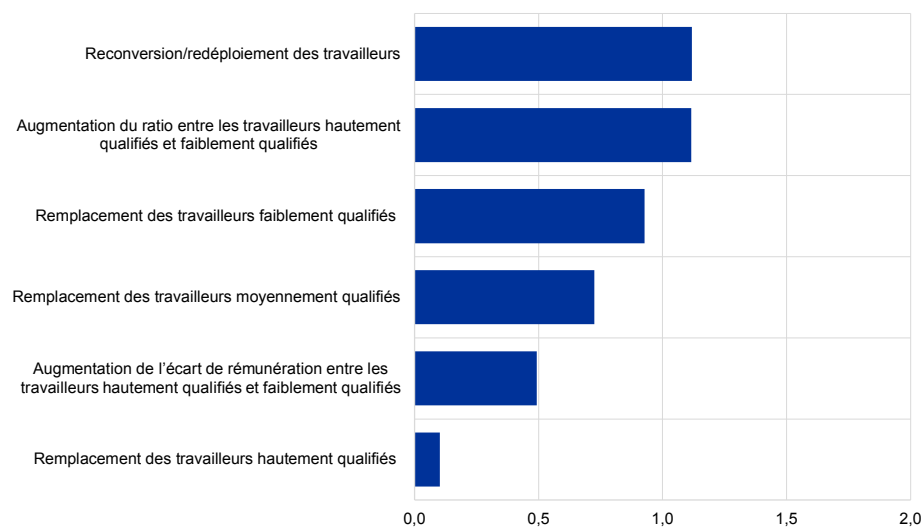
Au total, les participants à l'enquête estiment que la numérisation a un impact légèrement négatif sur l'emploi, tout en soulignant l'importance de la reconversion et du développement des compétences (cf. graphique E). Un tiers environ des participants s'attendent à ce que la numérisation réduise l'emploi dans leur entreprise au cours des trois prochaines années, tandis qu'un cinquième d'entre eux prévoient des hausses de l'emploi. Il a été considéré que la numérisation

remplace les emplois faiblement et moyennement qualifiés, mais pas les emplois hautement qualifiés. La numérisation a surtout été considérée comme accroissant le ratio entre les travailleurs hautement qualifiés et ceux faiblement qualifiés, en mettant l'accent sur la reconversion des salariés et leur redéploiement sur des tâches s'appuyant sur les technologies numériques.

Graphique E Impact de la numérisation sur l'emploi

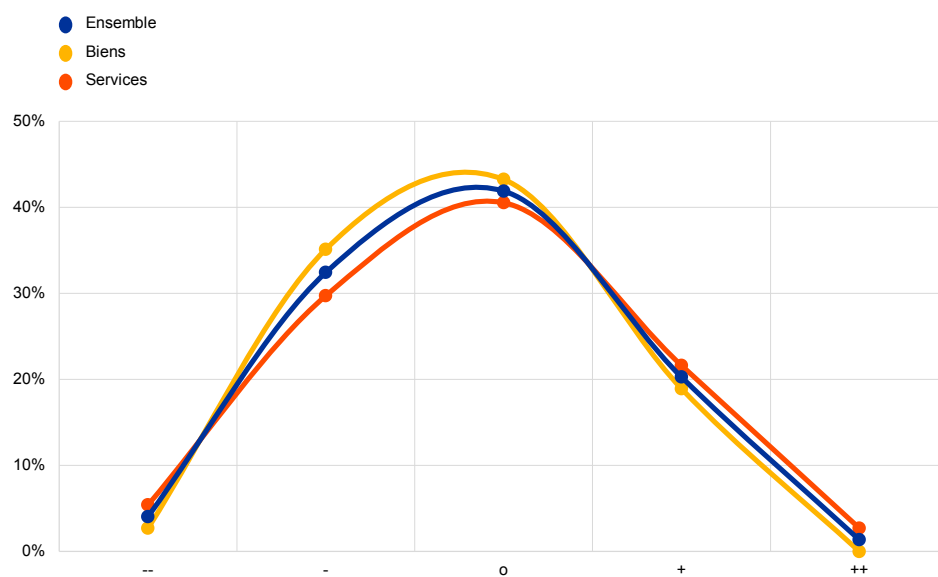
Canaux par lesquels la numérisation affecte l'emploi

(résultats moyens pour l'ensemble des réponses : 0 = pas important ; 1 = important ; 2 = très important)



Impact global sur l'emploi

(en pourcentage des participants)



Sources : *Digitalisation Survey* de la BCE et calculs de la BCE.

Note : Sur la base des réponses aux questions sur 1) la façon dont les technologies numériques ont affecté l'emploi dans l'entreprise interrogée et 2) l'impact global que l'adoption des technologies numériques devrait avoir sur l'emploi au cours des trois prochaines années, les réponses allant de « baisse significative » (-) à « augmentation significative » (++)

5 Le rôle des prix de l'énergie dans les résultats d'inflation observés récemment : une perspective par pays

Ieva Rubene

L'inflation totale dans la zone euro est actuellement dominée par une forte contribution des prix de l'énergie. Au troisième trimestre 2018, les prix de l'énergie ont contribué à la hausse de l'IPCH total (2,0 % environ) pour près de moitié, soit 0,9 point de pourcentage. Cette contribution importante reflète principalement les évolutions passées des prix du pétrole brut, un facteur qui constitue une influence commune à tous les pays de la zone euro. Toutefois, la contribution de l'énergie à la hausse de l'IPCH dépend à la fois de la part de l'énergie dans les dépenses de consommation et du degré de répercussion des variations des prix du pétrole sur les prix à la consommation de l'énergie. Le présent encadré étudie dans quelle mesure ces caractéristiques peuvent contribuer à expliquer les différences entre les pays de la zone euro concernant la récente contribution de l'énergie à la hausse de l'IPCH global ³⁰.

La contribution de l'énergie à la hausse de l'IPCH est actuellement très différente selon les pays de la zone euro. Pour la plupart des grands pays, au troisième trimestre 2018, la part de la contribution de l'énergie à la hausse de l'IPCH, était relativement proche de la moyenne de la zone euro, c'est-à-dire qu'elle pouvait représenter jusqu'à la moitié de la hausse (cf. graphique A). Toutefois, pour certains pays plus petits, cette part s'échelonnait d'un niveau très faible (l'énergie ne représentant presque rien à Malte) à un niveau très élevé (l'énergie représentant la quasi-totalité de la hausse de l'IPCH en Irlande). Il convient de noter que cette comparaison entre les pays donne seulement une indication de l'importance relative de l'énergie, l'IPCH total étant également déterminé par les évolutions de l'IPCH hors énergie ³¹.

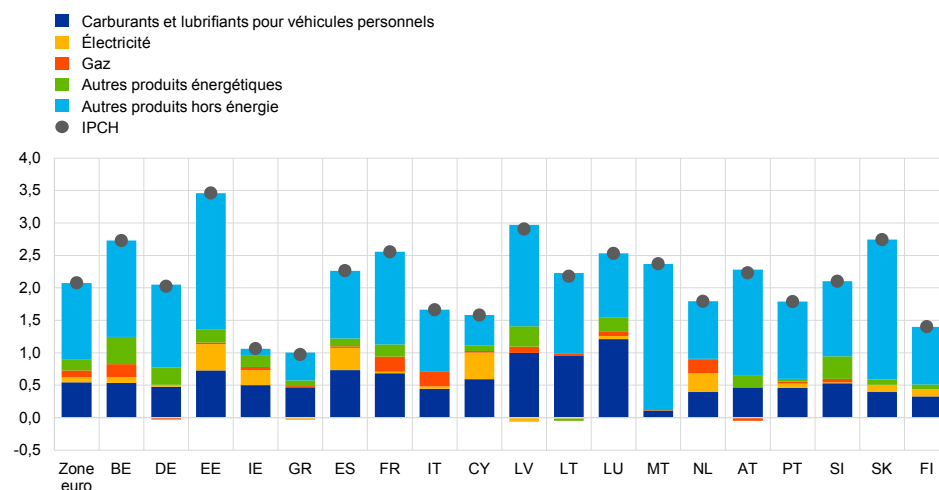
³⁰ Le présent encadré ne couvre pas l'incidence des modifications de la fiscalité sur la hausse des prix de l'énergie et les effets indirects de premier tour. Pour une description de ces derniers, cf. le groupe de travail du Comité de la politique monétaire du Système européen de banques centrales, « *Energy markets and the euro area macroeconomy* », *Occasional Paper Series*, n° 113, BCE, juin 2010, en particulier la section intitulée « *The impact of energy prices on inflation* ». S'agissant de l'incidence des prix du pétrole sur les prix à la consommation de l'énergie dans la zone euro, cf. également l'encadré intitulé « *Cours du pétrole et prix à la consommation de l'énergie dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2016.

³¹ Les contributions relatives peuvent également être faussées si l'IPCH hors énergie et/ou les taux de variation des prix de l'énergie sont négatifs.

Graphique A

Hausse des prix de l'énergie dans la hausse de l'IPCH au troisième trimestre 2018

(contributions en points de pourcentage, variations annuelles en pourcentage de l'IPCH)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : « Autres produits énergétiques » recouvre les combustibles liquides et solides et l'énergie de chauffage.

Le poids de l'énergie dans l'IPCH diffère selon les pays, mais ne peut pas expliquer entièrement les différences actuelles des contributions à l'inflation totale.

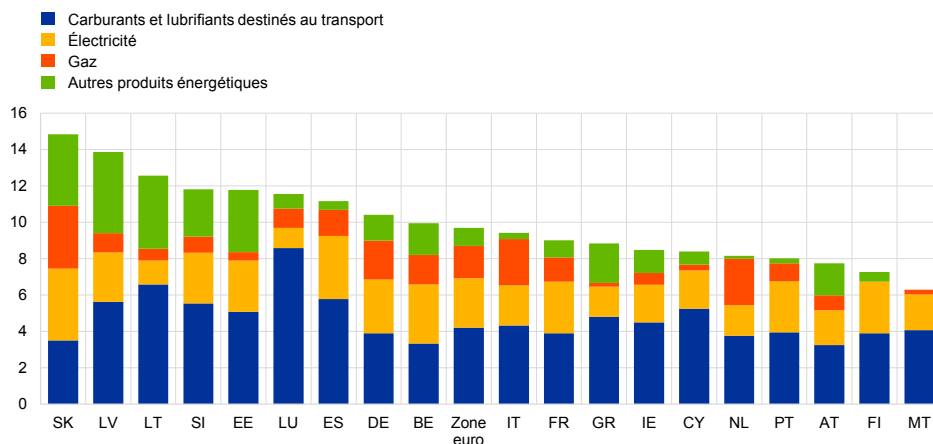
Les contributions actuelles des prix de l'énergie à l'inflation totale sont généralement supérieures à ce qu'impliquerait le poids de l'énergie dans l'IPCH. Ces parts vont de 6 % environ à Malte à presque 15 % en Slovaquie, tandis que pour la zone euro dans son ensemble le poids de l'énergie dans l'IPCH est de 10 % (cf. graphique B). Dans l'ensemble, les carburants destinés au transport représentent approximativement la moitié de la part de l'énergie (plus que tout autre poste lié à l'énergie) et les prix des carburants suivent généralement les variations des prix du pétrole brut en euros plus étroitement que les autres composantes du poste énergie. Cela explique pourquoi, dans tous les pays, les prix des carburants ont historiquement été le principal déterminant de la dynamique des prix de l'énergie³². Dans le même temps, les différences constatées entre les pays au troisième trimestre 2018 s'agissant de la hausse des prix des carburants ont été supérieures à ce qui est expliqué par les différences de poids de cette composante. Cela tend à indiquer que d'autres facteurs interviennent également dans la détermination de la répercussion.

³² Au cours de la période qui a débuté en 1999, la corrélation instantanée moyenne (non pondérée) dans les différents pays de la zone euro entre les taux annuels de variation des prix de l'ensemble des produits énergétiques et des prix des carburants a été de 0,9, tandis que pour les prix du gaz (à 0,5) et les prix de l'électricité (à 0,1) elle a été relativement plus faible.

Graphique B

Poids de l'énergie et de ses principaux postes dans l'IPCH en 2018

(pourcentages)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : « Autres produits énergétiques » recouvre les combustibles liquides et solides et l'énergie de chauffage. La pondération relativement forte des carburants destinés au transport au Luxembourg reflète également les achats par des consommateurs qui ne sont pas résidents au Luxembourg.

La répercussion des prix du pétrole sur les prix des carburants n'est pas de un pour un, les prix à la consommation finale dépendant également de la fiscalité et du comportement des marges. Les modifications de la fiscalité (en particulier des droits d'accise) ont généralement un effet notable sur les prix des carburants³³ et le niveau des taxes affecte la répercussion des variations des prix du pétrole. Plus la part des droits d'accise – un montant fixe par litre – est importante dans les prix des carburants d'un pays, plus faible est la variation en pourcentage des prix des carburants pour une variation donnée des prix du pétrole. En revanche, bien que les différences en matière de taux de taxe sur la valeur ajoutée (TVA) puissent en partie expliquer les différences de niveaux des prix à la consommation des carburants, en raison du caractère proportionnel de la TVA, des taux de TVA différents selon les pays ne permettent pas d'expliquer les différences de répercussion des variations des prix du pétrole sur les prix des carburants. Dans le cas des prix de l'essence, la part de l'impôt total varie d'un pays à l'autre, de 50 % environ au Luxembourg, à Malte et en Espagne à un peu plus de 60 % aux Pays-Bas, en Italie et en Grèce, ce qui contribue en partie à expliquer les différences dans le niveau final du prix des carburants et la répercussion des prix du pétrole brut sur les prix des carburants (cf. graphique C). Les coûts et les marges liés au processus de raffinage et de distribution représentent généralement une part relativement faible des prix des carburants (juste au-dessus de 10 %). Sur des horizons plus longs, il est peu probable que, par exemple en raison des différences de technologie ou de pratiques en matière de gestion des réserves, ces coûts et marges puissent expliquer les grandes différences constatées d'un pays à l'autre concernant la répercussion des prix du pétrole brut sur les prix des carburants. Toutefois, sur des horizons plus courts, par exemple si les marges

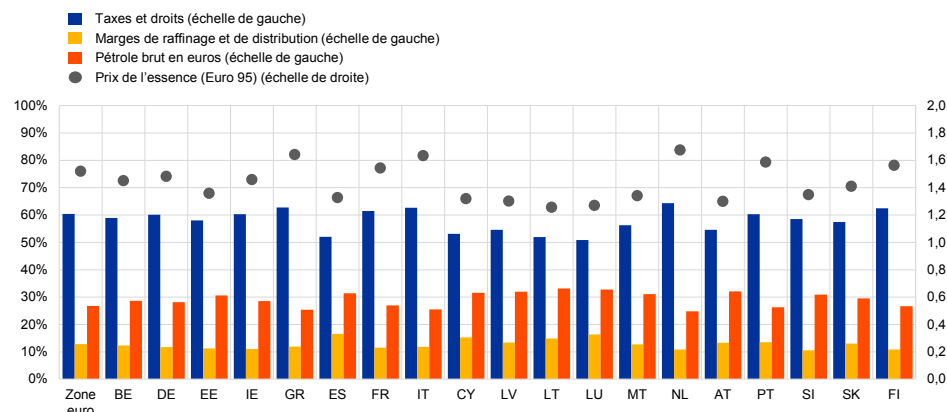
³³ Par exemple, les augmentations des droits d'accise ont contribué à une accélération de la hausse annuelle des prix des carburants en Estonie et en Lettonie au troisième trimestre 2018. Les modifications des droits d'accise en France et en Finlande ont eu des incidences plus faibles.

devaient réagir à des pics saisonniers de demande, ces différences pourraient devenir pertinentes.

Graphique C

Décomposition des prix de l'essence au troisième trimestre 2018

(échelle de gauche : pourcentages ; échelle de droite : euros par litre)



Sources : Bloomberg, Commission européenne et calculs de la BCE.

Note : Les marges de raffinage sont calculées comme la différence entre les prix du pétrole raffiné et du pétrole brut et les marges de distribution sont calculées comme la différence entre les prix de l'essence avant impôts et les prix du pétrole raffiné.

La hausse des prix du gaz et de l'électricité n'est pas nécessairement corrélée avec la hausse des prix du pétrole et des carburants. Si la répercussion des prix du pétrole brut sur les prix des carburants est relativement directe et rapide (presque totale en cinq semaines)³⁴, la répercussion sur les prix à la consommation du gaz et de l'électricité est plus complexe et plus limitée. Les prix à la consommation du gaz sont déterminés en grande partie par les prix du gaz sur les marchés de gros, qui au fil du temps sont devenus moins fortement liés aux prix du pétrole³⁵. La production d'électricité se fait à partir de différentes sources d'énergie (énergie hydraulique, solaire, éolienne, nucléaire, charbon, etc.) et la fréquence de variation des prix de l'électricité est différente de celle des carburants et du gaz. Dans tous les pays de la zone euro, le lien entre les prix du pétrole et ceux du gaz et de l'électricité connaît un décalage temporel plus important et il est plus faible que le lien entre les prix du pétrole et les prix des carburants, et la robustesse du lien varie également davantage en fonction des pays pour le gaz et l'électricité que pour les carburants (cf. graphique D)³⁶. En outre, dans un certain nombre de pays de la zone euro, les prix du gaz et de l'électricité (ainsi que ceux de l'énergie de chauffage) sont totalement ou partiellement réglementés, si bien qu'ils peuvent réagir à des variations

³⁴ Cf. le groupe de travail du Comité de la politique monétaire du Système européen de banques centrales, « *Energy markets and the euro area macroeconomy* », *Occasional Paper Series*, n° 113, BCE, juin 2010, en particulier la section intitulée « *The impact of energy prices on inflation* ».

³⁵ En raison des évolutions sur les marchés au comptant en Europe, la part du prix du gaz sur les marchés de gros indexé sur le pétrole a diminué de 80 % environ en 2005 à 30 % environ en 2017. Cf. International Gas Union, « *Wholesale Gas Price Survey* », édition 2018, juin 2018.

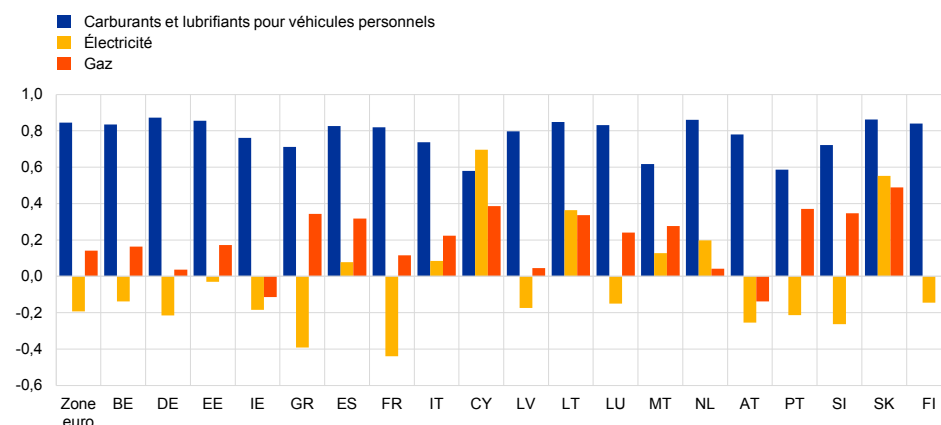
³⁶ Compte tenu du décalage dans la répercussion des prix du gaz et de l'électricité, le coefficient de corrélation pour les retards plus longs (moyenne non pondérée des pays de la zone euro ; calculé à partir des taux d'inflation annuels) atteindrait 0,6 entre les prix du pétrole brut et ceux du gaz et 0,3 entre les prix du pétrole brut et ceux de l'électricité, ce qui est inférieur au coefficient de corrélation instantanée de 0,8 entre les prix du pétrole brut et ceux des carburants.

des prix du pétrole avec un décalage ou ne pas réagir du tout ³⁷. En raison de la faiblesse du lien entre les prix du gaz et de l'électricité et ceux du pétrole brut, les pays de la zone euro ayant une part plus importante de carburants dans leur bouquet énergétique ont généralement aussi enregistré une contribution plus forte de l'énergie à leurs résultats d'inflation ces derniers mois.

Graphique D

Corrélations des postes de l'inflation liés à l'énergie (en euros)

(coefficient de corrélation instantanée des taux d'inflation annuels, janvier 1999 à septembre 2018)



Sources : Bloomberg, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La Finlande n'a pas de gaz dans son panier de prix à la consommation. La répercussion des variations des prix du pétrole brut sur les prix du gaz et de l'électricité pourrait prendre un à deux ans (le coefficient de corrélation est plus élevé pour des retards plus importants), ce qui est très lent par rapport à la répercussion relativement rapide sur les prix des carburants (pouvant atteindre 90 % en cinq semaines). Toutefois, même en tenant compte de ce décalage, le coefficient de corrélation calculé pour des retards plus importants par rapport aux prix du pétrole brut est plus faible pour les prix du gaz et de l'électricité que pour les prix des carburants.

En conclusion, tous les pays de la zone euro sont confrontés à une hausse des prix du pétrole en euros, mais cette évolution a affecté la hausse de leur IPCH dans des proportions différentes. Ce phénomène reflète les différences de poids respectifs des postes liés à l'énergie (carburant, gaz et électricité) dans l'IPCH et l'intensité de la relation entre les prix des différents postes liés à l'énergie et les prix du pétrole. Ainsi, de fortes évolutions communes des prix du pétrole n'entraînent pas nécessairement une réduction de la dispersion de l'inflation. Pour l'avenir, la faible tendance baissière des contrats à terme sur le pétrole brut signifie que la hausse des prix de l'énergie devrait s'atténuer légèrement, réduisant sa contribution à la hausse de l'IPCH total et les différences entre les pays concernant la hausse de l'inflation totale due aux prix de l'énergie.

³⁷ D'après la classification d'Eurostat, les pays suivants ont des prix partiellement ou totalement réglementés pour l'électricité, le gaz ou l'énergie de chauffage : l'Estonie, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, Chypre, la Lettonie, la Lituanie, Malte, les Pays-Bas, la Slovénie, la Slovaquie et la Finlande.

Articles

1 La production potentielle durant la période d'après-crise

Malin Andersson, Bela Szörfi, Máté Tóth et Nico Zorell

La production potentielle est généralement définie par l'analyse économique comme le niveau maximum d'activité économique soutenable sur le long terme. Ses variations peuvent résulter de facteurs tels que l'offre de main-d'œuvre, l'investissement en capital et l'innovation technologique. Les estimations récentes des institutions internationales suggèrent que l'économie de la zone euro fonctionne actuellement à un niveau proche de son potentiel. La croissance économique en cours semble avoir largement absorbé les capacités de production inutilisées générées par la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine. Dans le même temps, le taux estimé de la croissance potentielle semble également avoir presque complètement renoué avec sa dynamique d'avant la crise, principalement sous l'effet de la croissance de la population active, d'une baisse du chômage tendanciel et d'une augmentation des gains de productivité. S'agissant de l'avenir, les projections des institutions internationales suggèrent qu'à court terme, la croissance effective du PIB de la zone euro continuera de dépasser la croissance potentielle. Les contraintes d'offre devraient donc se renforcer de plus en plus, ce qui favoriserait un raffermissement graduel de l'inflation dans la zone euro.

1 Introduction

La production potentielle est un concept économique clé : en effet, son évolution détermine le rythme de croissance soutenable pour une économie.

Il est généralement défini comme le niveau maximum d'activité économique qui peut être atteint durablement en utilisant la technologie et les facteurs de production disponibles, en particulier le travail et le capital, sans créer de tensions inflationnistes. Les institutions qui facilitent et encouragent l'innovation, l'accumulation des facteurs et une allocation efficiente des ressources sont particulièrement propices à une croissance plus rapide de la production potentielle. Par conséquent, des politiques structurelles saines sont essentielles pour favoriser une croissance durable.

Les banques centrales utilisent les estimations de la production potentielle dans le cadre de leur analyse du positionnement dans le cycle économique et de ses répercussions sur la dynamique des salaires et des prix.

Si l'activité économique dépasse le niveau de la production potentielle, l'utilisation accrue des facteurs exercera généralement des pressions à la hausse sur les coûts des facteurs et, finalement, sur les prix à la consommation. De même, ces tensions sur les prix ont tendance à s'atténuer si l'activité économique devient inférieure au niveau de la production potentielle. L'écart de production, défini comme la différence en pourcentage entre le niveau effectif de la production (le PIB en volume) et son niveau potentiel, est donc souvent considéré comme un indicateur de la position dans le cycle

et des éventuelles tensions inflationnistes. Les estimations de la production potentielle servent également de base au calcul des soldes budgétaires des administrations publiques corrigés du cycle et sont incluses dans les analyses de la soutenabilité à long terme de la dette publique. En outre, elles sont également utilisées pour évaluer l'incidence des réformes structurelles.

Comme la production potentielle n'est pas observable, elle ne peut être estimée que de façon incertaine. Il existe différentes méthodes d'estimation de la production potentielle sur la base des données observées. Toutefois, indépendamment de la méthode utilisée, ces estimations sont entourées d'une incertitude considérable et font souvent l'objet de fortes révisions au fil du temps. Elles doivent donc être traitées avec prudence.

Dans ce contexte, le présent article apporte un éclairage sur les évolutions de la production potentielle dans la zone euro durant la période d'après-crise.

La section 2 étudie le concept et la mesure de la production. La section 3 analyse les récentes évolutions de la production potentielle, tandis que les sections 4 et 5 examinent plus en détail ses principaux déterminants. La section 6 présente les principaux éléments de conclusion.

2 La production potentielle : concept et mesure

2.1 Définition et déterminants

La production potentielle est généralement définie comme le niveau maximum d'activité économique qui peut être atteint durablement en utilisant la technologie et les facteurs de production disponibles sans créer de tensions inflationnistes³⁸. Les tentatives de dépasser ce niveau de production entraîneront une augmentation des niveaux d'utilisation des facteurs, ce qui exercera des pressions à la hausse sur les coûts des facteurs et, finalement, sur les prix à la consommation. En partant d'une position neutre dans le cycle économique, une augmentation durable et non inflationniste de la production a besoin d'être étayée par une croissance de la production potentielle.

Il est important d'opérer une distinction entre le niveau de la production potentielle et son taux de croissance. Si le niveau de la production potentielle dépasse celui de la production effective, un écart de production négatif apparaît. Dans ces circonstances, pour résorber un écart de PIB négatif, il faudrait que la croissance effective dépasse la croissance potentielle pendant un certain temps.

On considère généralement que la production potentielle est déterminée par des facteurs d'offre, ce qui souligne l'importance de politiques structurelles

³⁸ D'autres concepts définissant le PIB potentiel comme le niveau de production qui pourrait être obtenu en l'absence de frictions dans le processus de fixation des prix ou d'inefficience du marché (comme une concurrence imparfaite) apparaissent également dans la littérature. Toutefois, les séries de production potentielle correspondantes sont fortement dépendantes du modèle sous-jacent et des hypothèses de frictions retenues. Cf. Vetlov (I.), Hlédik (T.), Jonsson (M.), Kucsera (H.) et Pisani (M.), « *Potential output in DSGE models* », *Working Paper Series*, n° 1351, BCE, juin 2011.

saines pour une croissance soutenable à long terme. Les déterminants du côté de l'offre recouvrent l'état de la technologie et les facteurs de production disponibles, plus particulièrement le travail et le capital. À un niveau plus fondamental, la capacité de production à long terme d'une économie est déterminée par son cadre institutionnel, notamment la structure des droits de propriété, la réglementation et les systèmes juridique et éducatif. Les économies dotées d'institutions qui facilitent et encouragent l'innovation, l'accumulation des facteurs et une allocation efficiente des ressources, devraient pouvoir enregistrer une croissance plus rapide sur le long terme ³⁹. De fait, selon les estimations de l'Eurosystème, si les pays de la zone euro mettaient en œuvre les meilleures pratiques institutionnelles, ils pourraient nettement doper leurs taux de croissance potentielle ⁴⁰.

La crise financière mondiale a donné à penser que les facteurs de demande pourraient également avoir des effets très persistants voire permanents sur la production ⁴¹. Selon l'hypothèse de l'« hystérèse », les insuffisances de la demande peuvent s'auto-entretenir en affectant négativement le potentiel d'offre de l'économie et en faisant ainsi baisser le niveau de la production potentielle, voire son taux de croissance à long terme. Par exemple, une récession induite par la demande peut décourager les travailleurs à la recherche d'un emploi ou entraîner une érosion de leurs qualifications. Les entreprises peuvent renoncer à prendre des décisions d'investissement ou réduire leurs budgets d'innovation, ce qui abaisserait le niveau de production soutenable sans alimenter les tensions (dés-)inflationnistes. Selon ce point de vue, les politiques contracycliques réduiraient les risques d'hystérèse en période de crise ou inverseraient ses effets *ex post*, tout en s'accompagnant d'effets positifs durables sur la production ⁴². La validité de l'hypothèse d'hystérèse est, finalement, une question empirique et peut également varier entre les économies et dans le temps.

2.2 Mesure

La production potentielle ne pouvant être observée directement, elle doit être estimée. Des méthodologies statistiques simples (« filtres univariés ») – comme le filtre d'Hodrick-Prescott (HP) – calculent la production potentielle en lissant les fluctuations de la production effective. Elles décomposent mécaniquement les séries de la production observée en une composante tendancielle et une composante cyclique. Des approches statistiques plus sophistiquées (« filtres multivariés ») utilisent également les informations tirées d'autres indicateurs économiques, comme l'inflation, pour dissocier la tendance et le cycle. Une autre approche courante,

³⁹ Cf. Acemoglu (D.), Johnson (S.) et Robinson (J.), « *Institutions as a Fundamental Cause of Long-Run Growth* », dans Aghion (P.) et Durlauf (S.) (eds.), *Handbook of Economic Growth*, vol. 1, partie A, Elsevier, 2005, p. 385-472.

⁴⁰ Cf. Masuch (K.), Anderton (R.), Setzer (R.) et Benalal (N.) (eds.), « *Structural policies in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 210, BCE, juin 2018.

⁴¹ Cf. Ball (L.), « *Long-term damage from the Great Recession in OECD countries* », *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, vol. 11, n° 2, 2014, p. 149-160, et Blanchard (O.), « *Should We Reject the Natural Rate Hypothesis?* », *Working Papers*, n° 17-14, Peterson Institute for International Economics, novembre 2017.

⁴² Cf. Yellen (J.L.), « *Macroeconomic Research After the Crisis* », discours lors de la 60^e conférence économique annuelle sponsorisée par la Banque fédérale de réserve de Boston, Boston, octobre 2016.

qu'utilisent la Commission européenne et l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), est fondée sur une fonction de production macroéconomique, c'est-à-dire un modèle simple du côté de l'offre de l'économie reliant la production potentielle aux composantes tendancielle de la productivité et aux facteurs de production disponibles (généralement le travail et le capital)⁴³. Les méthodes hybrides cumulent les éléments utiles de l'approche statistique et de l'approche par la fonction de production (cf. encadré 1). D'autres approches sont fondées sur des modèles économiques structurels plus complexes⁴⁴. Il convient de noter que toutes ces méthodes de mesure de la production potentielle ont leurs limites. Par conséquent, l'analyse qui suit s'appuiera sur un large éventail d'estimations établies à partir de méthodologies différentes.

Quelle que soit la méthode utilisée, les estimations de la production potentielle sont entourées d'une très forte incertitude. Le choix d'un modèle statistique ou économique spécifique implique toujours un jugement et introduit de l'incertitude. Les modèles étant des simplifications de la réalité, ils ne permettent pas de traiter toutes les informations qui peuvent être pertinentes pour estimer la production potentielle. De plus, en raison de la nature généralement stochastique de ces modèles, un degré d'incertitude résulte intrinsèquement des caractéristiques de leurs chocs. L'incertitude est également liée aux paramètres des modèles, qui ne peuvent être estimés que de façon imprécise. De plus, les données – historiques et projetées – qui sont utilisées pour estimer les modèles peuvent faire l'objet de révisions. Ces modifications peuvent entraîner des révisions importantes de la trajectoire estimée du PIB potentiel. Dans l'ensemble, compte tenu de l'existence de ces différentes catégories d'incertitude, toute estimation ponctuelle de l'écart de production doit être traitée avec la plus grande prudence.

Encadré 1

Un modèle à composantes inobservables pour la production potentielle de la zone euro

Máté Tóth

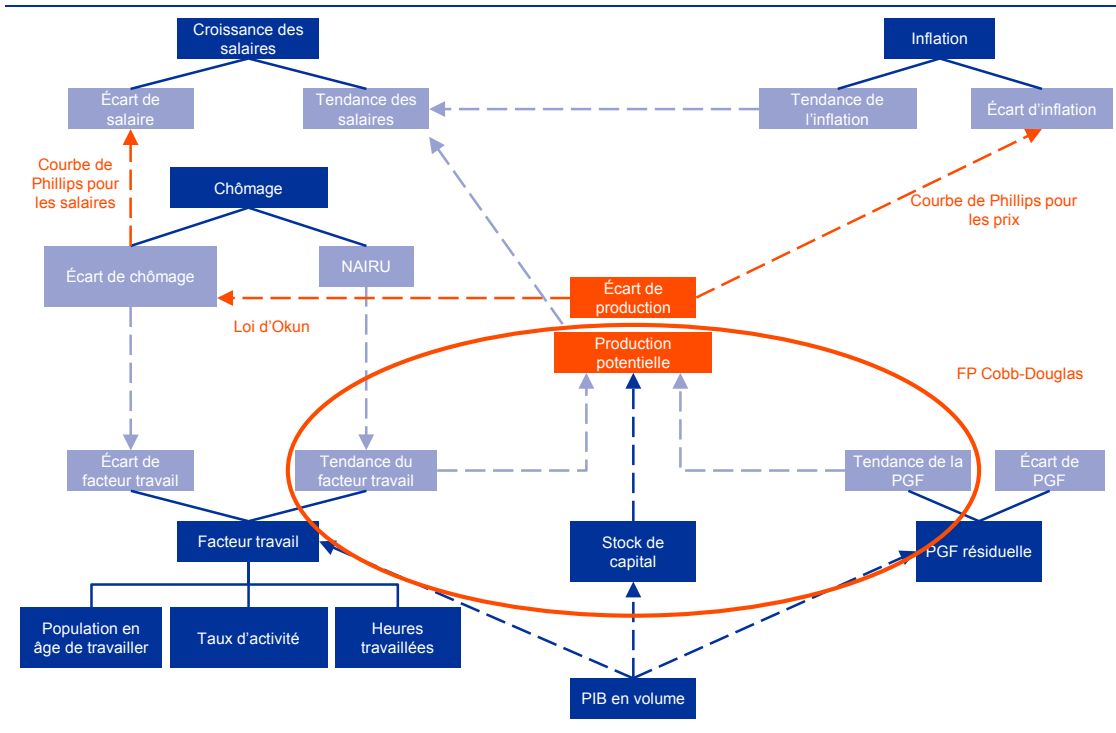
Le modèle à composantes inobservables UCM-PF (*Unobserved Components Model Production Function*) présenté dans cet encadré combine une approche reposant sur un filtre multivarié avec une fonction de production Cobb-Douglas dans laquelle la production potentielle dépend du travail, du capital et de la productivité globale des facteurs (PGF). Cette combinaison intègre davantage la structure économique que l'approche traditionnelle par la fonction de production, dans laquelle les facteurs de production sont généralement filtrés individuellement à l'aide de filtres univariés. Un inconvénient possible de cette dernière approche est qu'il en résulte une trajectoire de production potentielle qui peut ressembler fortement à celle qui serait extraite d'un filtre univarié appliqué à la série de production elle-même, ce qui n'apporte qu'une faible valeur ajoutée. L'approche fondée sur le modèle UCM-PF remédie à ce problème en estimant de manière conjointe les tendances des facteurs de production concernés dans un système d'équations dans lequel la

⁴³ Les estimations de la production potentielle réalisées par le FMI ne sont pas fondées sur une méthode uniforme et peuvent intégrer un jugement. S'agissant des pays de la zone euro, l'approche par la fonction de production est généralement appliquée.

⁴⁴ Cf. Coenen (G.), Smets (F.) et Vetlov (I.), « *Estimation of the Euro Area Output Gap Using the NAWM* », *Working Paper Series*, n° 5, Lietuvos bankas, 2009.

décomposition tendance-cycle est liée à certaines relations économiques clés, bien que sous forme réduite (cf. figure A).

Figure A
Représentation stylisée du modèle UCM-PF



Source : Services de la BCE.

Le modèle sous-jacent est un modèle espace-état rétrospectif qui utilise un filtre de Kalman pour décomposer les quatre variables clés observables (le PIB en volume, le taux de chômage, une mesure de l'inflation sous-jacente et la hausse des salaires) en une composante tendancielle et une composante cyclique. Pour ce faire, il s'appuie sur plusieurs relations économiques, notamment une fonction de production Cobb-Douglas, une courbe de Phillips pour les salaires et les prix et une relation d'Okun. Un certain nombre de variables supplémentaires entrent dans le modèle en tant que variables observables déterminées de façon exogène (par exemple le stock de capital et la population en âge de travailler), tandis que d'autres (comme le taux d'activité et le nombre moyen d'heures travaillées) sont décomposées de façon endogène en une composante cyclique et une composante tendancielle, cette dernière servant d'intrant dans la fonction de production qui est intégrée. Dans ce modèle, un écart de PIB résorbé est cohérent avec l'absence de pressions excessives sur les prix ou les salaires, c'est-à-dire que l'inflation est conforme à sa tendance à long terme et la hausse des salaires est compatible avec l'inflation tendancielle et la croissance de la productivité tendancielle. Dans les sections qui suivent, les plages d'incertitude inhérentes au modèle générées par le modèle UCM-PF seront utilisées pour mettre en évidence l'incertitude entourant les estimations ponctuelles de l'écart de production, de la croissance potentielle et du taux de chômage tendanciel (ou le taux de chômage n'accélérant pas l'inflation – NAIRU).

3 Évolutions récentes de la croissance de la production potentielle

La présente section analyse les évolutions récentes de la production potentielle dans la zone euro.

Elle met l'accent sur la période d'après-crise (2014-2018), mais revient également brièvement sur les années de crise (2008-2013) et la période précédant la crise (1999-2007)⁴⁵. L'analyse est fondée sur un large éventail d'estimations de la Commission européenne, du Fonds monétaire international (FMI) et de l'OCDE, ainsi que sur des estimations établies à partir du modèle présenté dans l'encadré 1.

Selon les estimations, la croissance potentielle dans la zone euro a augmenté ces dernières années, bien qu'elle reste plus faible qu'avant la crise financière mondiale.

Avant la crise, la croissance potentielle était considérée comme se situant sur une tendance baissière séculaire (cf. graphique 1). Entre 1999 et 2007, le taux estimé de croissance potentielle a progressivement diminué de 2,3 % environ à 1,7 % environ. Le déclenchement de la crise financière mondiale semble avoir entraîné une nouvelle baisse de la croissance potentielle, qui s'est établie à un niveau inférieur à 1,0 %. Toutefois, les estimations disponibles indiquent que la production potentielle s'est redressée durant la période d'après-crise, atteignant des taux de croissance proches de 1,5 %. Les dernières estimations de la croissance potentielle de la zone euro sont donc nettement supérieures à celles des années de crise, bien que toujours inférieures à celles de la période d'avant la crise. Toutes ces estimations sont entourées d'une très forte incertitude, comme l'indiquent les zones ombrées du graphique 1. Dans le même temps, elles indiquent toutes une trajectoire en J inversé pour la croissance potentielle de la zone euro sur la période comprise entre 1999 et 2017. En outre, les estimations pour la zone euro dans son ensemble masquent une forte hétérogénéité entre les différents pays de la zone.

Le niveau de la production potentielle dans la zone euro demeure très inférieur à la trajectoire qui ressortait des tendances d'avant la crise.

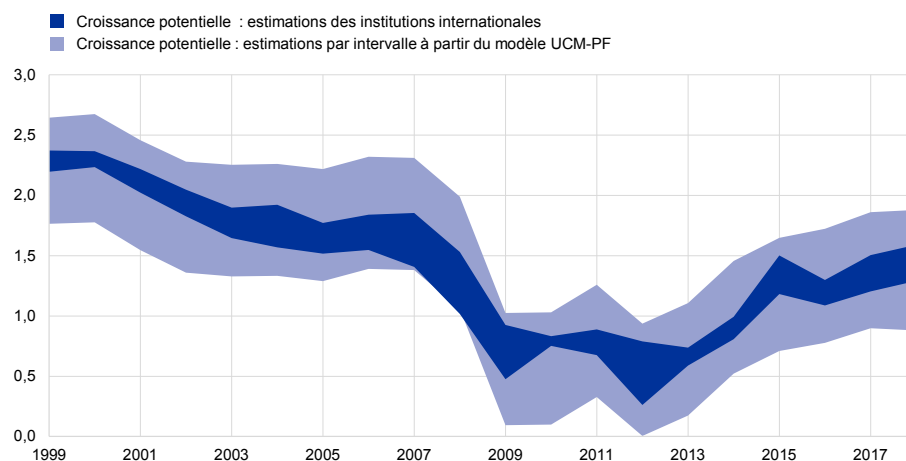
Cela peut être illustré à l'aide d'une projection linéaire simple dans laquelle on fait l'hypothèse qu'à partir de 2007 la production potentielle a augmenté régulièrement au rythme enregistré cette année-là. La dernière estimation de la production potentielle effectuée par la Commission européenne en 2017 est inférieure de 10 % environ au niveau résultant de la projection linéaire (cf. graphique 2). Toutefois, la prudence s'impose lorsqu'on utilise ces écarts comme approximation de l'impact de la crise. Les estimations en temps réel de la production potentielle font souvent l'objet de révisions significatives, en particulier en période de crise. En fait, les estimations de la production potentielle pour la zone euro ont été largement révisées en baisse depuis le début de la crise financière mondiale, mais le sens de ces révisions s'est récemment inversé.

⁴⁵ Pour la période de crise, cf. Anderton *et al.*, « *Potential output from a euro area perspective* », *Occasional Paper Series*, n° 156, BCE, novembre 2014, et les articles intitulés « PIB potentiel, sous-utilisation des capacités et lien avec les évolutions nominales depuis le début de la crise », *Bulletin mensuel*, BCE, novembre 2013, et « Les tendances du PIB potentiel », *Bulletin mensuel*, BCE, janvier 2011.

Graphique 1

Estimations de la croissance potentielle

(variations en pourcentage)



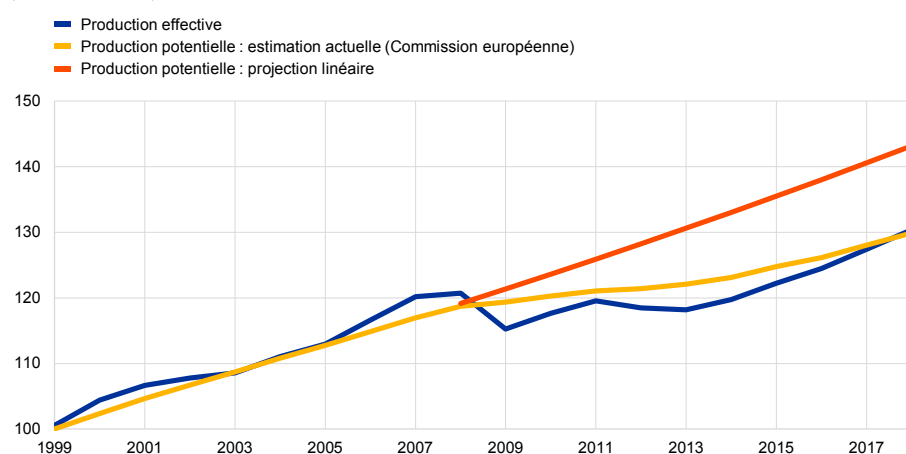
Sources : Commission européenne, FMI, OCDE et calculs des services de la BCE.

Notes : La zone en bleu foncé correspond à la fourchette des estimations réalisées par les institutions internationales et la zone en bleu clair aux estimations par intervalle établies à partir du modèle UCM-PF présenté dans l'encadré 1 (avec une plage d'incertitude de plus ou moins deux écarts types autour de l'estimation ponctuelle).

Graphique 2

Niveaux de la production effective et potentielle

(indice : 1999 = 100)



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

Notes : La production effective correspond au PIB en volume. La production potentielle est établie à partir des estimations de la Commission européenne. Le scénario contrefactuel suppose qu'à partir de 2007 la production potentielle a augmenté régulièrement au rythme enregistré par la croissance potentielle cette année-là.

Les estimations disponibles suggèrent que l'économie de la zone euro fonctionne actuellement à un niveau proche de son potentiel.

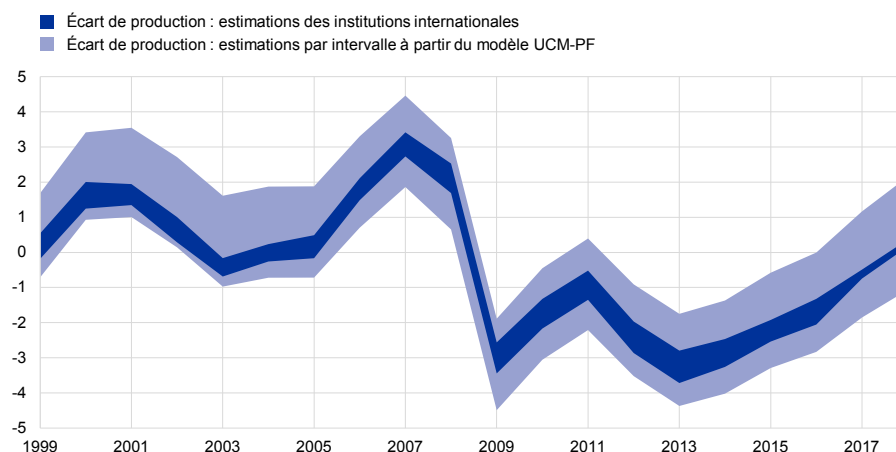
Après le déclenchement de la crise financière mondiale, la production effective (le PIB en volume) a rapidement diminué. Dans le même temps, la production potentielle a apparemment continué d'augmenter, mais à un rythme plus lent qu'avant la crise. Par conséquent, un écart de production négatif est apparu, signe de la sous-utilisation des capacités dans l'économie de la zone euro (cf. graphique 3)⁴⁶. Durant la reprise

⁴⁶ Cf. également l'encadré intitulé « Mesures de la sous-utilisation des capacités productives dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2018.

économique, la croissance du PIB a systématiquement dépassé les estimations disponibles de la croissance potentielle. Par conséquent, l'écart de production négatif a progressivement diminué et semble désormais proche de zéro. Les contraintes d'offre devraient se renforcer de plus en plus à l'avenir, ce qui serait propice à un raffermissement graduel de la croissance des salaires et de l'inflation sous-jacente.

Graphique 3 Estimations de l'écart de production

(en pourcentage de la production potentielle)



Sources : Commission européenne, FMI, OCDE et calculs des services de la BCE.

Notes : La zone en bleu foncé correspond à la fourchette des estimations réalisées par les institutions internationales et la zone en bleu clair aux estimations par intervalle établies à partir du modèle UCM-PF présenté dans l'encadré 1 (avec une plage d'incertitude de plus ou moins deux écarts types autour de l'estimation ponctuelle). Les estimations tirées de l'UCM-PF pour 2018 intègrent les données jusqu'au deuxième trimestre 2018.

La similarité des estimations réalisées par les institutions internationales sous-évalue l'incertitude entourant l'écart de production actuel dans la zone euro.

En particulier, selon certains, la sous-utilisation des capacités dans l'économie pourrait être plus importante que ne le laisse penser le consensus des institutions internationales. Cet argument s'appuie généralement sur l'observation selon laquelle les estimations de la croissance potentielle sous-jacente et leurs révisions ont tendance à être corrélées avec l'activité économique⁴⁷. Cette procyclicité pourrait en partie être un artefact statistique dû à des difficultés méthodologiques, comme le problème bien connu des effets de bord pour les procédures de filtrage. Il existe donc des raisons de penser que le degré de sous-utilisation des capacités dans l'économie de la zone euro ces dernières années a été plus important que ne l'indiquent les estimations des institutions internationales⁴⁸. Cela pourrait également contribuer à expliquer la dynamique relativement modérée de l'inflation sous-jacente au cours de cette période. Toutefois, la procyclicité des estimations de la croissance potentielle et de l'écart de production peuvent également résulter de l'hystérèse, de la rigidité à la baisse des prix et des salaires, et d'autres effets qui tirent la croissance potentielle vers le bas durant les phases de ralentissement économique et se dissipent progressivement durant les phases de redressement (cf. section 2.1).

⁴⁷ Cf. Coibion (O.), Gorodnichenko (Y.) et Ulate (M.), « *The Cyclical Sensitivity in Estimates of Potential Output* », *NBER Working Papers*, n° 23580, National Bureau of Economic Research, 2017.

⁴⁸ Cf. Jarocinski (M.) et Lenza (M.), « *An Inflation-Predicting Measure of the Output Gap in the Euro Area* », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 50, n° 6, septembre 2018, p. 1189-1224.

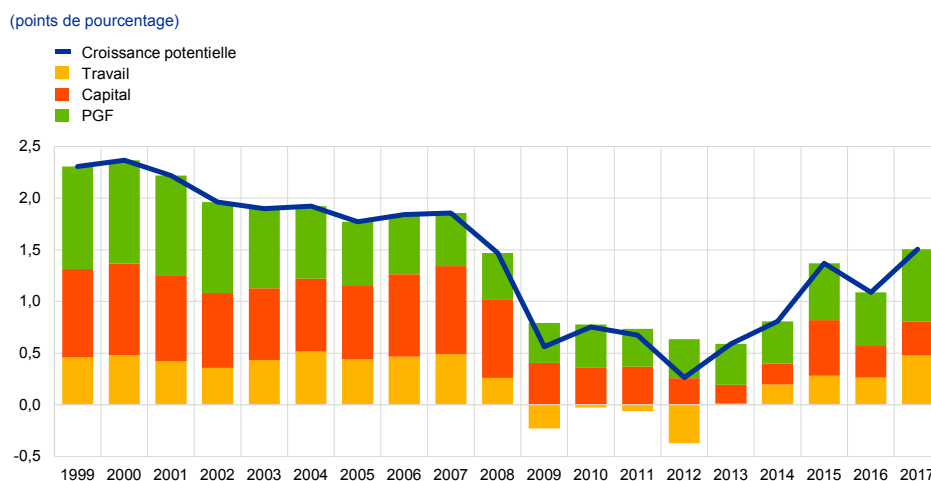
4 Analyse des évolutions récentes de la production potentielle

Au sens comptable, la production potentielle est déterminée par les composantes tendancielle des facteurs de production – capital et travail – et de la productivité globale des facteurs (PGF). Une fonction de production macroéconomique peut être utilisée pour décomposer la croissance potentielle en contributions du travail, du capital et de la PGF (cf. section 2.2). La PGF rend compte de l'efficacité globale de l'utilisation des facteurs de production et son évolution est donc souvent considérée comme une indication approximative des progrès technologiques. En pratique, la PGF n'est pas directement observable et elle est généralement calculée comme un résidu dans un exercice de comptabilité de la croissance. Elle ne peut donc pas être considérée comme une mesure véritable de la productivité.

La baisse de la croissance potentielle durant la crise, comme sa reprise ultérieure, a résulté en grande partie des contributions du capital et du travail.

Ces deux contributions ont diminué durant la crise, avant de se redresser dans la période d'après-crise (cf. graphique 4). Les dernières estimations pour 2017 indiquent que les contributions du travail et de la PGF à la croissance potentielle sont globalement conformes à celles de 2007. Toutefois, la contribution du capital reste plus faible qu'avant la crise, ce qui explique pourquoi la croissance potentielle ne s'est pas encore complètement redressée. La tendance baissière de la croissance potentielle durant la période d'avant-crise reflète principalement une baisse séculaire de la croissance de la PGF ⁴⁹.

Graphique 4
Décomposition de la croissance potentielle



Source : Commission européenne.

Si la trajectoire en J inversé de la croissance potentielle constatée dans la zone euro a également été observée dans d'autres grandes économies avancées, il existe des différences notables entre les pays concernant les facteurs

⁴⁹ Cf. l'article intitulé « Le ralentissement de la productivité de la zone euro dans un contexte mondial », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2017.

sous-jacents qui la déterminent. L'encadré 2 illustre cette constatation pour les États-Unis et le Japon. En outre, dans une perspective de long terme, la croissance potentielle dans la zone euro est restée inférieure à celle des autres grandes économies avancées, en particulier les États-Unis.

Encadré 2

Évolutions de la production potentielle aux États-Unis et au Japon

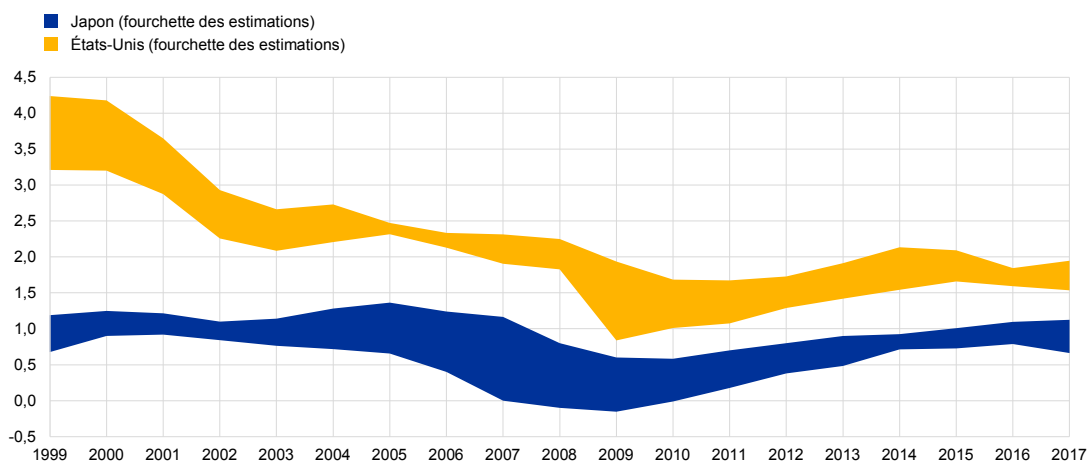
Ana-Simona Manu et Marcel Tirpák

Comme observé dans la zone euro, la production potentielle estimée se redresse depuis 2013 aux États-Unis et au Japon, parallèlement à la reprise de l'activité économique. Dans le même temps, le rythme actuel de la croissance potentielle dans l'économie américaine demeure nettement inférieur aux taux de croissance enregistrés avant la crise financière mondiale, alors qu'il est globalement comparable aux taux d'avant-crise dans le cas du Japon. D'après un large éventail d'estimations provenant, entre autres, de sources nationales et d'institutions internationales, la croissance potentielle se situe, selon les estimations actuelles, à un niveau proche de 2 % aux États-Unis et d'environ 1 % au Japon (cf. graphique A).

Graphique A

Estimations de la croissance potentielle aux États-Unis et au Japon

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Congressional Budget Office (Services budgétaires du Congrès), Bank of Japan, Cabinet Office (Secrétariat général) du gouvernement du Japon, FMI, OCDE et calculs des services de la BCE.

L'augmentation du stock de capital, reflétant un renforcement de l'activité d'investissement sur cette période, a été un facteur clé du redressement de la production potentielle dans les deux pays. Si l'activité d'investissement s'est effondrée au lendemain de la crise financière mondiale, la reprise de la demande enregistrée par la suite – soutenue par les politiques économiques – a contribué à stimuler les dépenses d'investissement dans un contexte de réduction progressive des capacités de production inutilisées (cf. graphique B).

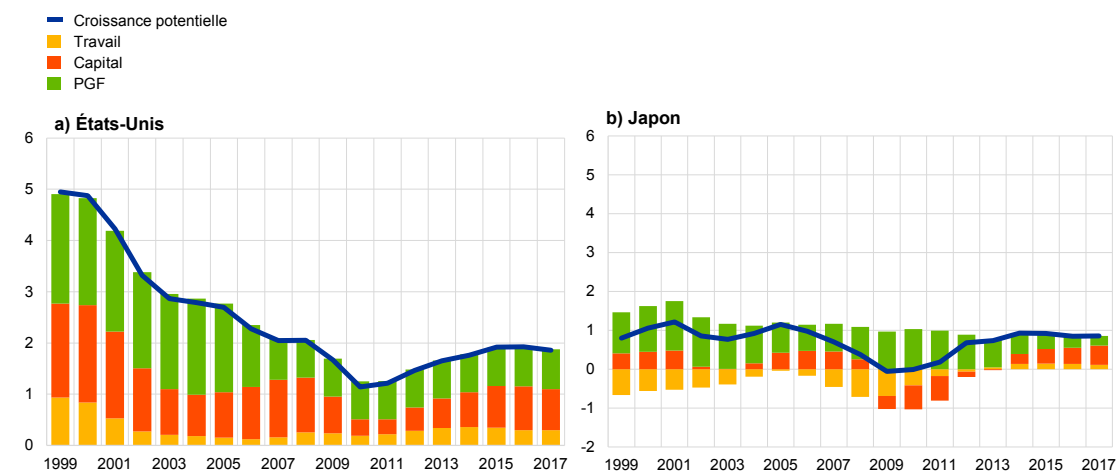
En revanche, la contribution de la composante travail à la croissance potentielle a été différente aux États-Unis et au Japon, en raison des tendances séculaires observées dans ces deux pays. Aux États-Unis, la contribution du facteur travail est demeurée positive et globalement inchangée depuis la crise financière mondiale, le ralentissement de la croissance de la

main-d'œuvre potentielle étant contrebalancé par une baisse progressive du taux de chômage tendanciel. Cette dernière pourrait refléter l'atténuation progressive des effets d'hystérèse ainsi que des modifications de la composition de la main-d'œuvre, qui pourraient refléter, par exemple, le fait que les travailleurs plus âgés et ayant un niveau d'étude plus élevé ont tendance à enregistrer des taux de chômage plus faibles. Au Japon, la contribution du facteur travail à la croissance potentielle est devenue positive en 2013, après une période prolongée de chiffres fortement négatifs. Cet effet de frein du facteur travail sur la production potentielle s'explique essentiellement par des évolutions démographiques ayant entraîné une contraction de la main-d'œuvre. Les mesures récentes prises par le gouvernement japonais pour encourager l'activité des femmes, la propension croissante des retraités à rester actifs dans un contexte d'allongement de l'espérance de vie et la plus grande flexibilité des contrats de travail offerts par les entreprises ont toutes contribué à faire augmenter le taux d'activité de l'économie japonaise, limitant ainsi l'effet négatif de la contraction de la main-d'œuvre dans un contexte de conditions très tendues sur le marché du travail.

Graphique B

Décomposition de la croissance potentielle aux États-Unis et au Japon

(variations annuelles en pourcentage ; points de pourcentage)



Sources : Congressional Budget Office, Bank of Japan et calculs des services de la BCE.

Notes : Pour les États-Unis, « croissance potentielle » correspond au secteur marchand non agricole et « travail » à la contribution en heures travaillées, tandis que « capital » correspond à la contribution des services du capital. Pour le Japon, « travail » correspond à la somme des contributions en nombre de personnes employées et en heures travaillées.

La croissance de la PGF a contribué positivement à la production potentielle dans les deux pays, même si elle a affiché des profils divergents dans un passé récent. Aux États-Unis, la contribution de la croissance de la PGF est demeurée globalement stable durant la période d'après-crise. Au Japon, la contribution positive estimée de la croissance de la PGF a été approximativement réduite de moitié sur la même période, évolution qui peut être attribuée au stock de capital vieillissant et à des retards dans l'introduction des nouvelles technologies⁵⁰. Toutefois, l'utilisation croissante des avancées technologiques, notamment dans les secteurs actuellement confrontés à de sévères pénuries de main-d'œuvre, pourrait renforcer la croissance sous-jacente de la productivité à plus long terme⁵¹.

⁵⁰ Cf. Sakurai (M.) et Kataoka (M.), « *Hysteresis and Sluggish Growth in Wages and Prices: The Case Study of Japan* », document présenté lors du 30^e séminaire économique international Villa Mondragone, Rome, juin 2018.

⁵¹ Cf. Amamiya (M.), « *Japan's Economy and Monetary Policy* », discours prononcé lors d'une rencontre avec des responsables économiques à Kyoto, Bank of Japan, août 2018.

Pour l'avenir, les évolutions démographiques placent les deux pays face à un défi qu'ils devront relever pour éviter un affaiblissement de leur croissance potentielle. Au Japon, les progrès dans la mise en œuvre de la stratégie de croissance du gouvernement, notamment les réformes réglementaires et institutionnelles, de nouvelles augmentations du taux d'activité et la poursuite des efforts des entreprises en vue d'accroître leur productivité devraient remédier à ce problème et contribuer à une accélération progressive de la croissance potentielle au cours des prochaines années⁵². Aux États-Unis, les récentes évolutions des impôts sur le revenu (*income taxes*) pourraient encourager un plus grand nombre de personnes à rejoindre la population active, limitant ainsi l'incidence négative du vieillissement de la population sur la croissance potentielle⁵³. De plus, la diminution de l'impôt sur les sociétés (*corporate income tax*) pourrait doper l'investissement et contribuer ainsi à une augmentation de la production potentielle, tandis que les politiques récentes visant à réduire l'immigration pourraient avoir l'effet inverse en ralentissant encore la croissance de la main-d'œuvre.

5 Examen plus détaillé des facteurs à l'origine de la production potentielle

Cette section examine plus en détail certains des facteurs sous-jacents à l'origine des évolutions récentes de la production potentielle dans la zone euro.

En particulier, elle vise à déterminer pourquoi les contributions du travail et de la PGF à la croissance potentielle sont globalement revenues à leurs niveaux d'avant la crise, tandis que la contribution du capital reste modeste. Cette section se conclut par un examen des perspectives à long terme de la croissance potentielle.

5.1 Le facteur travail

La contribution du facteur travail à la croissance potentielle est imputable aux évolutions tendanciennes de la population active, du taux de chômage et du nombre d'heures travaillées par salarié. La population active inclut les personnes qui travaillent et celles qui recherchent un emploi. L'évolution de la population active recouvre la variation de la population en âge de travailler (15-74 ans) et celle du taux d'activité (c'est-à-dire le pourcentage de la population en âge de travailler participant à la population active).

L'augmentation de la population en âge de travailler due à l'immigration a soutenu la croissance potentielle au cours des dernières années. Après s'être contractée entre 2009 et 2015, la population en âge de travailler a augmenté ces dernières années. Cette évolution reflète deux forces opposées (cf. graphique 5) : d'une part, une variation « naturelle » négative depuis un certain temps, puisque la génération du « baby-boom » atteint l'âge de la retraite et que les taux de fécondité

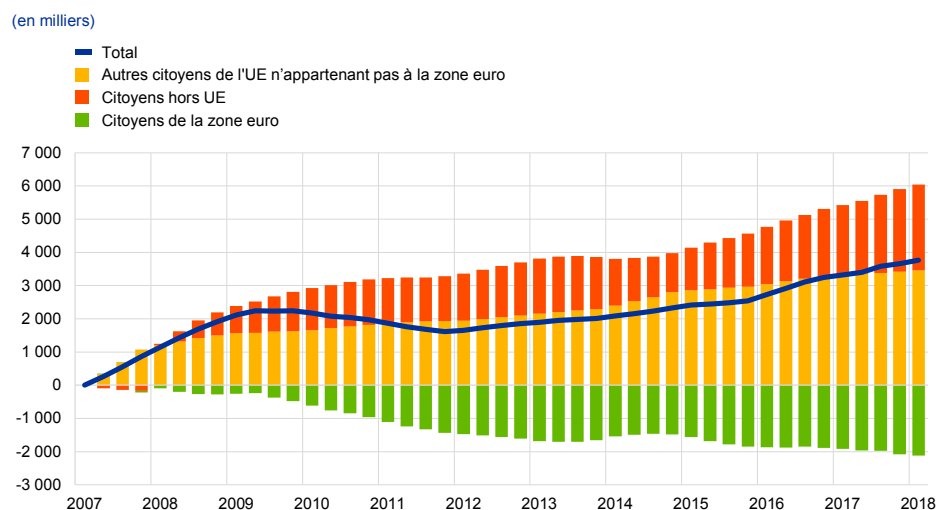
⁵² Cf. « *Outlook for Economic Activity and Prices* », Bank of Japan, juillet 2018.

⁵³ Cf. « *The Budget and Economic Outlook: 2018 to 2028* », Congressional Budget Office, avril 2018.

sont bas, d'autre part, un flux entrant net de personnes en âge de travailler, en particulier en provenance d'autres États membres de l'UE ⁵⁴.

Graphique 5

Variations cumulées de la population en âge de travailler dans la zone euro depuis le premier trimestre 2007 par nationalité



Source : Eurostat (Enquête européenne sur les forces de travail).
Notes : « Citoyens de la zone euro » se rapporte à tous les membres de la population en âge de travailler âgés de 15 à 74 ans citoyens d'un État membre de l'UE dont la monnaie est l'euro. Les données sont corrigées des ruptures structurelles, en particulier pour l'Allemagne (premier trimestre 2010) et la France (premier trimestre 2014). Le graphique se fonde sur des moyennes sur quatre trimestres.

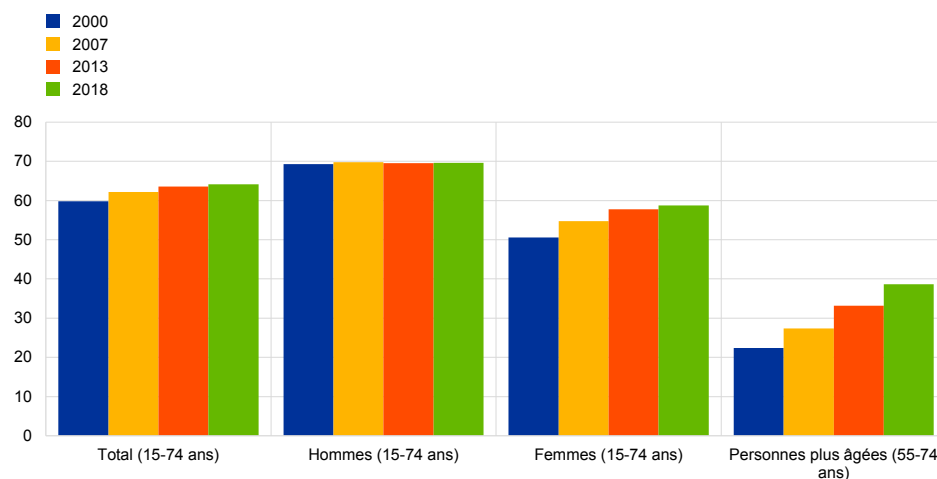
Le taux d'activité a continué de s'accroître durant la reprise, à la faveur d'une hausse de l'activité des générations plus âgées et des femmes ⁵⁵. La population active de la zone euro vieillit, mais davantage de personnes restent économiquement actives plus longtemps. Conformément à cette tendance de plus long terme, le taux d'activité des personnes âgées de 55 à 74 ans a continué de s'accroître durant la reprise. Cette hausse reflète l'augmentation de l'âge de la retraite dans de nombreux pays de la zone euro, ainsi que d'autres facteurs, plus particulièrement une augmentation des niveaux d'éducation. De plus, le taux d'activité des femmes a continué d'augmenter, également, pour partie, sous l'effet de cette élévation des niveaux d'études ⁵⁶. Tous ces changements structurels ont contribué à une hausse régulière du taux d'activité au cours des dernières années (cf. graphique 6). Associée à une croissance de la population en âge de travailler, cette tendance a conduit à une expansion de la population active durant la reprise économique en cours, avec un taux de croissance qui demeure toutefois inférieur à celui enregistré durant la période qui a précédé la crise.

⁵⁴ Il convient de noter que la décomposition de la variation de la population en âge de travailler par nationalité ne constitue qu'une approximation imparfaite des flux de migration.
⁵⁵ Cf. l'article intitulé « Offre de main-d'œuvre et croissance de l'emploi », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2018, et l'encadré intitulé « Évolutions récentes de l'offre de main-d'œuvre dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2017.
⁵⁶ Cf. Thévenon (O.), « Drivers of Female Labour Force Participation in the OECD », *OECD Social, Employment and Migration Working Papers*, n° 145, OCDE, 2013.

Graphique 6

Taux d'activité par sexe et par tranche d'âge

(en pourcentage)



Source : Eurostat.

Notes : Le taux d'activité total est défini comme la population active exprimée en pourcentage de la population en âge de travailler. Celle-ci comprend les personnes âgées de 15 à 74 ans. Les taux d'activité des différents groupes (c'est-à-dire les femmes, les hommes et les personnes plus âgées) ne concernent que les parts pertinentes de la population active et de la population totale.

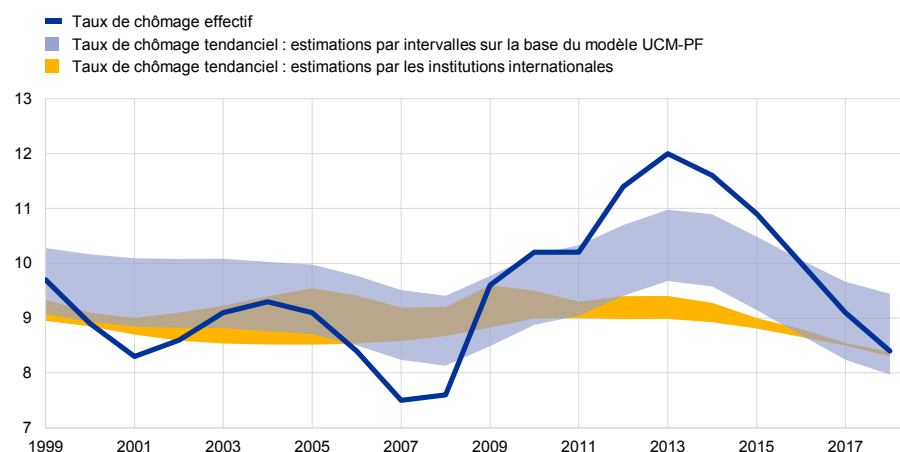
On estime qu'une baisse du taux de chômage tendanciel constitue un autre déterminant important du redressement de la croissance potentielle après la crise. Le taux de chômage tendanciel correspond globalement au taux de chômage compatible avec une inflation n'accéléralant pas les salaires (ou les prix)⁵⁷. Dans l'ensemble, les estimations disponibles suggèrent que le taux de chômage tendanciel dans la zone euro s'est accru durant la crise, en raison en partie d'effets d'hystérèse, avant de revenir à environ 8,0 à 9,5 % plus récemment (cf. graphique 7). Dans une certaine mesure, ces évolutions reflètent des facteurs transitoires. Les salaires ayant tendance à s'ajuster lentement aux chocs, l'ajustement macroéconomique s'opère en partie par le biais de variations persistantes du taux de chômage. Toutefois, le recul du taux de chômage tendanciel estimé enregistré après la crise est aussi probablement déterminé par des facteurs structurels, plus particulièrement les réformes du marché du travail mises en œuvre dans certains pays de la zone euro.

⁵⁷ Un autre concept est le « taux de chômage structurel », qui n'est affecté que par des facteurs structurels, tels que les institutions et la technologie – cf. Havik *et al.*, « *The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps* », *European Economy – Economic Papers*, n° 535, Commission européenne, novembre 2014, encadré 1.

Graphique 7

Taux de chômage et estimations du taux de chômage tendanciel

(en pourcentage)



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

Notes : La zone en jaune indique l'éventail d'estimations par les institutions internationales et la zone en bleu clair indique les estimations par intervalle sur la base du modèle UCM-PF présenté dans l'encadré 1 (avec une plage d'incertitude de plus ou moins deux écarts types autour de l'estimation ponctuelle). Les estimations tirées de l'UCM-PF pour 2018 intègrent seulement les données jusqu'au deuxième trimestre 2018.

Le nombre d'heures travaillées par personne employée a continué de diminuer au cours des dernières années, malgré certains signes de stabilisation⁵⁸.

La longue tendance baissière du nombre moyen d'heures travaillées par personne employée reflète principalement les évolutions séculaires de la composition de l'emploi dans la zone euro. Surtout, la part des travailleurs à temps partiel et du secteur des services (dans lequel le nombre d'heures travaillées est généralement plus bas que dans les autres secteurs) dans l'emploi total a augmenté au cours de la dernière décennie.

5.2 Le facteur capital

Le stock de capital constitue un autre déterminant essentiel de la production potentielle, mais les données ne sont pas faciles à obtenir.

Le stock de capital brut est le capital physique qui est disponible dans les secteurs privé et public de l'économie pour le processus de production⁵⁹. Le stock de capital potentiel effectif n'est pas directement mesurable, mais il peut être calculé à l'aide de la méthode de l'inventaire permanent. Le stock de capital net actuel est ensuite calculé à partir du stock de capital passé, en soustrayant l'amortissement et en ajoutant les nouveaux investissements. Ces données se caractérisent par un délai de publication important⁶⁰. Le stock de capital réel dépend également des tendances des prix des biens d'équipement, qui peuvent être très différentes de celles des biens

⁵⁸ Cf. l'encadré intitulé « Facteurs à l'origine de l'évolution du nombre moyen d'heures travaillées par personne employée depuis 2008 », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2016.

⁵⁹ Cf. Anderton *et al.* (2014), *op. cit.*

⁶⁰ Les données officielles relatives aux stocks de capital (fondées sur les bilans des actifs non financiers) qui sont conformes au programme de transmission du SEC 2010 sont disponibles avec un délai de publication de 24 mois environ pour l'économie totale et par actif (en fréquence annuelle) pour la plupart des pays de l'UE, mais pas pour l'ensemble de la zone euro.

intermédiaires et des biens de consommation. Au cours des deux dernières décennies, le déflateur de l'investissement – et en particulier les prix corrigés de la qualité des biens liés aux technologies de l'information et de la communication (TIC) – a été moins dynamique que le déflateur de la valeur ajoutée totale, qui a soutenu le ratio capital/production en termes réels ⁶¹.

La part croissante des investissements immatériels augmente la consommation de capital et complique la mesure du stock de capital. Le stock de capital se déprécie en général très lentement dans le secteur de la construction, mais beaucoup plus rapidement ⁶² dans le secteur des entreprises, en particulier pour les actifs incorporels. Les taux d'amortissement agrégés devraient progressivement augmenter à mesure que le niveau de revenu des pays s'élève, en supposant que la part des actifs ayant une durée de vie plus courte (tels que les actifs incorporels) s'accroît dans les pays plus avancés au plan économique. En conséquence, le montant de l'investissement nécessaire pour contrebalancer la consommation de capital et maintenir le stock de capital à un niveau constant augmente. Dans le même temps, il est possible que la taille du stock de capital reste sous-estimée, en raison d'une intégration insuffisante de l'investissement immatériel ⁶³ dans les comptes nationaux (cf. également l'encadré 3 du présent *Bulletin économique*) ⁶⁴. L'investissement immatériel a longtemps été considéré comme une consommation intermédiaire – plutôt que de l'investissement – dans les bilans des entreprises, reflétant le fait que ce type d'investissement était vu comme bénéficiant exclusivement aux entreprises elles-mêmes. Les estimations disponibles suggèrent qu'en Europe, le PIB (ainsi que l'épargne brute et les taux d'investissement) serait plus élevé de 5 à 10 points de pourcentage si l'ensemble des actifs incorporels étaient classés dans la catégorie des investissements ⁶⁵.

Le redressement conjoncturel de l'investissement total observé depuis la crise a donné une impulsion positive au stock de capital dans la zone euro, malgré une contribution moins élevée qu'au cours de la période ayant précédé la crise. Le redressement de l'investissement a été soutenu par la hausse de la demande, le bas niveau des coûts de financement et un meilleur accès au financement en raison de l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE ⁶⁶. En conséquence, depuis la crise, les taux de croissance du stock de capital se sont accélérés dans la zone euro (cf. graphique 8). Toutefois, durant la phase de reprise,

⁶¹ Pour des données relatives à l'Allemagne, cf. l'article intitulé « *Investment in the euro area* », *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, janvier 2016, p. 31-49.

⁶² Les taux d'amortissement vont d'environ 1 % par an pour le stock de structures résidentielles à environ 20 % pour la recherche et développement, et jusqu'à environ 30 % pour les logiciels, d'après les données extraites de la [base de données EU KLEMS](#).

⁶³ Cf. Haskel (J.) et Westlake (S.), « *Capitalism without Capital: The Rise of the Intangible Economy* », Princeton University Press, 2017.

⁶⁴ Toutefois, depuis sa révision en 2014, le Système européen des comptes (SEC 2010) établit une distinction entre l'investissement dans la construction (environ 50 % de l'investissement total de la zone euro), les machines et équipements (environ 30 %) et l'investissement lié à l'acquisition de droits de propriété intellectuelle (environ 20 %).

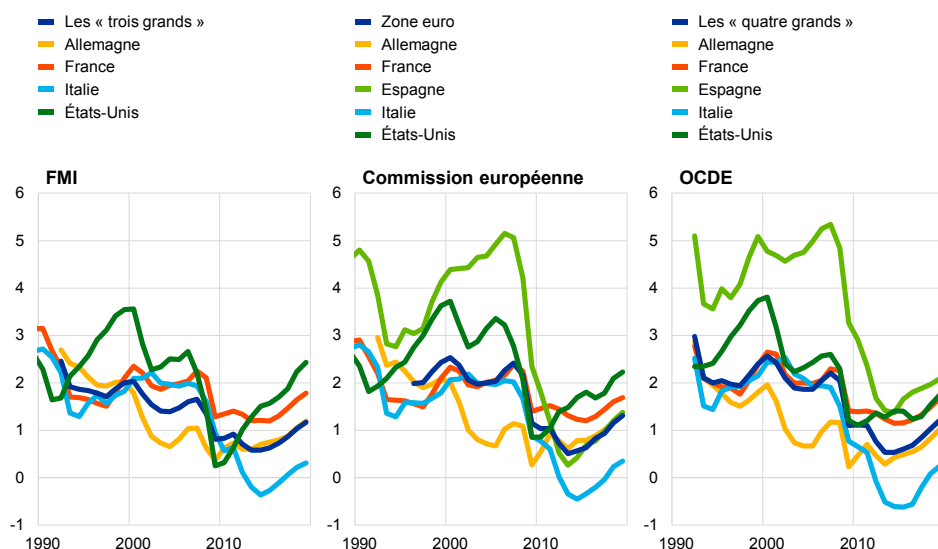
⁶⁵ Cf. Corrado (C.), Haskel (J.), Jona-Lasinio (C.) et Iommi (M.), « *Intangible Capital and Growth in Advanced Economies: Measurement Methods and Comparative Results* », IZA Discussion Paper, n° 6733, juillet 2012. Cf. également <http://www.intan-invest.net/>.

⁶⁶ Cf. l'article intitulé « Évolutions de l'investissement des entreprises dans la zone euro depuis la crise », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2016.

des taux de croissance de l'investissement plus bas qu'avant la crise ⁶⁷ ont pesé sur les contributions du stock de capital à la croissance potentielle (cf. graphique 4). Il existe un certain nombre de facteurs à l'origine de cette baisse des taux. Premièrement, il a fallu du temps pour absorber les capacités excédentaires accumulées durant la crise dans le secteur de la construction – en particulier dans le logement, mais aussi dans la construction commerciale et industrielle – ce qui s'est traduit par une sous-utilisation du capital et des capacités excédentaires. Deuxièmement, ces dernières années ont encore été caractérisées par la persistance d'une forte incertitude, un ralentissement des perspectives de croissance dû en partie au vieillissement de la population et le maintien des besoins de désendettement dans les secteurs privé et public. Troisièmement, durant la phase initiale de la reprise, le taux de rebut peut avoir été plus élevé en raison des liquidations d'entreprises liées à la crise. De plus, au cours de cette période, l'investissement public a été modéré à cause des contraintes budgétaires auxquelles certains pays ont été soumis. Il a été montré que l'investissement public a des répercussions importantes sur l'investissement privé ⁶⁸.

Graphique 8 Croissance du stock de capital réel dans une sélection d'économies

(variations annuelles en pourcentage ; stock total de capital)



Sources : Commission européenne (AMECO), FMI et OCDE.

Notes : Les « trois grands » de la zone euro sont l'Allemagne, la France et l'Italie et les « quatre grands » incluent également l'Espagne. Les taux de croissance du stock de capital incluent les projections jusqu'en 2019. Les données du FMI sont manquantes pour l'Espagne.

5.3 La productivité globale des facteurs

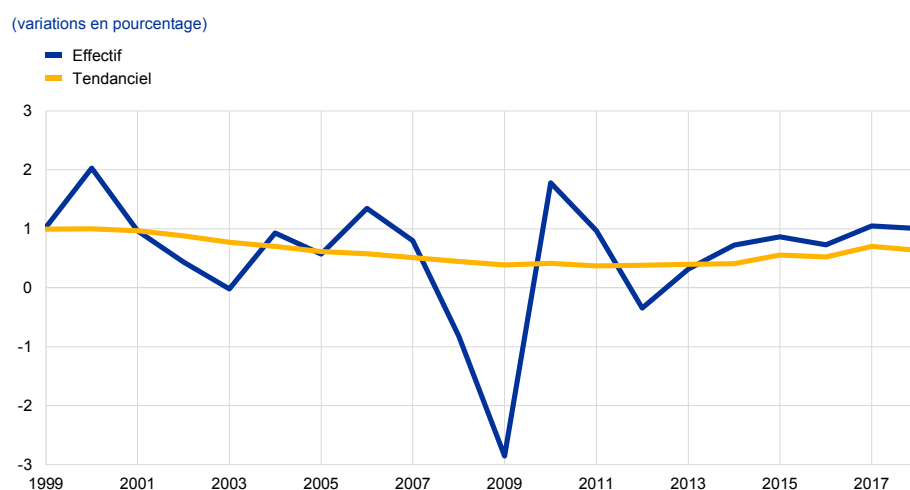
Au cours de la décennie ayant précédé la crise financière mondiale, la croissance de la PGF a suivi une tendance baissière dans la zone euro et dans les autres économies avancées. Entre 1999 et 2007, la croissance tendancielle de

⁶⁷ Cf. « *Investment in the EU Member States: An Analysis of Drivers and Barriers* », *European Economy – Institutional Papers*, n° 062, Commission européenne, octobre 2017.

⁶⁸ Cf. « *Business investment in EU countries* », *Occasional Paper Series*, n° 125, BCE, octobre 2018.

la PGF s'est progressivement ralentie, revenant de 1,0 % à 0,5 % selon les estimations de la Commission européenne (cf. graphique 9). Plusieurs explications ont été avancées, dont certaines sont complémentaires⁶⁹. Par exemple, des erreurs de mesure concernant les investissements immatériels peuvent avoir entraîné une sous-estimation de la croissance de la PGF. Plus fondamentalement, les innovations récentes peuvent avoir été moins largement répandues que les précédentes avancées technologiques, telles que le chemin de fer et l'électricité. De plus, des éléments montrent que les innovations technologiques des entreprises pionnières mettent plus de temps à être intégrées dans les processus de production des autres entreprises.

Graphique 9
Croissance de la productivité globale des facteurs



Source : Commission européenne.
Note : La tendance est fondée sur les estimations établies par la Commission européenne.

La crise financière mondiale a exacerbé le ralentissement de la croissance de la PGF. De fait, on estime même que le taux de variation de la PGF est devenu négatif durant la crise, bien qu'elle ait largement été tirée par sa composante conjoncturelle. Des données recueillies au niveau des entreprises indiquent que les moratoires accordés par les banques et l'inadaptation des régimes de faillite ont bloqué les capitaux dans des entreprises à bas niveaux de productivité, affaiblissant ainsi l'effet purificateur (*cleansing effect*) généralement associé aux récessions⁷⁰. Après la résorption des déséquilibres macroéconomiques dans les pays de la zone euro, des rigidités structurelles peuvent avoir entravé la nécessaire réallocation des ressources vers les secteurs et les entreprises plus productifs. De plus, des périodes prolongées d'assainissement des bilans du secteur privé ont affaibli l'investissement, limitant ainsi potentiellement l'innovation technologique.

La croissance de la PGF s'est accélérée durant la reprise économique en cours, renouant largement avec ses taux d'avant la crise. Les effets défavorables

⁶⁹ Cf. l'article intitulé « Le ralentissement de la productivité de la zone euro dans un contexte mondial », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2017.

⁷⁰ Cf. Andrews (D.) et Petroulakis (F.), « *Breaking the Shackles: Zombie Firms, Weak Banks and Depressed Restructuring in Europe* », *Economics Department Working Papers*, n° 1433, OCDE, 2017.

exercés par la crise sur la PGF, par exemple *via* les perturbations de l'intermédiation financière, les coupes dans les budgets de recherche et développement et la faiblesse des dépenses d'infrastructures publiques, ont commencé à s'atténuer. Il apparaît également que la crise a finalement conduit à une réallocation des ressources vers les entreprises plus productives (par l'élimination des entreprises non viables, par exemple). De plus, l'adoption des innovations dans le domaine de la numérisation par l'ensemble de l'économie pourrait simplement prendre un certain temps. Des améliorations durables du niveau d'éducation continuent également de soutenir la croissance de la PGF.

5.4 Perspectives à plus long terme

Selon les projections établies par les institutions internationales, la croissance potentielle de la zone euro restera globalement stable au cours des prochaines années. En moyenne, la Commission européenne, le FMI et l'OCDE prévoient une croissance potentielle de 1,4 % en 2018 et de 1,5 % en 2019 (cf. tableau 1). Ces projections sont inférieures à celles relatives à la croissance effective du PIB, ce qui implique un renforcement des contraintes d'offre.

Tableau 1

Projections de croissance potentielle et effective par les institutions internationales

(variations en pourcentage)

	Pour mémoire : 2007	2017	2018	2019
Croissance potentielle				
Commission européenne	1,9	1,5	1,5	1,5
FMI	1,4	1,4	1,6	1,6
OCDE	1,7	1,2	1,3	1,4
Croissance effective (PIB en volume)				
Commission européenne	3,1	2,4	2,3	2,0
FMI	3,0	2,3	2,4	2,0
OCDE	3,0	2,6	2,2	2,1

Sources : Commission européenne, FMI et OCDE.

Les perspectives de croissance potentielle à plus long terme sont plus incertaines et le vieillissement de la population est appelé à exercer des pressions à la baisse croissantes⁷¹. Selon les projections d'Eurostat, le taux de dépendance des personnes âgées dans la zone euro (c'est-à-dire le nombre de personnes âgées de 65 ans et plus exprimé en pourcentage de la population en âge de travailler) s'accroîtra, passant d'environ 30 % aujourd'hui à environ 50 % d'ici 2050 et la population en âge de travailler baissera d'environ 23 millions de personnes sur la même période (cf. graphique 10). Cette prévision tient déjà compte d'une immigration nette d'environ 800 000 personnes par an. La baisse attendue de la population en âge de travailler pourrait être en partie contrebalancée par de nouvelles hausses du taux d'activité global, dans un contexte de réformes des retraites déjà mises en œuvre et

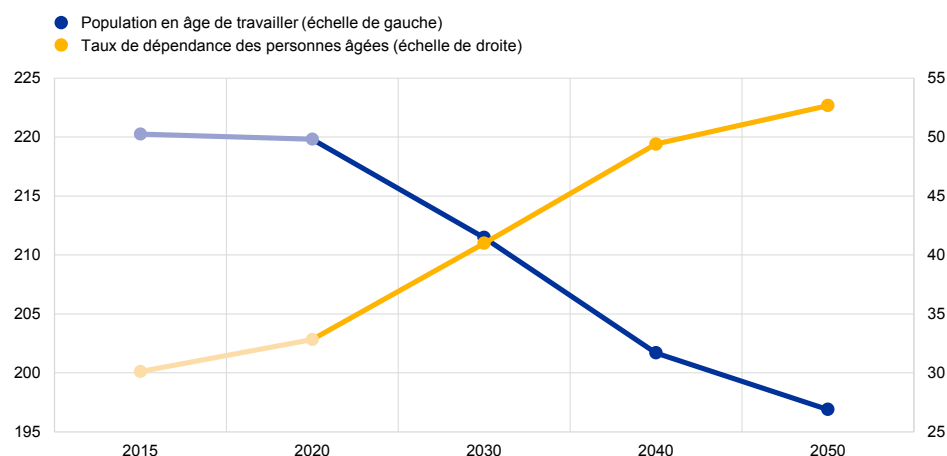
⁷¹ Cf. l'article intitulé « L'impact économique du vieillissement de la population et des réformes des retraites », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2018.

d'élévation du niveau d'éducation. Toutefois, sur la base de ces projections, la population active de la zone euro est appelée à diminuer au cours des prochaines décennies, exerçant ainsi des pressions à la baisse sur la croissance potentielle.

Graphique 10

Population en âge de travailler et taux de dépendance des personnes âgées (projections d'Eurostat)

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



Source : Eurostat (projections démographiques 2015).

L'incidence du vieillissement de la population sur la croissance potentielle pourrait être partiellement contrebalancée par d'autres facteurs. En particulier, l'automatisation et la numérisation pourraient soutenir la croissance de la PGF (cf. encadré 3). Toutefois, rien ne permet de prévoir avec certitude à quel moment et dans quelle mesure cela se produira.

S'agissant du stock de capital, il pourrait continuer à s'accroître et apporter une contribution positive à la croissance potentielle. Selon les institutions internationales, la croissance du stock de capital devrait également continuer de s'accélérer au cours des prochaines années, en raison, notamment, d'une demande conjoncturelle soutenue, de l'utilisation presque totale des capacités de production dans le secteur producteur de biens d'équipement et de la nécessité de continuer à remplacer et à moderniser le capital afin de relever les défis posés par la mondialisation. À plus long terme, les anticipations de nouvelles avancées technologiques – et la modification de la composition du stock de capital qui en résulte – soulignent la nécessité accrue pour l'accumulation du capital d'évoluer au même rythme que les taux d'amortissement globaux croissants. D'après de récentes recherches, le stock d'actifs incorporels s'ajuste plus lentement aux fluctuations de l'économie que l'investissement matériel⁷² et ce, en raison de la nature irréversible de l'investissement immatériel. Cela pourrait se traduire par une sensibilité nettement moindre du stock de capital au cycle conjoncturel.

⁷² Cf. Peters (R.) et Taylor (L.), « *Intangible capital and the investment-q relation* », *Journal of Financial Economics*, n° 123(2), février 2017, p. 251-272.

Encadré 3

Le rôle de la numérisation dans la détermination des évolutions de la production potentielle et de l'écart de production dans la zone euro

Vincent Labhard

La numérisation peut être vue comme un choc d'offre qui affecte les agrégats macroéconomiques clés pour la zone euro, y compris la production potentielle et l'écart de production, en grande partie via de possibles effets liés à la concurrence, la productivité et l'emploi⁷³. La numérisation de la production et des chaînes d'approvisionnement, qui implique l'automatisation, la robotisation et l'intelligence artificielle, en constitue l'un des aspects. Cette évolution tend à modifier les prix relatifs et l'allocation du travail entre les facteurs de production, par exemple entre travail et capital ou entre emplois routiniers et non routiniers, affectant ainsi la productivité. La communication et la connectivité numériques et mobiles, qui englobent internet, les réseaux sociaux, le *cloud computing* et le *big data*, constituent un autre aspect de la numérisation. Ces technologies exercent une incidence sur la concurrence, car elles modifient les prix relatifs et la répartition des parts de marché entre les entreprises numériques et non numériques et entre les entreprises de petite taille ou de taille plus importante (phénomène du type « le gagnant remporte tout »). Le troisième aspect de la numérisation est l'apparition de nouveaux biens et services, liés ou non aux technologies de l'information, qui peuvent entraîner des modifications des prix ou des préférences du consommateur.

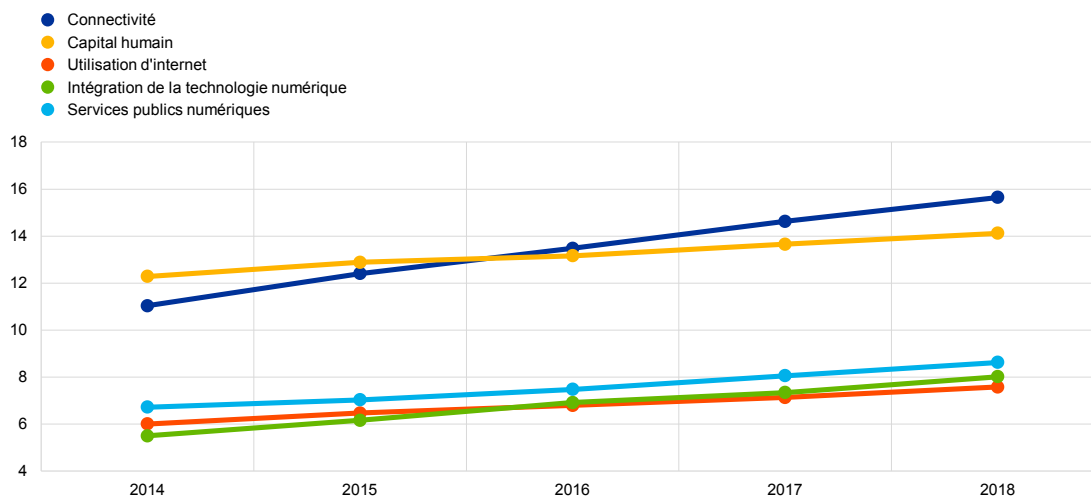
Si certains aspects de la numérisation sont plus avancés que d'autres, elle semble cependant progresser de façon relativement régulière dans l'ensemble de l'UE. Cela ressort, par exemple, de l'indicateur de la société et de l'économie numérique (*European Commission's Digital Economy and Society Index – DESI*) de la Commission européenne, comme présenté dans le graphique A pour l'UE pour la période 2014-2018. Il convient toutefois de noter que nombre des étapes majeures de la numérisation ont eu lieu avant la période couverte dans le graphique A, telles que les premières recherches sur l'intelligence artificielle dans les années 1950, les premiers réseaux informatiques dans les années 1960, le premier courrier électronique dans les années 1970, la première voiture sans chauffeur dans les années 1980, la Toile mondiale (*World Wide Web*), l'internet des objets et les moteurs de recherche dans les années 1990 et les réseaux sociaux dans les années 2000. Par conséquent, la meilleure description que l'on peut donner de la numérisation est peut-être qu'il s'agit d'une succession de chocs d'offre qui se déroulent dans le temps et affectent l'économie.

⁷³ Pour des informations sur les résultats d'une enquête *ad hoc* sur l'impact de la numérisation sur l'économie réalisée par la BCE auprès des grandes entreprises de la zone euro, cf. l'encadré 4 du présent *Bulletin économique*.

Graphique A

Numérisation dans l'UE 28 entre 2014 et 2018

(indice : entre 0 et 25 pour la connectivité et le capital humain ; entre 0 et 20 pour l'intégration de la technologie numérique ; entre 0 et 15 pour l'utilisation d'internet et des services publics numériques)



Source : Commission européenne.

La numérisation peut affecter l'ensemble des facteurs contribuant à la production

potentielle – à savoir le travail, le capital et la PGF. La production numérique et les chaînes d'approvisionnement, par exemple, peuvent accroître la PGF, grâce à la plus grande efficacité (en termes de temps et/ou de qualité) des techniques de production améliorées ou soutenues par la technologie numérique (par exemple, le juste-à-temps). La communication et la connectivité numériques peuvent également soutenir la PGF, en permettant une collecte et une évaluation plus rapides des données. Dans le même temps, il a été suggéré que certaines applications de communication numériques et mobiles pouvaient détourner l'attention de l'activité productive. Si la façon dont la contribution de la PGF a été ou sera affectée par la technologie numérique n'apparaît pas clairement, il semble toutefois probable que l'effet global soutiendra la croissance potentielle. Il est également probable que la contribution des technologies numériques à la PGF a soutenu la croissance potentielle dans le passé, même s'il convient de noter que cela n'a pas suffi à compenser le déclin de la croissance tendancielle de la PGF.

Si la numérisation est susceptible de soutenir la production potentielle via la contribution de la PGF, les effets exercés par le biais des contributions du travail et du capital sont plus incertains.

La production et les chaînes d'approvisionnement numériques peuvent conduire à un besoin accru de travail pour des tâches, des compétences et des professions numériques non-répétitives, non-routinières, ou d'autres compétences et professions pour l'environnement de travail numérique (tels que l'ouverture au changement et/ou l'adaptabilité aux nouvelles technologies). Cependant, elles peuvent entraîner une réduction des exigences relatives au travail moins qualifié pour les tâches plus routinières et un glissement équivalent vers plus de capital (lié aux technologies de l'information). Bien que l'on puisse s'attendre à ce que ces effets soient largement contrebalancés, il est également envisageable que la contribution du travail à la production potentielle puisse être légèrement tirée vers le haut ou vers le bas d'une façon difficile à prévoir. Cela peut également être vrai de la contribution du capital. Si l'on peut s'attendre à d'importants investissements dans la technologie numérique, l'effet sur le stock total de capital physique peut être

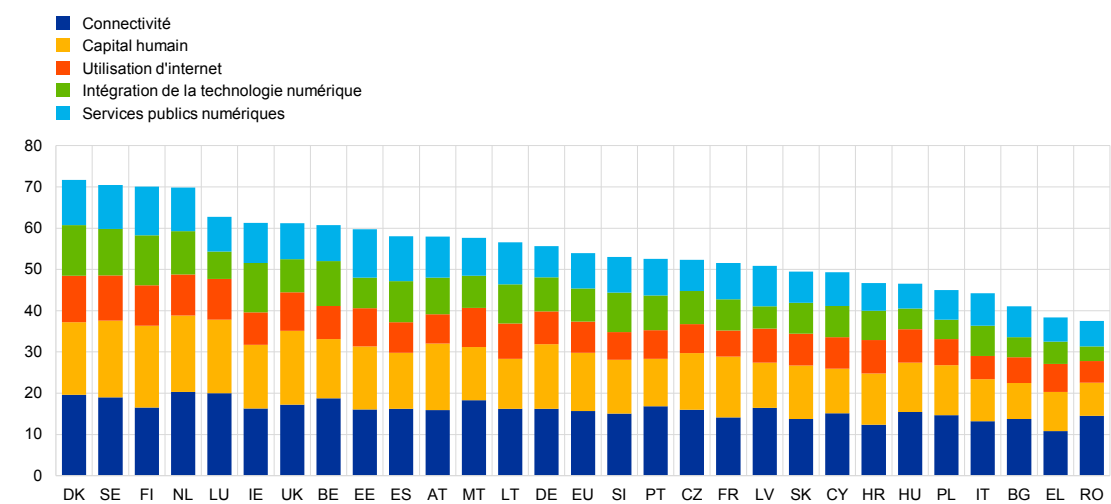
limité, en particulier si les nouvelles technologies accroissent l'intensité avec laquelle les actifs peuvent être utilisés.

La façon dont les effets exercés par la numérisation sur la production potentielle sont susceptibles de se faire sentir dépend d'un certain nombre de facteurs et est par conséquent difficile à prévoir. Il convient toutefois de noter que certaines économies sont plus avancées que d'autres sur certains aspects de la numérisation (cf. graphique B). Dans le futur, les économies dotées d'un environnement propice à la recherche et à l'innovation devraient enregistrer une adoption et une mise en œuvre plus rapide des technologies numériques et donc observer également une incidence plus rapide sur la production potentielle.

Graphique B

Numérisation dans l'UE 28 en 2018

(indice : entre 0 et 25 pour la connectivité et le capital humain ; entre 0 et 20 pour l'intégration de la technologie numérique ; entre 0 et 15 pour l'utilisation d'internet et des services publics numériques)



Source : Commission européenne.

Pour résumer, la numérisation devrait affecter la production potentielle et l'écart de production, mais la dynamique de ces effets est difficile à prévoir. Tandis que les effets de la numérisation sur les contributions du travail et du capital à la production potentielle sont particulièrement incertains, ceux exercés par la numérisation sur la contribution de la PGF soutiendront plus probablement la production potentielle.

6 Conclusions

Selon les estimations disponibles, la croissance potentielle de la zone euro a augmenté ces dernières années, mais reste plus faible qu'avant la crise financière mondiale. Après un ralentissement prononcé durant la crise, on estime que la croissance potentielle se redresse depuis le début de la phase de reprise économique en cours. Au cours des dernières années, la croissance potentielle a été soutenue par l'augmentation de la population active, un recul du chômage tendanciel

et des gains de productivité plus élevés. La formation de capital s'est également accélérée, mais elle reste toutefois plus faible qu'avant la crise.

Les contraintes d'offre devraient s'accroître à l'avenir, ce qui favoriserait le renforcement progressif de la croissance des salaires et de l'inflation

sous-jacente. Durant la phase de reprise économique en cours, la croissance du PIB en volume a systématiquement dépassé les estimations disponibles de la croissance potentielle. Cela a conduit à une diminution progressive de l'écart de production qui est apparu durant la crise. L'économie semble désormais opérer à un niveau proche de son potentiel. Il convient cependant de noter que les estimations de la production potentielle et de l'écart de production sont entourées d'incertitude.

Compte tenu des défis imminents liés au vieillissement de la population, des politiques structurelles bien conçues mettant l'accent sur l'amélioration de la productivité sont essentielles pour doper la croissance potentielle⁷⁴.

Le vieillissement de la population devrait exercer des pressions à la baisse sur la croissance potentielle de la zone euro au cours des décennies à venir. Ces pressions pourraient être contrebalancées au moins en partie par des politiques structurelles saines sur les marchés du travail, des biens et des services qui devraient accroître la contribution du travail ou de la PGF à la croissance potentielle. Afin d'exploiter pleinement le potentiel de la numérisation, l'économie de la zone euro a besoin d'améliorations de la qualité des infrastructures numériques et de la disponibilité des compétences numériques. L'approfondissement du Marché unique et les réformes du marché des biens et services destinées à renforcer la concurrence, en particulier dans le secteur des services, stimuleraient également la croissance de la productivité. De plus, la réduction des procédures administratives faciliterait l'entrée et la sortie des entreprises et la réallocation des ressources entre les entreprises. La population active et la croissance de l'emploi pourraient être soutenues par des politiques aidant les chômeurs de longue durée, les migrants et d'autres groupes dont le taux d'activité demeure faible à entrer ou à retourner sur le marché du travail, ou à trouver des emplois en meilleure adéquation avec leurs compétences.

⁷⁴ Cf. Masuch *et al.* (2018), *op. cit.*, et « *Economic Surveys: European Union* », OCDE, 2018.

2 L'état du marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro

Niccolò Battistini, Julien Le Roux, Moreno Roma et John Vourdas

Le marché de l'immobilier résidentiel a d'importantes implications macroéconomiques et macroprudentielles pour l'économie de la zone euro. Étant donné la longue période de redressement des prix des logements et de l'investissement résidentiel dans la zone euro, qui a débuté fin 2013, l'analyse de l'état du marché de l'immobilier résidentiel fournit des informations particulièrement intéressantes. Le présent article analyse la reprise en cours sur le marché de l'immobilier résidentiel d'un point de vue chronologique et fondamental. Il examine également une sélection d'indicateurs qui sont susceptibles de donner des informations sur l'état du marché de l'immobilier résidentiel, et étudie les facteurs d'offre et de demande qui sous-tendent le redressement actuel, ainsi que leur importance relative.

1 Introduction

Comprendre et suivre l'état du marché de l'immobilier résidentiel est important du fait de ses implications macroéconomiques et macroprudentielles. Les évolutions sur le marché de l'immobilier résidentiel influent sur les décisions d'investissement et de consommation et peuvent donc être un déterminant majeur du cycle économique au sens large. Elles ont également des effets de richesse et des effets liés aux garanties, et peuvent donc jouer un rôle essentiel dans la formation du cycle financier au sens large. Du fait de son rôle central dans les cycles économique et financier, le marché de l'immobilier résidentiel est suivi et évalué de façon régulière pour des considérations de politique monétaire et de stabilité financière⁷⁵. Cela est particulièrement pertinent dans la mesure où les marchés de l'immobilier résidentiel peuvent être à l'origine d'une succession de phases d'essor et de repli, avec des conséquences sévères et durables sur l'évolution économique et financière. De tels épisodes tendent à refléter un découplage des anticipations relatives aux tendances du marché de l'immobilier résidentiel par rapport à leurs déterminants fondamentaux.

Le marché de l'immobilier résidentiel a une dimension prix et une dimension volume. Les prix de l'immobilier résidentiel (ci-après « prix des logements ») et l'investissement résidentiel sont des dimensions pertinentes et constituent le thème principal du présent article. Dans un contexte plus large, ils peuvent être considérés comme le résultat de l'interaction entre différents facteurs d'offre et de demande. Les évolutions de prix et de volume ne sont pas nécessairement synchronisées ; par conséquent, les éventuels écarts constatés peuvent être une source d'information supplémentaire. Toutefois, elles peuvent également rendre plus difficile l'évaluation globale de l'état du marché de l'immobilier résidentiel. Le cas de la zone euro appelle une réserve concernant cette évaluation, dans la mesure où les marchés de l'immobilier résidentiel et leurs évolutions présentent une très forte hétérogénéité d'un

⁷⁵ Pour une précédente discussion sur le sujet, cf. l'article intitulé « [La position du cycle des prix des logements dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2015.

pays à l'autre. En outre, la distinction entre des évolutions associées à des épisodes passés d'essor/de repli, à une période d'orientation accommodante de la politique monétaire ou à une modification des facteurs structurels ajoute à la complexité de l'analyse.

L'état du marché de l'immobilier résidentiel est, par essence, non observable mais il peut être évalué de différents points de vue. D'un point de vue chronologique, l'état du marché peut être caractérisé par la longueur de ses phases de reprise ou de ralentissement, en particulier au regard de la longueur moyenne de ces phases. D'un point de vue fondamental, il peut être évalué par la position d'indicateurs clés par rapport à des références, afin par exemple de détecter une éventuelle surévaluation des prix des logements ou une activité excessivement élevée dans la construction. L'éventail des indicateurs susceptibles de fournir des informations sur l'état du marché de l'immobilier résidentiel est large. Par conséquent, l'analyse présentée dans cet article doit être sélective ⁷⁶. Elle a pour but de distinguer en gros les facteurs de demande des facteurs d'offre, même si cette distinction peut être difficile en raison de la nature de certains des indicateurs.

Dans ce contexte, le présent article contient deux sections principales. La section 2 met en perspective les évolutions récentes des prix des logements et de l'investissement résidentiel par rapport au cycle conjoncturel. Sauf indication contraire, ces deux indicateurs sont exprimés en termes nominaux et réels, respectivement. La section 3 décrit plus précisément les facteurs d'offre et de demande qui sous-tendent le récent rebond du marché de l'immobilier résidentiel, ainsi que leur importance relative.

2 L'état de l'immobilier résidentiel dans la zone euro : un aperçu de l'investissement résidentiel et des prix des logements

Le rebond du marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro se situe dans sa quatrième année. Mesurés en taux de croissance annuels, les prix des logements ont commencé à se redresser fin 2013, tandis que la reprise de l'investissement résidentiel a débuté un peu plus tard, à la fin de 2014. Les dernières données disponibles (premier trimestre 2018) montrent des taux de croissance annuels supérieurs à leurs moyennes de long terme (cf. graphique 1, partie gauche) pour les deux indicateurs. Cela est plus évident dans le cas de l'investissement résidentiel (où le rebond des taux de croissance s'est stabilisé) que dans celui des prix des logements (où il se poursuit). La date de début de la reprise est globalement la même lorsqu'elle est mesurée en termes de niveaux des deux indicateurs. Dans le même temps, l'analyse en termes de niveaux met en évidence le fait que l'investissement résidentiel demeure très inférieur à ses pics antérieurs, tandis que les prix des logements se sont redressés après les baisses enregistrées durant la crise financière

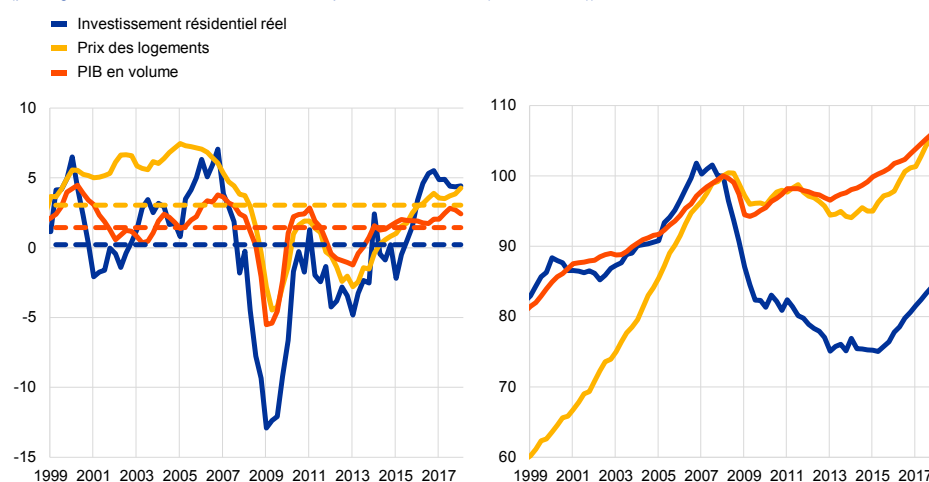
⁷⁶ À cet égard, le présent article n'examine pas certains indicateurs qui apparaissent régulièrement dans d'autres évaluations du marché de l'immobilier résidentiel, tels que le bilan des ménages. Pour des indicateurs supplémentaires, cf. par exemple, « *Methodologies for the Assessment of Real Estate Vulnerabilities and Macroprudential Policies – Residential Real Estate* », ESRB, à paraître.

(cf. graphique 1, partie droite). À la suite de la crise financière, l'investissement résidentiel a fortement diminué, de 25 %, atteignant un point bas en 2014. Jusqu'à présent, il ne s'est que partiellement redressé, s'inscrivant début 2018 à un niveau encore inférieur de 15 % à son niveau d'avant la crise. Les prix des logements, en revanche, ont baissé de 6 % seulement entre le pic et le creux, s'établissant début 2018 à un niveau supérieur de 5 % à leur niveau d'avant la crise (bien qu'en termes réels – déflatés de l'IPCH – ils soient inférieurs de 5 % à leur niveau d'avant la crise).

Graphique 1

Investissement résidentiel, prix des logements et PIB en volume dans la zone euro

(partie gauche : taux de croissance annuels ; partie droite : indices (T1 2008=100))



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Partie gauche : les moyennes de long terme ont été calculées depuis le premier trimestre 1999 et figurent en lignes pointillées.

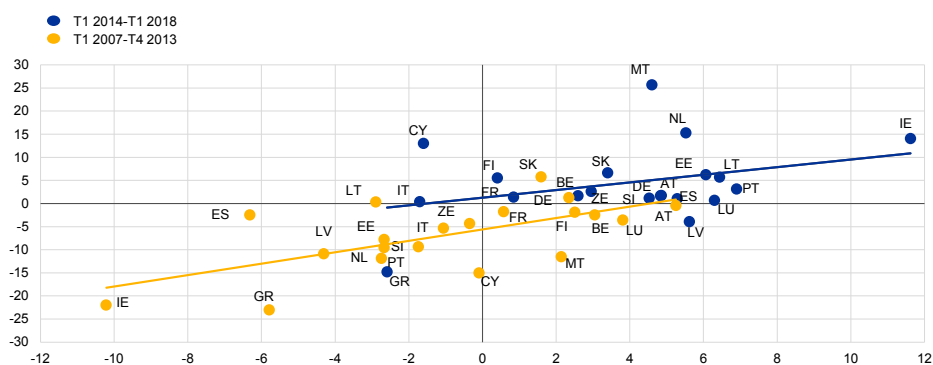
Le rebond du marché de l'immobilier résidentiel est commun à la majorité des pays de la zone euro. Au cours des quatre dernières années, dans presque tous les pays, l'investissement résidentiel ainsi que les prix des logements ont enregistré une croissance moyenne positive, mais d'ampleur différente (cf. graphique 2).

Globalement, la majorité des pays ont comme caractéristique commune, observée pour l'ensemble de la zone euro, une croissance concomitante de l'investissement et des prix des logements au cours du redressement actuel (pointillés bleus), reflétant les ajustements relatifs intervenus lors du ralentissement précédent (pointillés jaunes). Cela soulève naturellement des questions. Dans quelle mesure la période actuelle de redressement du marché de l'immobilier résidentiel est-elle prolongée par rapport aux observations historiques ? Et à quoi peut-on s'attendre dans le futur ?

Graphique 2

Investissement résidentiel et prix des logements durant les phases les plus récentes de rebond et de ralentissement

(axe des abscisses : prix des logements ; axe des ordonnées : investissement résidentiel réel ; taux de croissance annuels moyens)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

L'analyse fondée sur les points de retournement montre que le redressement du marché de l'immobilier résidentiel se situe à un stade relativement avancé par rapport à la durée moyenne de ces phases. D'un point de vue chronologique, au niveau agrégé de la zone euro, la longueur, de quatre ans environ, de la phase actuelle de redressement de l'investissement résidentiel et des prix des logements correspond à la durée moyenne des phases de reprise historiques pour l'investissement résidentiel et à la moitié de la durée des phases de reprise historiques pour les prix des logements (cf. tableau 1). Dans le présent article, une phase de redressement dépassant la moitié de la durée moyenne des phases de reprise précédentes est considérée comme relativement mature. Il convient de garder à l'esprit que l'analyse fondée sur les points de retournement est entourée d'une incertitude considérable, en particulier à la fin de l'échantillon, et qu'il n'existe pas de façon unique de dater les phases économiques. En dépit de ces réserves, si on considère les cinq principaux pays de la zone euro, le cycle d'investissement résidentiel est entré en phase de maturité en Allemagne et aux Pays-Bas, tandis qu'il se situe encore à un stade précoce en France, en Italie et, dans une moindre mesure, en Espagne. D'après cette même mesure, le cycle des prix des logements est tout aussi avancé en Allemagne, alors qu'il se situe encore à un stade relativement précoce dans les autres pays. En Italie, l'analyse formelle fondée sur les points de retournement n'indique pas encore de redressement des prix des logements⁷⁷. La maturité du redressement peut également être liée à la vigueur de la reprise, les cycles plus matures affichant généralement des taux de croissance plus faibles que ceux enregistrés à un stade précoce du cycle.

Le redressement actuellement observé dans la zone euro est plus marqué que les moyennes historiques pour l'investissement résidentiel mais plus faible dans le cas des prix des logements. Si les cycles évoluaient autour d'une tendance inchangée, alors le rebond relativement prononcé de l'investissement résidentiel pourrait s'expliquer par la baisse relativement forte observée au lendemain de la

⁷⁷ Un examen visuel des séries indique plutôt un creux autour du premier trimestre 2015, après quoi les prix des logements ont été globalement stables.

crise : durant la phase de redressement en cours, l'investissement résidentiel de la zone euro a enregistré un taux de croissance annuel moyen de 3,5 %, clairement supérieur à la moyenne de 1,9 % constatée sur la même durée au cours des précédentes phases de redressement (cf. tableau 1). S'agissant des prix des logements dans la zone euro, la comparaison correspondante indique un redressement relativement modéré, avec un taux de croissance annuel moyen de 2,7 % – au-dessous de la moyenne historique de 6,3 %. Ce profil relativement modéré des prix des logements est commun aux principaux pays de la zone euro, alors que pour l'investissement résidentiel, les résultats sont contrastés : les Pays-Bas et la France ont enregistré des taux supérieurs à la moyenne, contrairement à l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie où ils ont été inférieurs. Cette mesure est un outil supplémentaire pour évaluer l'état du marché de l'immobilier résidentiel, à cette réserve près que la vigueur relative du redressement peut sembler « artificiellement » faible dans les pays où les moyennes historiques sont influencées par des envolées non soutenables du marché de l'immobilier résidentiel. C'est pour cela qu'il est également nécessaire de procéder à des évaluations par rapport aux valeurs fondamentales.

Tableau 1

Points de retournement sur le marché de l'immobilier : la zone euro et ses principaux pays

	Zone euro	Allemagne	Espagne	France	Italie	Pays-Bas
Investissement résidentiel						
Dernier creux	T3 2014	T4 2009	T1 2014	T2 2016	T4 2014	T3 2013
Durée moyenne des redressements (trimestres)	15	19	38	37	22	17
Durée du récent redressement (trimestres)	14	36	16	7	13	19
Croissance annuelle moyenne durant le récent redressement (%)	3,5	3,3	4,1	3,2	2,0	13,8
Croissance moyenne durant le(s) redressement(s) de même durée que le redressement actuel (%)	1,9	4,9	6,4	2,2	2,9	5,1
Prix des logements						
Dernier creux	T4 2013	T3 2008	T4 2013	T2 2015	T3 2007 (*)	T3 2013
Durée moyenne des redressements (trimestres)	36	38	41	26	25 (*)	90
Durée du récent redressement (trimestres)	17	38	17	11	42 (*)	18
Croissance annuelle moyenne durant le récent redressement (%)	2,7	3,5	4,4	2,1	-1,6 (*)	4,8
Croissance moyenne durant le(s) redressement(s) de même durée que le redressement actuel (%)	6,3	3,4	9,6	6,6	n.d.	5,2

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : L'identification des phases de redressement et de ralentissement est réalisée à partir de l'investissement résidentiel réel et des prix des logements réels (c'est-à-dire déflatés par l'IPCH) à l'aide d'un algorithme Bry-Boschan (1971) trimestriel modifié (« BBQ »), comme dans Harding et Pagan (2002). Le paramètre de durée minimale d'une phase est fixé à six trimestres, comme dans Borio et McGuire (2004) et Bracke (2011). La croissance moyenne correspond au taux de variation annuel de l'investissement résidentiel réel et des prix des logements nominaux au cours de la période allant de T1 1980 à T1 2018. Seules les phases achevées sont prises en compte dans le calcul des durées et des taux de croissance moyens.

(*) En Italie, où les prix de logements n'ont pas encore atteint un creux, les données se rapportent aux phases de ralentissement.

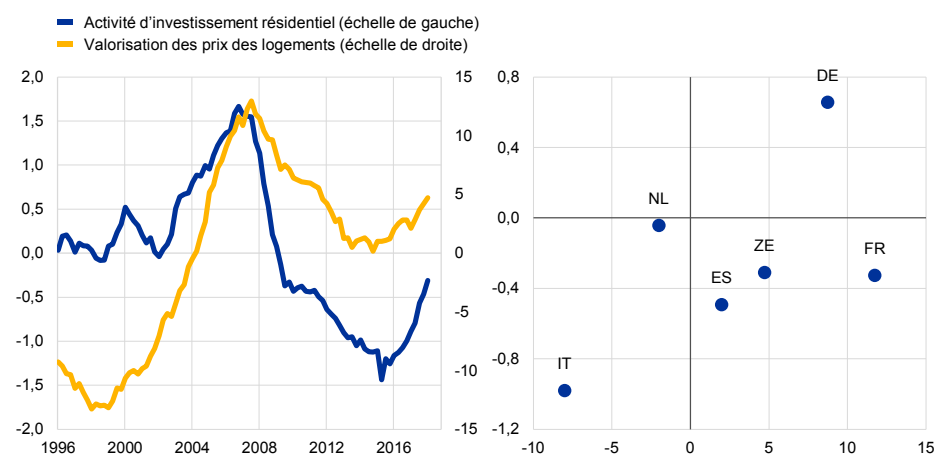
L'évaluation des prix des logements et de l'investissement résidentiel par rapport aux fondamentaux fournit également des informations sur l'état du cycle. La chronologie du cycle du logement ne peut fournir qu'une évaluation partielle

de l'état du marché de l'immobilier résidentiel. Empiriquement, cependant, lorsque le cycle n'est pas en phase avec les fondamentaux, cela signifie souvent qu'il se situe à stade relativement plus avancé et qu'il a connu un ajustement d'ampleur relativement plus forte. L'évaluation par rapport aux fondamentaux peut revêtir plusieurs formes : ratios simples, écarts par rapport aux valeurs expliquées par les modèles, ou combinaisons synthétiques de ces mesures. S'agissant des prix des logements, les estimations de valorisations sont régulièrement utilisées dans les évaluations de la stabilité financière ⁷⁸ et font actuellement apparaître une légère surévaluation pour l'ensemble de la zone euro, ainsi que pour l'Allemagne et pour la France (cf. graphique 3). En ce qui concerne l'investissement résidentiel, le présent article introduit un indicateur synthétique construit à l'aide de différents ratios (normalisés) pour la production et l'emploi dans le secteur de la construction. Cet indicateur suggère, aussi bien dans le cas de la zone euro que dans celui de ses principaux pays, que le cycle de l'investissement résidentiel est proche de sa norme historique, un peu au-dessus pour l'Allemagne et légèrement au-dessous pour l'Italie.

Graphique 3

Évaluation par rapport aux fondamentaux de l'activité d'investissement résidentiel et des prix des logements

(partie gauche : indice normalisé (échelle de gauche) ; en points de pourcentage (échelle de droite) ; partie droite : axe des abscisses : en points de pourcentage pour la valorisation des prix des logements au T1 2018 ; axe des ordonnées : indice normalisé de l'activité d'investissement résidentiel au T1 2018)



Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Notes : L'indicateur synthétique de l'activité d'investissement résidentiel est une moyenne simple de quatre indicateurs (normalisés avec une moyenne de zéro et un écart type de un depuis leur toute première date disponible) recouvrant (1) l'investissement résidentiel en % du PIB (tous deux en termes nominaux), (2) l'emploi dans la construction en % de l'emploi total, (3) les pénuries de main-d'œuvre tirées de l'enquête de la Commission européenne sur la construction, et (4) les permis de construire. Un niveau élevé de l'indicateur synthétique peut être interprété comme un niveau d'investissement résidentiel élevé au regard des normes historiques. Les estimations de valorisation des prix de l'immobilier résidentiel sont établies à partir de quatre indicateurs : le ratio prix/revenu et le ratio prix/loyer, une estimation fondée sur un modèle (modèle bayésien de demande inversée) et un modèle d'évaluation des actifs. Pour de plus amples détails, cf. l'encadré 3 dans « *Financial Stability Review* », BCE, juin 2011, et l'encadré 3 dans « *Financial Stability Review* », BCE, novembre 2015.

Dans l'ensemble, le marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro est relativement mature mais ne se caractérise pas, jusqu'à présent, par une activité d'investissement résidentiel ou une dynamique des prix des logements

⁷⁸ Les estimations de valorisations sont entourées d'un degré élevé d'incertitude, et leur interprétation peut être compliquée à l'échelle du pays, en raison de spécificités nationales telles que le traitement fiscal ou des facteurs structurels (par exemple, le régime d'occupation du logement). En outre, les évolutions sont hétérogènes non seulement d'un pays à l'autre mais, dans certains cas, d'une région à l'autre à l'intérieur d'un même pays. Pour une analyse plus détaillée, cf. « *Financial Stability Review* », BCE, mai 2018 et « *Monthly Report* », Deutsche Bundesbank, février 2018.

disproportionnées. L'analyse menée dans cette section suggère que le cycle de l'investissement résidentiel dans la zone euro présente une vigueur et une maturité plus élevées que le cycle des prix des logements. Toutefois, lorsqu'il est mesuré par rapport aux fondamentaux sous-jacents, le cycle de l'investissement résidentiel n'apparaît pas, jusqu'à présent, comme supérieur à sa norme historique. Étant donné que le secteur immobilier peut être un important déterminant du cycle d'activité et que l'investissement résidentiel et les prix des logements peuvent avoir des propriétés d'indicateur avancé de l'activité économique future, l'état actuel du cycle n'annonce pas de risque imminent d'une évolution vers une contraction du cycle économique (cf. l'encadré 1 pour une analyse plus détaillée).

Encadré 1

Le marché de l'immobilier résidentiel comme indicateur avancé de périodes prolongées de contraction de l'activité économique

Niccolò Battistini et John Vourdas

Les fluctuations sur le marché de l'immobilier résidentiel sont un facteur important qui influe sur la dynamique du cycle d'activité et sur les anticipations macroéconomiques⁷⁹.

L'investissement résidentiel est une composante relativement modeste de l'économie (représentant, en termes nominaux, 6 % du PIB entre le premier trimestre 1997 et le premier trimestre 2018), mais il affiche une plus grande volatilité que les autres composantes de la dépense du PIB. L'investissement résidentiel est une composante de la dépense à part entière mais il peut également avoir d'importantes implications en termes de dépenses de consommation en biens durables pour équiper un logement neuf ou rénové. Les décisions relatives au logement tendent à être fortement corrélées entre les différents ménages, dans la mesure où elles sont influencées par des variables agrégées telles que les transitions démographiques et les conditions de crédit et de financement ; elles sont donc un important mécanisme de propagation des chocs sous-jacents. Par conséquent, l'évolution de l'investissement résidentiel peut avoir une incidence plus large sur l'économie. En particulier, on a constaté que l'évolution de l'investissement résidentiel était un indicateur avancé de l'évolution du PIB, en particulier avant les récessions⁸⁰. En outre, on a également observé que l'évolution des prix des logements contenait des informations importantes sur les récessions à suivre, notamment lorsqu'elles résultent d'anticipations exubérantes et d'une croissance excessive du crédit. Le présent encadré illustre la manière dont l'investissement résidentiel et les prix des logements peuvent contribuer à l'estimation de probabilités à court terme concernant les périodes prolongées de contraction de l'activité économique dans le futur.

L'hypothèse spécifique selon laquelle la dynamique du marché de l'immobilier résidentiel est capable de prévoir des périodes prolongées de contraction peut être formellement testée à l'aide d'un modèle logit en données de panel pour la zone euro⁸¹. D'après Kohlscheen

⁷⁹ Pour une vision complète de la littérature sur les cycles du logement et de l'activité, cf. Piazzesi (M.) et Schneider (M.), « *Housing and Macroeconomics* », *Handbook of Macroeconomics*, vol. 2B, 2016.

⁸⁰ Pour des informations sur le pouvoir prédictif de l'investissement résidentiel aux États-Unis, cf. Leamer (E.E.), « *Housing really is the business cycle: What survives the lessons of 2008-09?* », *Journal of Money, Credit and Banking*, supplément du vol. 47, n° 1, 2015.

⁸¹ L'échantillon recouvre un panel de huit grands pays entre le premier trimestre 1997 et le premier trimestre 2017. La sélection des pays a pour but de recenser les estimations économiquement significatives du point de vue de la zone euro au cours des vingt dernières années, ce qui exclut les pays relativement petits qui ont rejoint la zone à la fin des années 2000 ainsi que les (anciens) pays sous programme (Irlande, Grèce et Portugal). Les résultats pour les variables relatives au logement (investissement et prix) ne sont pas remis en question par l'inclusion de ces derniers pays.

et al. (2018)⁸², le modèle logit en données de panel régresse un indicateur binaire d'une période prolongée (au moins deux trimestres) de contraction du PIB en volume dans les quatre prochains trimestres sur (1) la pente de la courbe des rendements et (2) le nombre de trimestres où un taux de croissance trimestriel négatif a été enregistré sur le trimestre en cours et les trois trimestres précédents pour les deux indicateurs pertinents du marché de l'immobilier résidentiel⁸³. Afin d'évaluer le pouvoir prédictif de l'investissement résidentiel et des prix des logements, la dernière mesure est également appliquée à d'autres composantes du PIB : l'investissement non résidentiel, la consommation totale et le solde des échanges commerciaux⁸⁴.

Le modèle confirme que les variables relatives au marché de l'immobilier résidentiel ont une capacité statistiquement significative à prévoir des périodes prolongées de contraction dans le futur. Toutes les spécifications du tableau A confirment que la pente de la courbe des rendements – excepté lorsqu'elle est considérée isolément dans la colonne (1) – fournit des informations utiles pour prévoir le début d'une période prolongée de contraction⁸⁵. Les colonnes (2) et (3) montrent que l'investissement résidentiel et les prix des logements, respectivement, accroissent de manière significative le pouvoir prédictif du modèle (de 3 % à une fourchette de 16-18 %, ce qui est globalement conforme aux estimations présentées dans Kohlscheen et al., 2018, avec un modèle similaire). En outre, comme le montre la colonne (4) du tableau A, le fait de considérer les deux indicateurs simultanément améliore encore le pouvoir prédictif (jusqu'à 21 %). Les colonnes (5) et (6) montrent que la consommation totale a un pouvoir prédictif statistiquement significatif aussi bien lorsqu'elle est considérée isolément (tout comme l'investissement non résidentiel et le solde des échanges commerciaux, qui ne figurent pas dans le tableau) que lorsque toutes les composantes de la dépense sont prises en compte dans le modèle. La perte de pertinence statistique des prix des logements dans ce dernier modèle est probablement due à la corrélation de son contenu en information avec celui de la consommation, les baisses de prix des logements étant susceptibles de nuire à la confiance des consommateurs⁸⁶.

⁸² Kohlscheen (E.), Mehrota (A.) et Mihailjek (D.), « Residential investment and its role in economic activity: Evidence from the past five decades », *BIS Working Papers*, n° 726, 2018.

⁸³ Plusieurs études ont montré que la courbe des rendements considérée isolément était le meilleur outil de prédiction des récessions (par ex., Rudebusch (G.) et Williams (J.), « Forecasting recessions: the puzzle of the enduring power of the yield curve », *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 27, 2009, p. 492-503). Toutefois, des éléments plus récents ont remis en question la capacité de la pente de la courbe des rendements à prévoir des périodes prolongées de contraction, en raison d'un découplage des taux d'intérêt à court terme futurs par rapport à leur trajectoire attendue (par ex., Schrimpf (A.) et Wang (Q.), « A reappraisal of the leading indicator properties of the yield curve under structural instability », *International Journal of Forecasting*, vol. 26, 2010, p. 836-857). Ces écarts résultent probablement du risque de défaut – qui entraîne une pentification de la courbe des rendements avant une période prolongée de contraction – et de la mise en œuvre par la suite de politiques monétaires non conventionnelles – qui entraîne un aplatissement de la courbe des rendements avant une reprise.

⁸⁴ L'endogénéité est ensuite partiellement prise en compte par le décalage entre la variable dépendante et les variables indépendantes.

⁸⁵ L'absence de pertinence de la pente de la courbe des rendements en tant qu'outil de prévision considéré seul dans la colonne (1) peut être due à un biais d'omission de variable, auquel il est ensuite remédié (partiellement au moins) en introduisant de nouvelles variables de régression.

⁸⁶ Cf., par exemple, Campbell (J.) et Cocco (J.), « How do house prices affect consumption? Evidence from micro data », *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, 2007, p. 591-621.

Tableau A

Régressions logistiques relatives à la probabilité d'une période prolongée de contraction débutant dans les quatre prochains trimestres

(probabilité qu'une période prolongée de contraction démarre entre t+1 et t+4 (rapport de cotes logarithmique))

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Pente de la courbe des rendements (10 ans à 3 mois)	-0,199 (0,299)	-0,396* (0,238)	-0,454** (0,225)	-0,503** (0,246)	-0,688*** (0,200)	-0,737*** (0,256)
Investissement résidentiel réel		0,771*** (0,215)		0,549*** (0,142)		0,418*** (0,155)
Prix réels des logements			0,850*** (0,304)	0,505* (0,286)		0,429 (0,280)
Investissement non résidentiel réel						0,0394 (0,233)
Consommation totale réelle					0,988*** (0,260)	0,551*** (0,205)
Ratio du solde commercial						0,0200 (0,271)
Probabilité logarithmique	-359,3	-303,1	-311,9	-292,8	-314,8	-282,9
Pseudo R2	0,0285	0,180	0,156	0,208	0,149	0,235

Sources : Eurostat, OCDE et calculs de la BCE.

Notes : L'échantillon recouvre un panel équilibré d'observations sur la période T1 1997-T1 2017 pour l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Espagne, les Pays-Bas, la Belgique et la Finlande. La variable dépendante est un indicateur 0-1, qui prend la valeur 1 si une période prolongée de contraction (définie comme un trimestre au sein d'une période d'au moins deux trimestres consécutifs de croissance trimestrielle négative du PIB en volume) intervient à tout moment au cours des quatre prochains trimestres (et sinon 0). Toutes les variables indépendantes sont calculées comme le nombre de trimestres de taux de croissance trimestriel négatif des différentes variables d'origine durant le trimestre en cours et les trois trimestres précédents (excepté dans le cas du solde des échanges commerciaux rapporté au PIB, pour lequel c'est la variation trimestrielle qui est utilisée au lieu du taux de croissance), à l'exception de la pente de la courbe des rendements, qui correspond à la différence entre les rendements des emprunts publics à dix ans et à trois mois. Les prix des logements correspondent à l'indice des prix des logements divisé par l'IPCH total. Les régressions logit sont fondées sur une estimation en données de panel, les effets fixes et les erreurs type étant regroupés par pays. Les coefficients représentent le rapport de cotes logarithmique (*log odds ratio*). Les erreurs types figurent entre parenthèses. Les astérisques indiquent la pertinence statistique des coefficients aux seuils de confiance suivants : *** 1 %, ** 5 % et * 10 %. Les coefficients relatifs aux effets constants et fixes ne sont pas indiqués.

Les spécifications de modèle, notamment les variables relatives au marché de l'immobilier résidentiel, ne suscitent pas d'inquiétude significative quant à la viabilité d'une poursuite de l'expansion économique à court terme (cf. graphique A). Les paramètres estimés de la spécification de modèle, notamment la pente de la courbe des rendements, l'investissement résidentiel et les prix des logements (colonne (4) du tableau A), s'appliquent aux données agrégées de la zone euro entre le premier trimestre 1997 et le premier trimestre 2018. Il est alors possible de générer des probabilités ajustées de périodes prolongées de contraction à l'horizon de quatre trimestres jusqu'au premier trimestre 2017 – à comparer avec les périodes effectives de récession économique – et des probabilités prévisionnelles du deuxième trimestre 2017 au premier trimestre 2018 – afin de produire des prévisions tirées du modèle. Comparé à la probabilité de 30 % avant le début de la crise financière en 2008 et à celle de 20 % avant le début de la crise de la dette souveraine en 2011, la probabilité prévisionnelle d'une période prolongée de contraction débutant dans les quatre prochains trimestres est très faible (3 % environ) au premier trimestre 2018⁸⁷. Point important, les deux périodes prolongées de contraction observées au cours des vingt dernières années ont été précédées de probabilités issues du modèle de 20 % au moins, bien que des probabilités de même grandeur aient été observées sans être suivies d'une contraction.

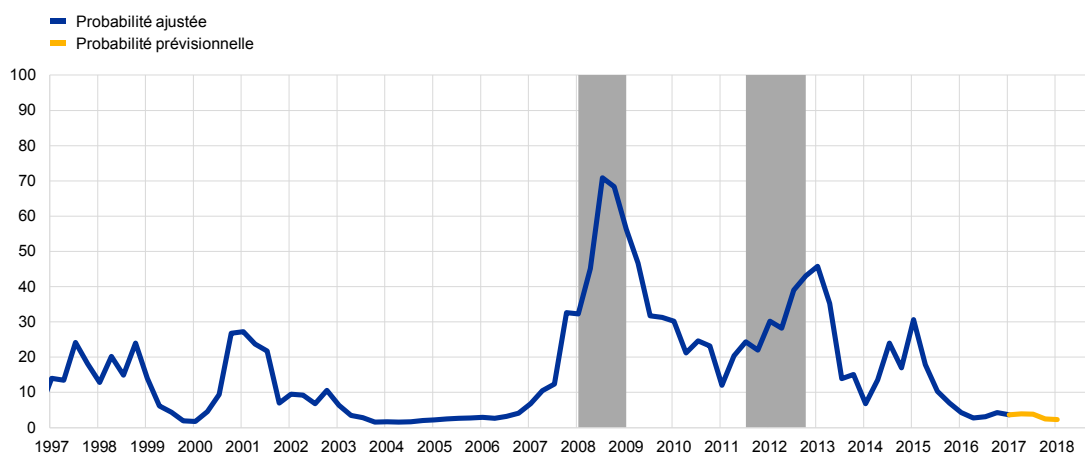
⁸⁷ Par rapport aux résultats obtenus avec les variables du marché de l'immobilier résidentiel uniquement, l'introduction de l'ensemble des variables – comme dans le modèle de la colonne (7) du tableau A – produirait des résultats comparables, avec une probabilité plus faible (30 % environ) de période prolongée de contraction avant le deuxième trimestre 2008, une probabilité plus élevée (également 30 % environ) avant le quatrième trimestre 2011 et une probabilité globalement similaire (2 % environ) au premier trimestre 2018.

Dans l'ensemble, les variables relatives au marché de l'immobilier résidentiel contribuent de manière significative à prévoir des contractions économiques imminentes, au-delà de ce que permet de déduire la pente de la courbe des rendements. En revanche, ces variables ne peuvent à elles seules prévoir entièrement les contractions économiques futures ; d'autres variables, telles que des variables financières, sont susceptibles d'améliorer encore leur pouvoir prédictif. Au stade actuel, l'analyse présentée dans cet encadré ne suscite pas de crainte significative d'une contraction économique imminente résultant de la dynamique du marché de l'immobilier résidentiel.

Graphique A

Probabilités ajustée et prévisionnelle d'une période prolongée de contraction dans la zone euro débutant dans les quatre prochains trimestres, sur la base de l'investissement résidentiel et des prix des logements

(en pourcentage)



Sources : Eurostat, OCDE et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique retrace les probabilités ajustée et prévisionnelle d'une période prolongée de contraction dans la zone euro débutant dans les quatre prochains trimestres, à l'aide des paramètres estimés grâce au modèle logit en données de panel, avec les données relatives à l'investissement résidentiel et les prix des logements dans huit grands pays de la zone euro sur la période T1 1997-T1 2017, correspondant à la colonne (3) du tableau A. Les probabilités ajustée et prévisionnelle sont ensuite obtenues en appliquant les paramètres estimés aux données agrégées pour la zone euro sur les périodes T1 1997-T1 2017 et T2 2017-T1 2018, respectivement. Les zones ombrées représentent les périodes prolongées de contraction, définies comme des périodes d'au moins deux trimestres consécutifs de croissance trimestrielle négative du PIB en volume.

3 Les facteurs d'offre et de demande à l'origine de l'état actuel du marché de l'immobilier résidentiel

Les prix des logements et l'investissement résidentiel peuvent être considérés, dans un contexte plus large, comme les résultats de l'interaction entre facteurs d'offre et facteurs de demande. Ces facteurs sous-jacents peuvent donc apporter un éclairage supplémentaire sur l'état du marché de l'immobilier résidentiel. Toutefois, les indicateurs correspondants sont rares, ils présentent souvent un retard et ne permettent pas toujours de déterminer facilement si les informations fournies concernent explicitement la demande ou l'offre. La présente section adopte une approche sélective pour examiner certains de ces indicateurs.

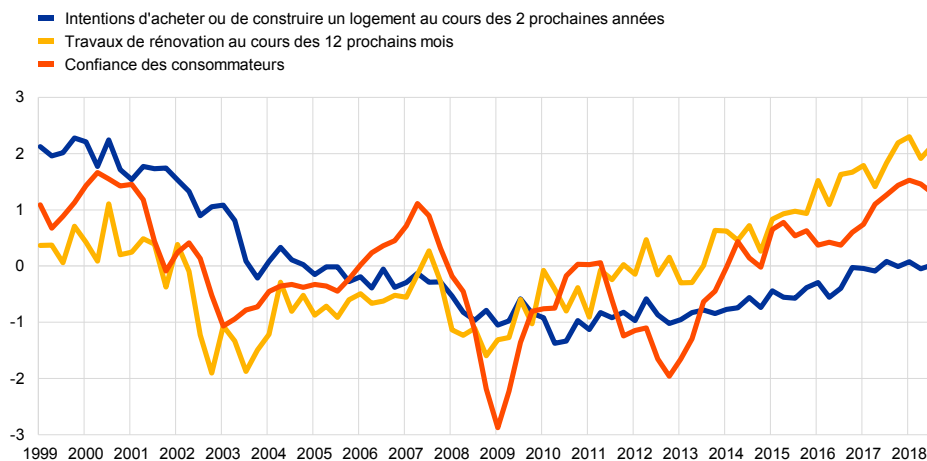
3.1 Facteurs de demande

Les indicateurs tirés des enquêtes menées auprès des consommateurs font état d'une hausse persistante de la demande de logements. Durant la phase actuelle de redressement du cycle des logements, le nombre de participants à l'enquête ayant l'intention de rénover ou d'acheter un logement a progressivement augmenté dans la zone euro ainsi que dans la grande majorité des pays de la zone (cf. graphique 4). Ainsi, les dernières données suggèrent que la demande de logements – en termes aussi bien de stocks que de flux (investissement) – est toujours en hausse. Pour l'ensemble de la zone euro, l'intention de procéder à des travaux de rénovation du logement a été proche d'un point haut historique mi-2018, tandis que l'intention d'acquérir ou de construire un logement a augmenté plus faiblement, demeurant très inférieure aux pics enregistrés avant la crise. Dans la mesure où les indicateurs du sentiment lié au logement se sont améliorés de façon plus modérée, dans l'ensemble, que la confiance globale des consommateurs, les données ne semblent pas indiquer un risque de demande exubérante. Les intentions d'acquérir ou de construire un logement reflètent une combinaison de facteurs conjoncturels et structurels. À titre d'exemple, l'encadré 2 aborde le sujet de l'accès à la propriété.

Graphique 4

Données tirées d'enquêtes dans la zone euro comme indicateurs de la demande de logements

(soldes en pourcentage normalisés)



Sources : Commission européenne et calculs de la BCE.

Notes : Les données sont normalisées avec une moyenne de zéro et un écart type de un à compter du premier trimestre 1999.

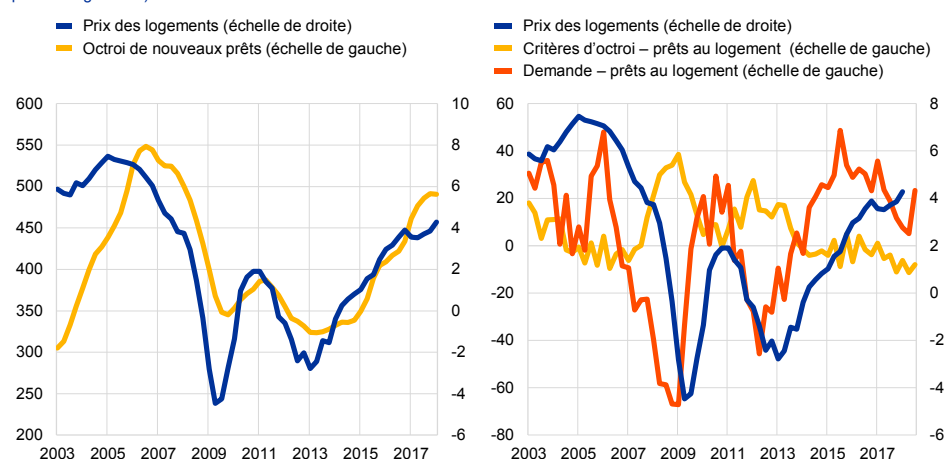
La hausse de la demande de logements a été soutenue par les évolutions des revenus et des conditions de financement. La reprise actuelle de l'immobilier résidentiel dans la zone euro est intervenue sur fond de progression du revenu disponible réel. En outre, les conditions de financement sont restées favorables, ainsi que le reflètent les taux d'intérêt composites des prêts au logement qui ont diminué de plus de 130 points de base depuis 2013 et l'assouplissement des critères d'octroi. Ces évolutions ont suscité une hausse de la demande de prêts au logement et un renforcement substantiel des nouveaux prêts hypothécaires (cf. graphique 5). La progression des prêts au logement, nets des remboursements, a été plutôt modérée

et cela donne à penser que la reprise du marché de l'immobilier résidentiel s'est accompagnée de hausses plus modérées de l'endettement hypothécaire. Toutefois, les octrois de prêts bruts suggèrent que la disponibilité des crédits destinés à l'achat ou à la construction de logements est plus que suffisante⁸⁸. En l'espèce, la croissance de l'octroi de nouveaux prêts hypothécaires dans la zone euro a été davantage synchronisée avec la croissance des prix de l'immobilier résidentiel. Du point de vue des différents pays, l'octroi de nouveaux prêts se situe à des niveaux historiquement élevés en Allemagne et en France, est proche de sa moyenne historique en Italie, et reste modéré Espagne.

Graphique 5

Prix de l'immobilier résidentiel, octroi de nouveaux prêts, critères d'octroi et demande de prêts au logement dans la zone euro

(partie gauche : variations en pourcentage, flux cumulés sur 12 mois en milliards d'euros ; partie droite : variations en pourcentage, pourcentages nets)



Sources : Calculs de la BCE (enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro) à partir de données nationales.
Notes : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2018 pour l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (juillet 2018) et au premier trimestre 2018 pour l'octroi de nouveaux prêts et les prix de l'immobilier résidentiel.

La demande de logements a probablement été soutenue également par des motifs d'investissement. L'attrait relatif du logement en tant que catégorie d'investissement s'est accru lors de la reprise récente de l'immobilier résidentiel. Les estimations du rendement des investissements liés au logement sont entourées d'une très grande incertitude mais suggèrent une hausse de l'attrait relatif de l'investissement dans l'immobilier résidentiel par rapport aux autres catégories d'actifs – comme les emprunts publics, les dépôts et les actions – depuis 2013 (cf. graphique 6)⁸⁹. Les investisseurs privés et institutionnels, actifs tant au niveau domestique que mondial, en quête de rendements peuvent avoir ainsi contribué à une

⁸⁸ Pour une analyse, cf. l'encadré intitulé « Évolutions de l'octroi de nouveaux prêts hypothécaires dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2018.

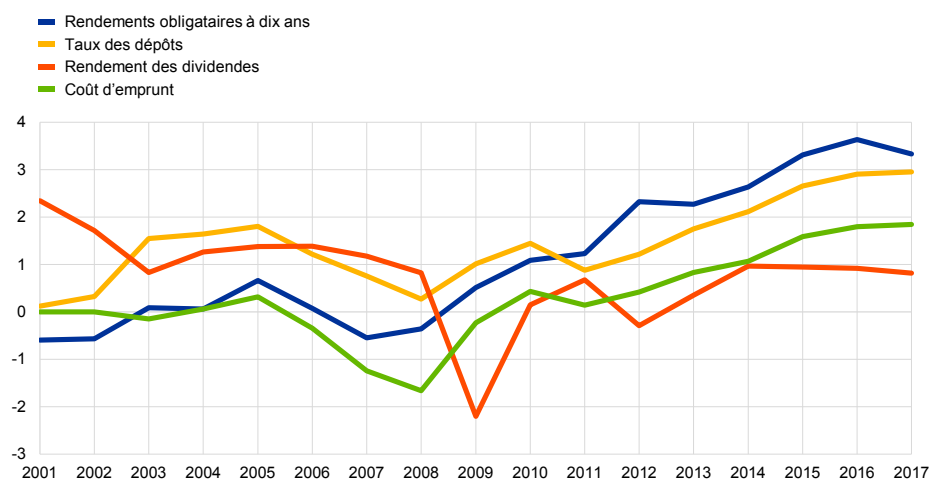
⁸⁹ La première estimation – le rendement locatif brut – est calculée par le ratio des loyers effectifs et imputés rapportés au stock de capital immobilier résidentiel brut et est conçue comme une mesure macroéconomique large du rendement locatif. La deuxième estimation du rendement de l'immobilier résidentiel provient de la base de données de recherche trimestrielles (*Quarterly Research Database*) de MSCI et reflète les portefeuilles immobiliers résidentiels des investisseurs institutionnels. Ces portefeuilles sont principalement destinés à des investissements sur les marchés *prime* ou *close-to-prime*, un secteur dont la dynamique est vraisemblablement différente de celle de l'ensemble du marché résidentiel ; cette estimation couvre donc un champ plus étroit.

demande de logements supplémentaire ⁹⁰. Cette quête s'exprime notamment par des réaménagements de portefeuille et des flux orientés vers les fonds immobiliers, qui ont augmenté régulièrement dans l'ensemble de la zone euro depuis début 2013, ainsi qu'en part de l'investissement immobilier résidentiel (cf. graphique 7). Bien que trop faibles en termes de taille pour expliquer les variations importantes de la demande globale de biens immobiliers (dont une part pourrait également concerner l'immobilier commercial ou des juridictions hors zone euro), ces fonds peuvent néanmoins indiquer une demande de logements supplémentaire à des fins d'investissement.

Graphique 6

Rendement des investissements liés au logement dans la zone euro par rapport aux autres catégories d'actifs et au coût d'emprunt

(en pourcentage annuel)



Sources : Eurostat, MCSI, DataStream, BCE et calculs de la BCE.

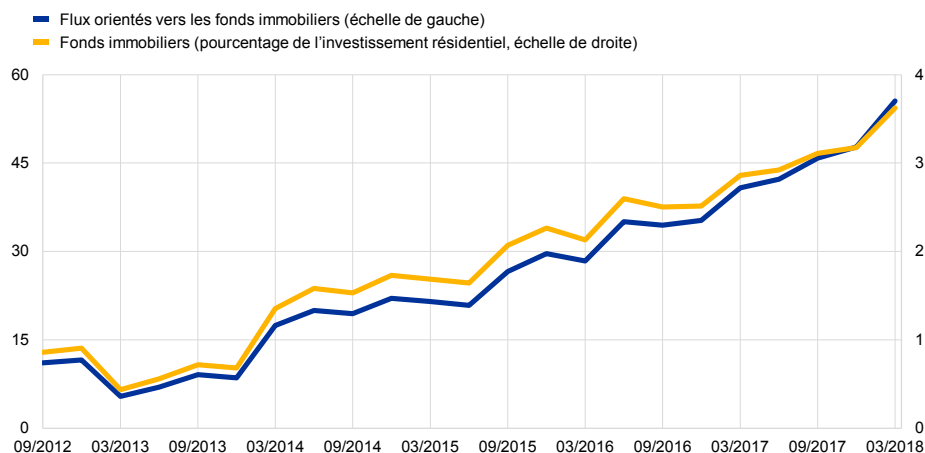
Notes : Le graphique illustre les rendements relatifs calculés par la différence entre le rendement des investissements en actifs liés au logement et les rendements des autres catégories d'actifs (dépôts, obligations et actions). Le rendement de l'immobilier résidentiel est calculé par la moyenne de deux estimations : le rendement locatif brut et le rendement du logement. Le taux des dépôts se rapporte aux dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans libellés en euros. Le rendement des dividendes représente le rendement des investissements en actions. Le coût d'emprunt se rapporte au taux d'intérêt composite sur les prêts au logement selon les différentes périodes de fixation du taux d'intérêt, pondéré par une moyenne mobile sur vingt-quatre mois des volumes de contrats nouveaux.

⁹⁰ Cf. le chapitre 3 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde, FMI, avril 2018, qui décrit une hausse des investissements immobiliers des sociétés de capital-investissement et des fonds d'investissement immobilier dans les économies avancées. C'est ce que confirme également la forte augmentation de la taille du marché de la gestion professionnelle des investissements immobiliers au niveau mondial et dans plusieurs pays de la zone euro en 2017, le marché allemand supplantant celui de la Chine au quatrième rang mondial. Pour une analyse, cf. « *Real Estate Market Size 2017* », MCSI, juin 2018.

Graphique 7

Flux orientés vers les fonds immobiliers

(flux sur 12 mois en milliards d'euros ; pourcentages)



Sources : Eurostat, statistiques de bilan des fonds d'investissement de la BCE et calculs de la BCE.

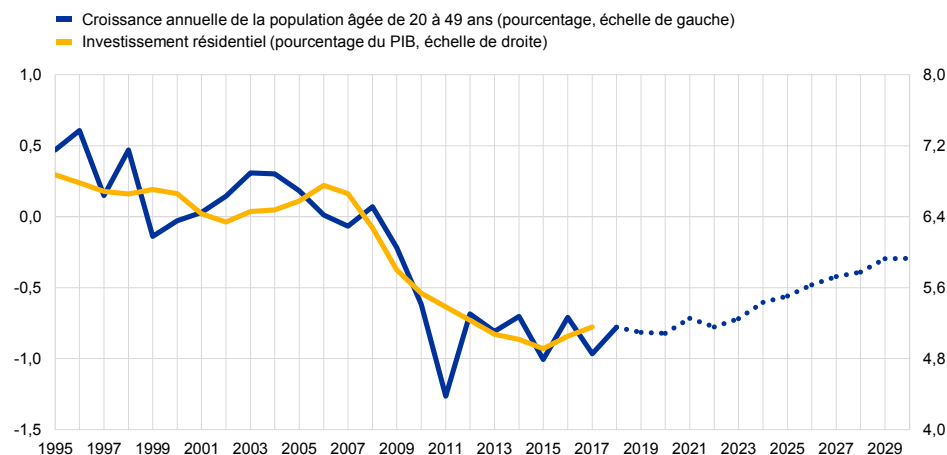
Dans une perspective plus longue, les facteurs conjoncturels positifs de la demande de logements peuvent avoir été atténués par des facteurs structurels tels que la démographie. Depuis 1995, le ralentissement du taux de croissance de la population âgée de 20 à 49 ans, qui représente une cohorte importante en termes de demande de logements, peut contribuer à expliquer la diminution de la part de l'investissement résidentiel dans le PIB de la zone euro et pourrait avoir accentué la forte baisse conjoncturelle de l'investissement résidentiel après le début de la crise (cf. graphique 8). À plus long terme, les projections de croissance de la tranche d'âge des 20 à 49 ans de la population de la zone euro semblent indiquer que ce facteur structurel de ralentissement s'atténuera au cours des prochaines années, laissant une plus large place aux forces conjoncturelles positives actuelles pour alimenter la demande d'investissements résidentiels (en part du PIB). Sur plus longue période, la relation entre le taux de croissance de la population âgée de 20 à 49 ans et l'investissement résidentiel est observée également au niveau des différents pays ⁹¹.

⁹¹ Monnet (E.) et Wolf (C.), « *Demographic Cycle, Migration and Housing Investment* », *Journal of Housing Economics*, vol. 38, 2017, p. 38-49. À l'échelle de la zone euro, les données ne sont disponibles que depuis 1995, tandis que Monnet et Wolf (2017) ont effectué des estimations au niveau des pays depuis 1980. Soulignant la forte cyclicité du taux de croissance de la population âgée de 20 à 49 ans, ils montrent que la demande de logements est mieux mesurée si l'on observe uniquement l'évolution du groupe d'âge correspondant à la formation de ménages, tous les autres groupes d'âge étant maintenus constants.

Graphique 8

Croissance de la population et investissement résidentiel dans la zone euro

(en points de pourcentage, moyenne annuelle)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : À partir de 2018, la croissance de la tranche de population âgée de 20 à 49 ans est fondée sur des projections d'Eurostat. Le ratio de l'investissement résidentiel rapporté au PIB est mesuré en termes réels.

Encadré 2

Explication des ratios de propriétaires occupants reposant sur des données individuelles

Julien Le Roux

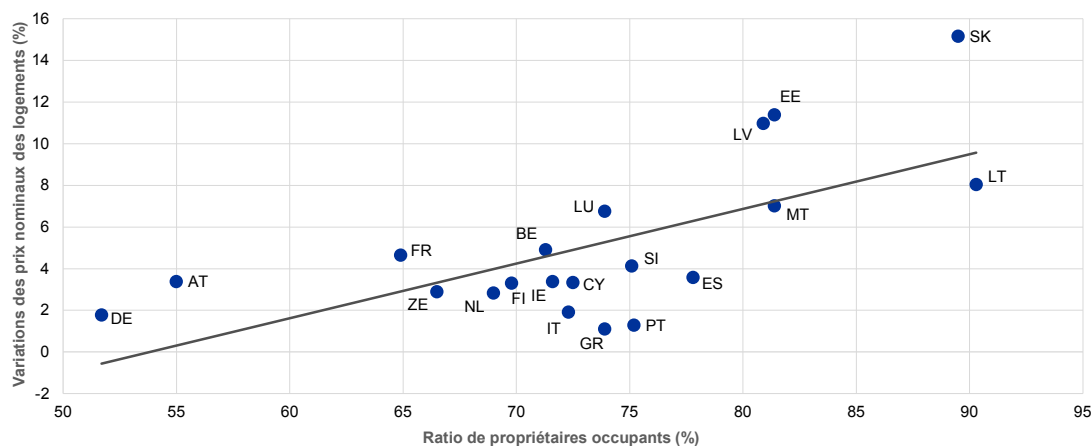
Le degré d'occupation des logements par leurs propriétaires peut être un facteur structurel déterminant la demande de logements et par conséquent l'évolution des prix des logements.

Par exemple, des effets de richesse associés à la possession d'un logement peuvent stimuler la croissance économique et, par là même, les prix des logements. De plus, les propriétaires occupants peuvent utiliser leurs plus-values en capital pour acheter un bien de valeur supérieure sur le marché immobilier, dopant de ce fait la dynamique des prix de l'immobilier. Plus le ratio de propriétaires occupants est élevé, plus grand est le potentiel d'accroissement de la dynamique, de la volatilité et du caractère excessif des évolutions des prix des logements. Une relation indicative, n'expliquant pas toutes les causes, est celle qui relie le niveau du ratio de propriétaires occupants à la croissance moyenne des prix du logement dans les différents pays de la zone euro (cf. graphique A). Cet encadré analyse les principaux déterminants du taux de propriétaires occupants reposant sur des données individuelles.

Graphique A

Variations des prix nominaux des logements et ratio de propriétaires occupants par pays

(abscisses : ratio de propriétaires occupants en 2016 ; ordonnées : moyenne annuelle des variations des prix nominaux des logements sur la période 2000-2017)



Sources : Statistiques de l'UE sur le revenu et les conditions de vie (EU-SILC) et calculs de la BCE.

Notes : Les variations du ratio de propriétaires occupants semblent découler d'un processus lent : de 2010 à 2016, ce taux est revenu de 66,8 % à 66,4 % à l'échelle de la zone euro. Dès lors, il reste significatif d'observer uniquement le taux de propriétaires occupants.

Les résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur les finances et la consommation des ménages indiquent que les caractéristiques spécifiques des ménages et les caractéristiques structurelles sont au même titre des déterminants importants du taux de propriétaires occupants⁹². Ils indiquent que la probabilité d'être propriétaire de sa résidence principale est liée positivement à l'âge des ménages, au fait d'avoir hérité auparavant, à celui d'être marié et d'avoir des enfants, et au patrimoine net. En outre, les ménages ayant connu une période passée de plus forte hausse globale des prix à la consommation sont davantage susceptibles d'être propriétaires de leur logement. Ce raisonnement vaut également si l'on considère la hausse globale des prix des logements et il peut être rapproché du désir de se prémunir contre l'inflation et d'acquérir des actifs réels. De plus, le bas niveau des taux d'intérêt hypothécaires réels observé par le passé est également incitatif pour devenir propriétaire, mais seulement pour les ménages qui ont connu les coûts d'emprunt les plus élevés. En résumé, ces résultats sont globalement conformes aux conclusions de la littérature⁹³.

Globalement, les données individuelles peuvent contribuer utilement à l'analyse des évolutions du logement, dans la mesure où elles apportent des informations complémentaires aux données macroéconomiques. C'est généralement d'autant plus le cas que l'évolution des prix des logements a été affectée par des facteurs structurels. Tandis que les indicateurs agrégés suffisent pour estimer les facteurs conjoncturels, ainsi qu'il est montré dans les sections 2 et 3 du présent article, les caractéristiques structurelles sont mieux analysées sur la base de données individuelles. Une des caractéristiques structurelles du marché de l'immobilier résidentiel

⁹² L'enquête sur les finances et la consommation des ménages recueille des données au niveau des ménages sur les actifs, les passifs, les revenus et la consommation. Cette enquête est réalisée par des statisticiens et des économistes appartenant au Système européen de banques centrales et à plusieurs instituts nationaux de statistiques. La première campagne d'enquête a été menée en 2010 et 2011 et la deuxième campagne entre 2013 et 2015 (la troisième campagne est en cours).

⁹³ Arrondel (L.) et al., « Comment les ménages répartissent-ils leurs actifs ? Faits stylisés issus de l'enquête de l'Eurosystème sur les finances et la consommation des ménages », BCE, 2016. Malmendier (U.) et Steiny (A.), « Rent or buy? The role of lifetime experiences of macroeconomic shocks within and across countries », Working Paper Series, UC Berkeley, janvier 2017.

est la propriété du logement occupé, une préférence qu'il est important de comprendre pour évaluer les perspectives de ce marché. Au cours des prochaines années, avec le vieillissement de la population et à mesure de l'évolution au fil du temps des conditions macroéconomiques passées, la propriété du logement pourrait subir des changements dans les différents pays, avec des incidences sur les marchés de l'immobilier résidentiel.

Tableau A

Effets marginaux moyens d'une régression probit des taux de propriétaires occupants dans les pays de la zone euro

(Probabilité marginale d'être propriétaire de sa résidence principale, comparée avec un scénario de référence [expliqué entre crochets])

	Caractéristiques individuelles	Spécificités structurelles du pays
Âge [référence : < à 40 ans]		
40 à 64 ans.	0,117*** (0,035)	0,110*** (0,010)
65 ans et plus	0,171*** (0,022)	0,125*** (0,011)
Type de ménage [référence : célibataire]		
>= 2 adultes, sans enfants	0,109*** (0,016)	
Monoparental	-0,007 (0,017)	
>= 2 adultes avec enfants	0,143*** (0,026)	
Héritage [référence : pas d'héritage important]		
Héritage important	0,050** (0,016)	
Patrimoine net [référence : < 60 % du patrimoine médian]		
> 60 % du patrimoine médian	0,470*** (0,017)	0,507*** (0,007)
Hausse observée des prix à la consommation [référence : du 1er au 3e quintile]		
4e et 5e quintiles		0,011*** (0,000)
Variation observée des prix réels des logements [référence : du 1er au 3e quintile]		
4e et 5e quintiles		0,047*** (0,005)
Taux d'intérêt hypothécaires réels observés [référence : du 1er au 3e quintile]		
4e et 5e quintiles		-0,030*** (0,007)
Nombre de ménages	74 773	71 257
Pseudo R2	0,347	0,306

Sources : Réseau sur le patrimoine et la consommation des ménages 2016 et calculs de la BCE, à partir de 18 des 19 pays de la zone euro. Les données sont manquantes pour la Lituanie.

Notes : Les erreurs types sont entre parenthèses. Les astérisques indiquent la signification statistique des coefficients aux seuils suivants : *** 1 %, ** 5 % et * 10 %. Les régressions sont réalisées au niveau des ménages et intègrent des effets fixes par pays pour lesquels les estimations ne sont pas présentées. L'âge correspond à l'âge de la personne de référence du ménage. À partir de cet âge et de la date de l'entretien, on peut reconstituer l'inflation, les prix réels du logement, les taux hypothécaires, la réglementation et les régimes fiscaux observés au long de la vie de chaque ménage. Les ménages sont finalement regroupés par quintiles, en fonction du degré d'expérience moyenne passée pour les différentes variables. L'effet marginal moyen donne l'incidence sur la probabilité de modification des variables explicatives : sur la ligne supérieure du tableau correspondant à l'âge, 0,117 signifie que la probabilité d'être propriétaire augmente de 0,117 pour la cohorte des personnes âgées de 40 à 64 ans par rapport à celle des moins de 40 ans.

3.2 Les facteurs d'offre

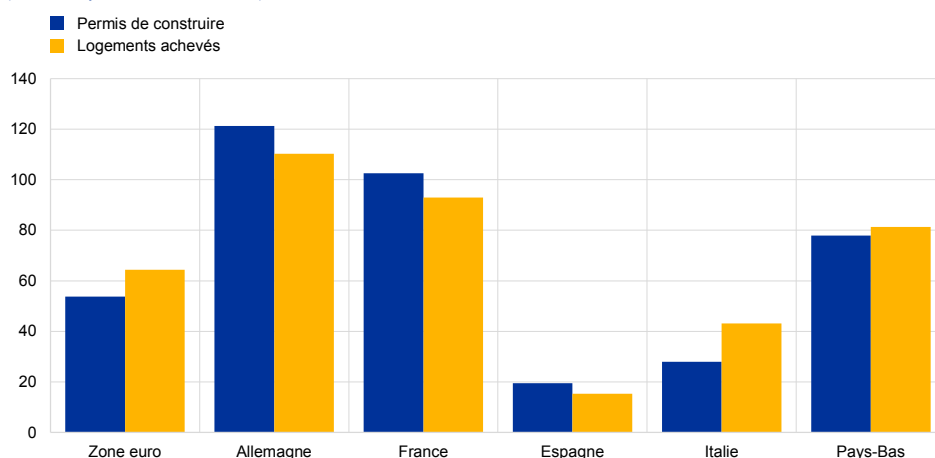
Cette section analyse le profil de l'évolution du volume de logements ces dernières années et la mesure dans laquelle il existe des facteurs limitant l'offre de logements.

Le nombre de logements achevés dans la zone euro est resté nettement au-dessous de son niveau moyen observé depuis le démarrage de l'Union monétaire. Cet indicateur peut être vu comme une mesure du nombre de nouveaux logements mis sur le marché. En Allemagne et en France, ce flux s'est approché récemment des niveaux moyens observés depuis le démarrage de l'Union monétaire, tandis qu'en Espagne, en Italie et, dans une moindre mesure, aux Pays-Bas, il est resté modéré (cf. graphique 9). Dans le même temps, les délivrances de permis de construire, qui sont une condition nécessaire – mais non suffisante – pour construire un logement, ont augmenté plus fortement que le nombre de logements achevés dans un certain nombre de grands pays de la zone euro. Puisque les contraintes pesant sur l'offre liées à un manque de permis de construire semblent s'être réduites, on devrait assister à des hausses de l'activité d'investissement résidentiel et de l'offre de nouveaux logements.

Graphique 9

Logements achevés et permis de construire dans la zone euro et dans les grands pays de la zone euro : dernières données disponibles

(indice : moyenne 1999-2017 = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Faut de données récentes relatives aux logements achevés, par souci de comparabilité entre pays, les permis de construire et les logements achevés se rapportent à la même année dans chaque pays, soit 2017 pour l'Allemagne et l'Espagne et 2016 pour les autres pays et l'agrégation à l'échelle de la zone euro

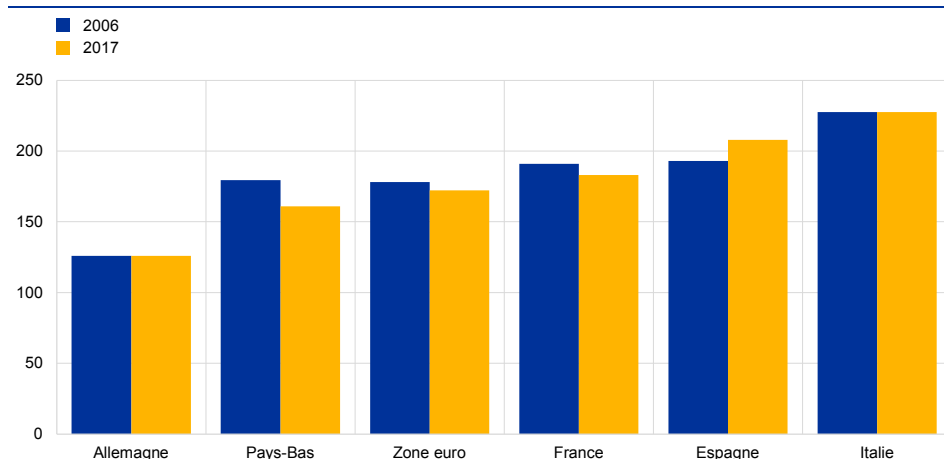
Le manque de permis de construire peut représenter une contrainte pesant sur l'offre de logements. Dans les centres-villes en particulier, le nombre de permis de construire délivrés peut ne pas suffire à répondre à la demande réelle en raison de la rareté des terrains à bâtir. Un nombre de permis de construire relativement faible peut alors constituer une limite à l'offre de logements neufs. Dans les centres-villes, où la disponibilité des terrains est limitée, la concurrence pour de rares permis de construire peut être aggravée par la demande d'investisseurs qui sont intéressés par la construction d'immeubles commerciaux, et qui – d'après des données empiriques – semblent actuellement préférer les zones urbaines. Cependant,

l'insuffisance des données empêche de tirer des conclusions définitives⁹⁴. La notion de contraintes d'offre locales est confortée par une plus forte hausse des prix dans les capitales par rapport à la moyenne des pays correspondants pendant la reprise actuelle du marché de l'immobilier résidentiel⁹⁵.

À court terme, l'offre de logements peut aussi être limitée par le délai nécessaire à l'obtention des permis de construire. Des limitations administratives – comme le temps nécessaire pour obtenir un permis de construire – sont un des principaux facteurs affectant l'élasticité de l'offre de logements en réponse à la demande⁹⁶. Par conséquent, lorsque la demande de logements se redresse, on pourrait s'attendre à constater d'abord une hausse relativement plus forte des prix des logements que de leur nombre, mesuré par l'investissement résidentiel. À titre d'illustration, en 2017, une entreprise de bâtiment devait attendre quelque 126 jours pour obtenir un permis de construire en Allemagne, contre 228 jours en Italie et 208 jours en Espagne (cf. graphique 10).

Graphique 10

Nombre de jours pour obtenir un permis de construire dans la zone euro et dans les grands pays de la zone euro



Sources : « *Doing Business 2018 – Reforming to create jobs* » de la Banque mondiale et BCE.

Note : L'agrégation à l'échelle de la zone euro est une moyenne pondérée (avec les poids de PIB) de 18 pays de la zone euro (les données de Malte ne sont pas disponibles).

Un autre facteur susceptible d'avoir limité l'offre de logements est une pénurie de main-d'œuvre dans le secteur de la production dans la construction.

⁹⁴ En Allemagne, le stock d'appartements est détenu à 43 % par des propriétaires commerciaux professionnels (dont les investisseurs institutionnels) et à 42 % par de petits propriétaires privés, 15 % seulement étant occupés par leurs propriétaires (*European Public Real Estate Association*). Des données ponctuelles font état d'un rôle croissant des investisseurs institutionnels, qui absorbent également l'offre de nouveaux appartements mis sur le marché.

⁹⁵ Pour une analyse, cf. l'encadré 3 intitulé « *Residential real estate prices in capital cities: a review of trends* », *Financial Stability Review*, BCE, mai 2017, qui montre qu'au deuxième trimestre 2016, le rythme de la hausse des prix de l'immobilier résidentiel dans une sélection de villes de la zone euro a dépassé celui des moyennes nationales correspondantes de 3,7 points de pourcentage.

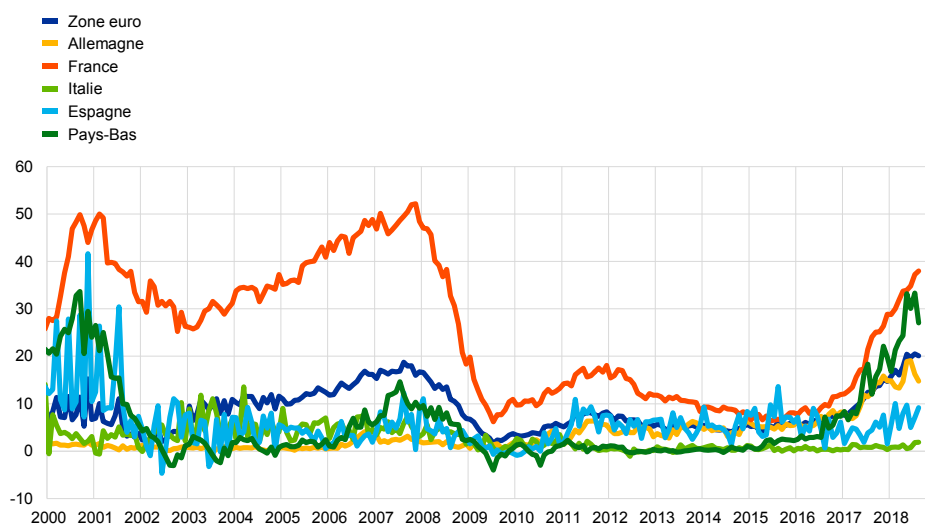
⁹⁶ Outre la réglementation foncière et plusieurs autres facteurs tels que les coûts de construction, la disponibilité du crédit, les conditions météorologiques, etc., différents facteurs géographiques et profils historiques ont également été reconnus affecter les élasticités de l'offre de logements. Par exemple, la répartition des usages préexistants des terrains a une importance en ce qui concerne les élasticités de l'offre locale et agrégée, ainsi que le montrent Ball (M.), Meen (G.) et Nygaard (C.), « *Housing supply price elasticities revisited: Evidence from international, national, local and company data* », *Journal of Housing Economics*, vol. 19(4), 2010, p. 255-268.

Les données d'enquêtes relatives au pourcentage d'entreprises du secteur de la construction faisant état de contraintes pesant sur la production en raison d'un manque de travailleurs donnent à penser que les pénuries de main-d'œuvre ont commencé à devenir un problème durant la reprise actuelle du marché de l'immobilier résidentiel. Le pourcentage d'entreprises citant la main-d'œuvre comme facteur limitant la production a été multiplié par quatre dans la zone euro au long des trois dernières années, passant de près de 5 % au troisième trimestre 2015 à plus de 20 % au troisième trimestre 2018 (cf. graphique 11). Parmi les cinq principales économies de la zone euro, ces évolutions ont été plus marquées en Allemagne, en France et aux Pays-Bas.

Graphique 11

La main-d'œuvre comme facteur limitant la production dans la construction dans la zone euro et dans les grands pays de la zone euro

(pourcentage des déclarants ; données corrigées des variations saisonnières)



Source : Enquête de la Commission européenne (DG-ECFIN) relative à la construction

Notes : Un certain nombre d'observations sont négatives en raison de la correction des variations saisonnières des données. Ces observations sont présentées pour illustrer la véritable évolution des pénuries de main-d'œuvre.

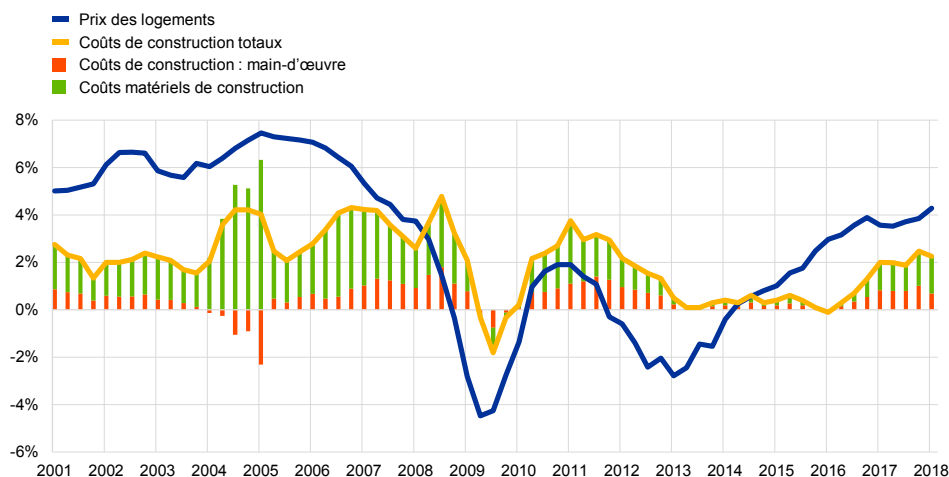
Les pénuries de main-d'œuvre peuvent affecter les prix sur le marché de l'immobilier résidentiel de différentes manières.

D'une part, les pénuries peuvent entraîner des hausses graduelles des salaires dans le secteur de la construction qui, dans une situation où la demande est suffisante, seront ensuite répercutées sur les prix à la production dans la construction. D'autre part, les pénuries peuvent limiter ou retarder l'offre de logements neufs par rapport à la demande et entraîner ensuite une hausse des prix des logements qui n'est pas nécessairement associée à une augmentation des prix à la production dans la construction. Jusqu'à présent, la forte hausse des coûts de construction depuis 2014 a été de plus en plus alimentée par la hausse des coûts de main-d'œuvre (malgré leur plus faible pondération dans l'indice global), faisant état d'un accroissement des pénuries de main-d'œuvre, et a été accompagnée par une grande vigueur de la croissance des prix des logements, signalant une demande soutenue (cf. graphique 12).

Graphique 12

Prix des logements et coûts de construction

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : L'indice du coût de la construction se rapporte aux nouveaux immeubles résidentiels à l'exclusion des résidences communautaires. Les coûts des matériaux de construction recouvrent tous les coûts de construction hors main-d'œuvre, comportant les matériaux (qui sont généralement la majeure partie), ainsi que les honoraires d'architectes, les frais juridiques et les autres frais.

3.3 L'importance relative de la demande et de l'offre de logements

Évaluer l'importance relative des facteurs de demande et d'offre de logements est intrinsèquement difficile, les données se rapportant essentiellement à des résultats d'équilibre. Par exemple, la hausse des prix des logements peut refléter un accroissement de la demande ou une diminution de l'offre de logements. Tenant compte de cette remarque, la présente sous-section examine les données d'enquêtes disponibles et des résultats fondés sur des modèles pour évaluer la contribution relative des facteurs d'offre et de demande à la situation des marchés de l'immobilier résidentiel de la zone euro.

Les données d'enquêtes soulignent l'importance relative croissante des facteurs d'offre dans la détermination de la dynamique des prix et de l'investissement sur le marché du logement. La proportion d'entreprises du bâtiment ⁹⁷ faisant état de contraintes pesant sur leur production a oscillé entre 50 % et 60 % depuis 2014. Toutefois, la composition des contraintes déclarées du côté de la demande et de l'offre a fortement varié : la proportion d'entreprises faisant état d'une insuffisance de la demande comme facteur limitant la production a nettement baissé, soit une évolution inverse de celle des entreprises faisant état de contraintes du côté de l'offre (cf. graphique 13). Récemment, on a constaté une hausse de quelque 10 points de pourcentage du nombre de réponses faisant état de contraintes limitant la production du côté de l'offre plutôt que du côté de la demande. Cela indique

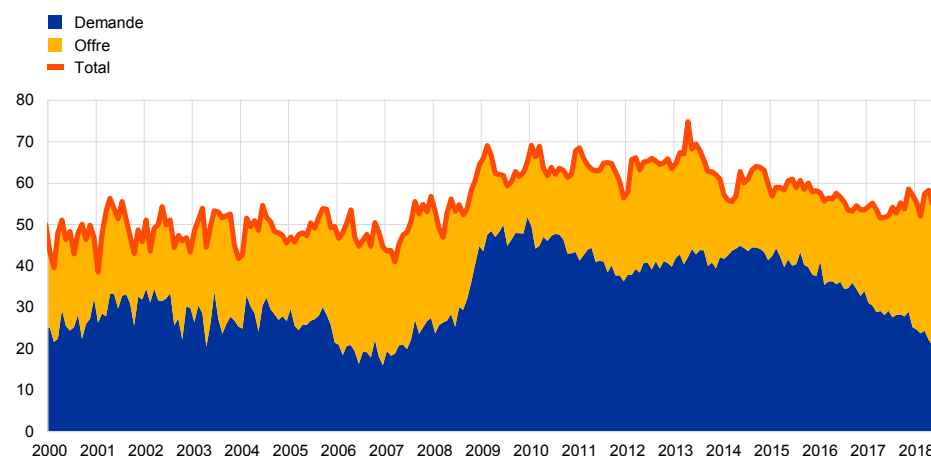
⁹⁷ L'échantillon de l'enquête de la Commission européenne relative à la construction comprend également des entreprises ayant des activités dans les domaines de l'immobilier commercial et du génie civil. Toutefois, les facteurs affectant la production dans le secteur de la construction résidentielle étant similaires à ceux affectant l'ensemble du secteur de la construction, l'enquête apporte des informations sur les facteurs affectant la production dans le secteur de l'immobilier résidentiel.

que les contraintes pesant sur la production des entreprises du secteur de la construction proviennent récemment pour l'essentiel du côté de l'offre. Ces informations sont confirmées à la lumière d'un modèle stylisé associant investissement résidentiel et prix des logements (cf. l'encadré 3).

Graphique 13

Facteurs limitant la production dans la construction dans la zone euro

(pourcentage des déclarants, données corrigées des variations saisonnières)



Sources : Enquête de la Commission européenne (DG-ECFIN) relative à la construction

Notes : La demande se rapporte au pourcentage de réponses faisant état d'une insuffisance de la demande en tant que facteur limitant la production. L'offre se rapporte au pourcentage de participants n'ayant cité ni l'insuffisance de la demande ni l'absence de contraintes (c'est-à-dire cent moins le pourcentage de participants ayant cité l'absence de contraintes moins le pourcentage de participants ayant cité l'insuffisance de la demande).

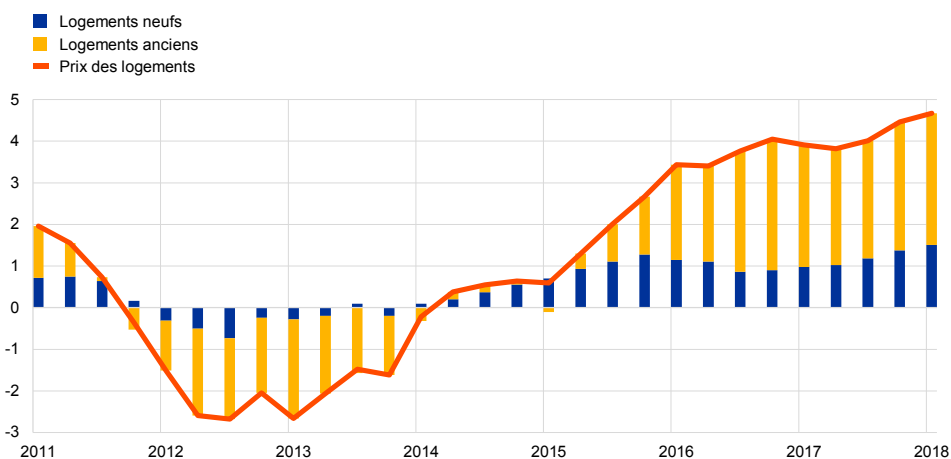
L'importance relative des facteurs de demande et d'offre de logements peut également être évaluée à l'aide d'informations concernant la composition des prix des logements.

Plus la demande dépasse l'offre, plus l'on doit s'attendre à une hausse des prix des logements anciens, la concurrence en matière de logements s'étendant à l'immobilier existant. Le fait que les prix de logements anciens augmentent plus vite que ceux des logements neufs dépend aussi naturellement de l'existence éventuelle de goulets d'étranglement dans l'offre de logements neufs et de la réactivité des prix à la production dans la construction. Il est donc envisageable que les prix des logements anciens atteignent une plus grande amplitude aux points hauts du cycle que les prix des logements neufs. En effet, au cours des dernières années, la contribution des prix des logements anciens à la croissance globale des prix des logements a fortement augmenté, passant de près de 10 % en 2014 à quelque 80 % en 2016, et oscillant au-dessus de 70 % – mais orientée à la baisse – au cours de l'année dernière (cf. graphique 14). Cependant, l'augmentation de la contribution des prix des logements neufs depuis fin 2016 (quoique toujours modérée) peut confirmer un durcissement du marché de l'immobilier résidentiel, avec des contraintes de marché de plus en plus prégnantes : dans un contexte de demande de logements soutenue, les logements neufs ne peuvent pas être livrés assez rapidement et leurs prix ont tendance à augmenter plus vite.

Graphique 14

Décomposition de la croissance des prix des logements par types de logements

(taux de croissance annuels et contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

L'analyse présentée dans cette section suggère que les contraintes du côté de l'offre jouent un rôle croissant dans la détermination des évolutions du marché du logement de la zone euro. Au premier stade de la reprise, un ajustement positif important de l'investissement résidentiel s'est accompagné de hausses relativement plus faibles des prix des logements. Ces tout derniers trimestres, alors que le redressement du marché du logement se poursuit, une demande soutenue dans un contexte de contraintes d'offre croissantes a été associée à la modération de la croissance de l'investissement résidentiel et à la poursuite de la hausse des prix des logements.

Encadré 3

L'importance relative des facteurs de demande et d'offre à l'origine des évolutions du marché de l'immobilier résidentiel

Kyriacos Lambrias

Les indicateurs individuels des facteurs de demande et d'offre ne permettent pas de conclure quant à l'importance relative de leur incidence sur l'investissement résidentiel et les prix des logements. Cette importance relative peut être mieux saisie, évaluée et quantifiée à travers des modèles économiques. Cet encadré présente un modèle vectoriel autorégressif bayésien (BVAR) à deux variables, assez stylisé, avec l'investissement résidentiel et les prix des logements.

L'importance relative des facteurs d'offre et de demande est évaluée en identifiant les chocs de demande et d'offre et en mesurant leur contribution relative à l'incidence exercée sur les évolutions de ces deux variables. Cette pratique – généralement qualifiée de décomposition historique – est relativement commune dans la littérature économique empirique. Les chocs sont identifiés en imposant des restrictions (de signe) à la réaction des variables sous-jacentes en réponse à ces chocs : un choc de demande induit une corrélation positive entre investissement résidentiel et prix des logements, tandis qu'un choc d'offre entraîne une corrélation négative⁹⁸. Naturellement, cette restriction d'identification est assez générale et couvre un éventail assez large de « chocs de

⁹⁸ Les restrictions sont imposées sur quatre périodes (un an).

demande » et de « chocs d'offre », mais illustre une possibilité de dissocier les « forces » de l'offre et de la demande, définies de façon sommaire ⁹⁹.

Dans l'interprétation de ce modèle, la demande est le principal facteur à l'origine des évolutions globales du marché de l'immobilier résidentiel. L'importance relative peut être évaluée en termes de « décomposition de la variance de l'erreur de prévision », selon laquelle les chocs de demande expliquent approximativement 65 % des variations de l'investissement résidentiel et jusqu'à 80 % de celles des prix des logements.

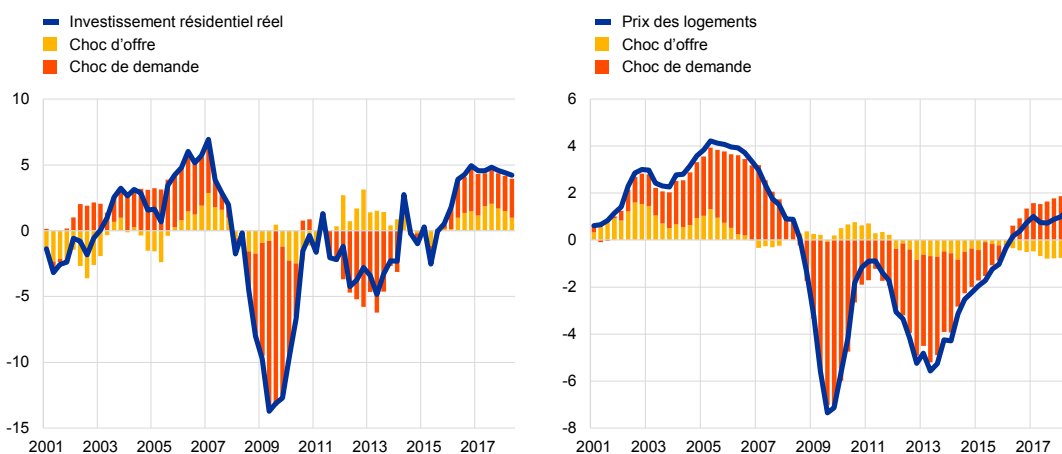
Conformément au rôle globalement prédominant des facteurs de demande dans les évolutions du cycle du logement, les résultats du modèle indiquent que le dynamisme de la demande a plus que compensé l'atonie de l'offre dans le secteur de l'immobilier résidentiel au cours de ces dernières années. En termes de volumes, la croissance de l'investissement résidentiel s'est renforcée et est supérieure à sa moyenne depuis le troisième trimestre 2015. Selon le modèle BVAR, la croissance de l'investissement résidentiel au cours de cette période a été soutenue à la fois par des chocs d'offre et de demande, devenant positive après une longue période d'atonie de la demande qui remonte à la Grande Récession (cf. graphique A, partie gauche). En termes de prix des logements, on observe une hausse supérieure à la moyenne depuis 2016. Comme pour les volumes, cette évolution reflète principalement une forte contribution positive des facteurs de demande, qui sont devenus favorables, ayant continuellement concouru à la baisse des prix des logements depuis le deuxième trimestre 2008 (cf. graphique A, partie droite). La forte demande durant cette période a pesé davantage que les évolutions positives du côté de l'offre qui ont par ailleurs contribué à une moindre croissance des prix des logements. Enfin, si l'on met l'accent sur les évolutions de l'année dernière, la contribution relative des facteurs d'offre à la croissance de l'investissement résidentiel et des prix des logements a régulièrement diminué, tandis que l'importance relative des facteurs de demande s'est accrue. Ce constat est cohérent avec le développement de goulets d'étranglement du côté de l'offre et avec la dynamique de la demande à l'origine de l'expansion du cycle de l'immobilier résidentiel au stade actuel.

⁹⁹ Par exemple, la grande catégorie des chocs de demande dans le contexte de ce modèle simple comprendrait également des chocs de politique monétaire et des chocs de dépense publique, par exemple des incitations adressées aux ménages pour qu'ils achètent un logement. Les chocs d'offre, d'autre part, engloberaient, notamment, des chocs sur les prix du pétrole, susceptibles de contribuer à des hausses des coûts de production, ainsi que des chocs sur l'offre de main-d'œuvre, par exemple des modifications des conventions collectives entre employeurs et syndicats actifs dans le secteur. Un modèle plus complexe serait nécessaire pour établir une distinction plus précise entre ces catégories sommairement définies.

Graphique A

Décomposition historique de l'investissement résidentiel et des prix du logement entre chocs d'offre et de demande

(taux de croissance annuels)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les chocs d'offre et de demande se rapportent aux chocs sur l'investissement résidentiel réel dans la zone euro et les prix des logements identifiés par le biais de restrictions de signe dans un modèle vectoriel autorégressif bayésien (BVAR) avec quatre décalages et les *a priori* du Minnesota. Les séries sont centrées. La série des prix des logements est corrigée des variations saisonnières.

4 Conclusions

Le marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro se redresse depuis fin 2013 et se situe à un stade relativement avancé du cycle en termes de durée.

Les prix des logements ont dépassé leurs points hauts d'avant la crise, tandis que l'investissement résidentiel est encore nettement inférieur. La situation sur le marché de l'investissement résidentiel dans la zone euro n'est, jusqu'à présent, pas caractérisée par une activité d'investissement généralisée ni par des niveaux des prix des logements supérieurs à leurs fondamentaux. Cependant, une très grande hétérogénéité des évolutions d'un pays à l'autre comme dans chacun des pays rend plus difficile l'évaluation globale.

Le redressement du marché de l'immobilier résidentiel devrait se poursuivre, mais à un rythme plus modéré. Cela reflète les anticipations contenues dans les prévisions et projections actuellement disponibles qui tablent sur une poursuite de l'expansion économique dans la zone euro, reflétant l'incidence favorable de l'orientation très accommodante de la politique monétaire, l'amélioration de la situation sur le marché du travail et le renforcement des bilans. Ce contexte induit des conditions de revenus et de financement propices à la demande de logements. Les prêts au logement consentis aux ménages devraient également rester dynamiques au cours des prochaines années. Cependant, conformément au ralentissement attendu du rythme de l'activité économique, le taux d'expansion du marché de l'immobilier résidentiel devrait aussi être modéré. Une modération de l'investissement résidentiel pourrait aussi découler de la présence croissante de contraintes pesant sur l'offre dans certains pays de la zone euro, qui pourraient être actuellement plus prégnantes que dans les économies respectives considérées dans leur ensemble.

Ces contraintes pourraient cependant limiter la modération attendue des prix des logements.

Le suivi d'un large éventail d'indicateurs relatifs au logement est essentiel pour évaluer les implications macroéconomiques et macroprudentielles du marché de l'immobilier résidentiel. Pour évaluer complètement l'état du marché du logement, il est nécessaire d'examiner à la fois les déterminants principaux de la demande et de l'offre ainsi que leurs interactions. De plus, compte tenu des interactions élargies entre variables réelles et financières, un ensemble plus large d'indicateurs – dont certains ont été étudiés dans cet article – allant au-delà des prix des logements et de l'investissement résidentiel (comme les évolutions des prêts, l'évaluation des prix des logements, les bilans des ménages, etc.) devraient être surveillés en permanence pour bien comprendre les implications macroéconomiques et macroprudentielles de la reprise actuelle de l'immobilier résidentiel.

Statistiques

Table des matières

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

Informations complémentaires

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

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

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

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

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

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

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

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

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

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

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

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

Conventions utilisées dans les tableaux

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

1 Environnement extérieur

1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

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

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

1) Données trimestrielles cvs; données annuelles brutes.

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

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

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

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

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

2) Hors zone euro.

2 Évolutions financières

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; valeurs moyennes sur la période)

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

Source : BCE.

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

2.2 Courbes des rendements

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

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

Source : BCE.

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

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

2.3 Indices boursiers

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

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

Source : BCE.

2 Évolutions financières

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

		Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement				Indicateur composite du coût d'emprunt	
		À vue	Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux	TAE ³⁾	Par période de fixation initiale du taux			TAE ³⁾	Indicateur composite du coût d'emprunt			
				≤ 2 ans	> 2 ans					Taux variable et période ≤ 1 an		> 1 an			Taux variable et période ≤ 1 an		> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2017	Septembre	0,05	0,44	0,35	0,74	6,26	16,80	5,07	5,71	6,20	2,37	1,70	1,93	1,96	1,96	2,20	1,89
	Octobre	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	4,94	5,68	6,16	2,43	1,68	1,91	1,93	1,96	2,18	1,88
	Novembre	0,04	0,44	0,33	0,75	6,21	16,80	4,73	5,69	6,14	2,38	1,67	1,92	1,95	1,94	2,16	1,87
	Décembre	0,04	0,44	0,34	0,73	6,09	16,84	4,47	5,39	5,80	2,31	1,68	1,86	1,92	1,87	2,15	1,83
2018	Janvier	0,04	0,44	0,36	0,69	6,16	16,90	5,02	5,83	6,28	2,30	1,67	1,87	1,91	1,90	2,14	1,84
	Février	0,04	0,44	0,34	0,69	6,19	16,86	4,72	5,70	6,19	2,37	1,64	1,88	1,93	1,91	2,14	1,84
	Mars	0,04	0,45	0,35	0,67	6,14	16,87	4,71	5,57	6,05	2,34	1,63	1,84	1,95	1,91	2,14	1,84
	Avril	0,04	0,45	0,34	0,61	6,12	16,84	4,95	5,67	6,15	2,36	1,62	1,85	1,96	1,90	2,13	1,83
	Mai	0,04	0,46	0,34	0,57	6,10	16,87	4,83	5,88	6,39	2,39	1,58	1,87	1,97	1,90	2,13	1,83
	Juin	0,03	0,46	0,33	0,63	6,04	16,84	4,47	5,64	6,10	2,31	1,60	1,84	1,97	1,88	2,12	1,82
	Juillet	0,03	0,45	0,33	0,63	6,01	16,80	4,85	5,75	6,22	2,40	1,63	1,86	1,93	1,85	2,12	1,81
	Août ^(p)	0,03	0,45	0,30	0,63	6,02	16,79	5,23	5,88	6,37	2,39	1,63	1,82	1,92	1,85	2,12	1,81

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAE³⁾).

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

		Dépôts			Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur composite du coût d'emprunt
		À vue	D'une durée :			≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros			
			≤ 2 ans	> 2 ans		Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2017	Septembre	0,04	0,07	0,44	2,43	2,44	2,73	2,41	1,71	1,69	1,77	1,19	1,47	1,59	1,73
	Octobre	0,04	0,11	0,40	2,40	2,39	2,69	2,38	1,70	1,66	1,73	1,23	1,35	1,61	1,73
	Novembre	0,04	0,08	0,30	2,36	2,43	2,61	2,37	1,71	1,62	1,72	1,23	1,33	1,57	1,71
	Décembre	0,04	0,06	0,32	2,35	2,40	2,46	2,31	1,70	1,67	1,71	1,34	1,28	1,53	1,71
2018	Janvier	0,04	0,05	0,39	2,35	2,39	2,52	2,33	1,65	1,61	1,72	1,12	1,37	1,60	1,67
	Février	0,04	0,09	0,42	2,36	2,37	2,48	2,33	1,66	1,62	1,74	1,18	1,34	1,63	1,70
	Mars	0,04	0,08	0,40	2,33	2,42	2,53	2,34	1,67	1,61	1,70	1,26	1,39	1,66	1,73
	Avril	0,04	0,06	0,31	2,32	2,36	2,42	2,33	1,67	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 ^(p)	0,03	0,09	0,60	2,25	2,21	2,42	2,35	1,66	1,63	1,74	1,14	1,27	1,68	1,65

Source : BCE.

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

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

2 Évolutions financières

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

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

	Encours							Émissions brutes ¹⁾						
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques	
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques
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	520	156	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2018 Mars	1 307	542	161	.	84	453	67	389	168	63	.	41	84	33
Avril	1 326	543	171	.	94	450	69	400	181	54	.	43	73	49
Mai	1 318	539	170	.	99	445	66	387	182	42	.	44	79	41
Juin	1 308	523	179	.	90	457	59	390	157	73	.	43	82	36
Juillet	1 313	528	176	.	96	453	60	428	197	63	.	48	79	42
Août	1 306	524	175	.	94	447	65	396	200	50	.	31	82	33
Long terme														
2015	15 250	3 786	3 244	.	1 102	6 481	637	215	68	45	.	14	80	9
2016	15 392	3 695	3 219	.	1 195	6 643	641	220	62	54	.	18	78	8
2017	15 360	3 560	3 082	.	1 255	6 821	642	247	66	74	.	17	83	7
2018 Mars	15 443	3 580	3 079	.	1 257	6 904	624	282	68	83	.	26	96	7
Avril	15 446	3 578	3 094	.	1 265	6 886	624	232	61	65	.	16	85	4
Mai	15 532	3 586	3 128	.	1 271	6 927	621	202	49	54	.	17	80	3
Juin	15 535	3 573	3 135	.	1 263	6 944	620	223	64	65	.	14	72	7
Juillet	15 546	3 567	3 130	.	1 272	6 956	621	214	55	49	.	17	87	8
Août	15 537	3 579	3 102	.	1 270	6 964	622	123	51	29	.	2	38	3

Source : BCE.

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

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

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

	Titres de créance							Actions cotées			
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques				
Encours											
2015	16 518,8	4 303,1	3 390,6	.	1 163,8	6 958,9	702,4	6 814,4	584,3	968,3	5 261,9
2016	16 633,5	4 212,9	3 354,2	.	1 254,6	7 108,1	703,5	7 089,5	537,6	1 080,2	5 471,6
2017	16 600,8	4 079,4	3 237,7	.	1 325,1	7 258,9	699,8	7 954,8	612,5	1 249,5	6 092,8
2018 Mars	16 750,6	4 122,2	3 240,5	.	1 341,2	7 356,1	690,5	7 814,1	599,0	1 240,4	5 974,7
Avril	16 772,4	4 121,1	3 265,0	.	1 358,4	7 335,1	692,8	8 143,4	620,8	1 337,5	6 185,1
Mai	16 850,5	4 125,4	3 297,6	.	1 369,1	7 371,5	686,8	8 028,1	531,2	1 289,8	6 207,1
Juin	16 843,5	4 095,5	3 313,1	.	1 353,5	7 401,4	679,8	7 959,8	543,5	1 267,0	6 149,3
Juillet	16 859,2	4 095,2	3 306,0	.	1 367,9	7 409,1	681,0	8 168,6	576,1	1 293,7	6 298,8
Août	16 842,5	4 103,0	3 276,7	.	1 364,4	7 411,0	687,5	8 022,8	521,1	1 282,6	6 219,1
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	-1,0	.	6,4	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 Mars	1,6	-0,1	2,0	.	6,0	2,1	-2,7	1,0	1,5	3,6	0,4
Avril	1,6	0,5	1,1	.	6,0	2,0	-0,8	1,3	1,5	5,5	0,5
Mai	1,1	-0,1	0,4	.	5,9	1,6	-1,9	1,4	1,6	5,4	0,5
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	0,5	.	4,3	2,4	-2,5	1,2	0,4	4,8	0,6
Août	1,3	-0,2	1,2	.	3,7	2,2	-2,6	1,2	0,5	4,7	0,5

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM ²⁾)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2015	91,7	87,6	88,6	82,9	81,6	88,4	105,7	86,9
2016	94,4	89,5	90,9	85,0	79,8	89,3	109,7	88,8
2017	96,6	91,4	92,0	85,9	79,7	90,0	112,0	90,0
2017 T4	98,6	93,2	93,5	87,5	80,3	91,4	115,0	92,0
2018 T1	99,6	94,0	94,5	88,1	81,3	91,9	117,0	93,4
T2	98,4	93,1	93,2	87,2	80,4	91,0	117,0	93,4
T3	99,2	93,7	93,4	.	.	.	119,2	94,8
2018 Avril	99,5	93,9	94,2	–	–	–	117,9	94,0
Mai	98,1	92,8	92,8	–	–	–	116,6	93,1
Juin	97,9	92,6	92,4	–	–	–	116,7	93,0
Juillet	99,2	93,8	93,5	–	–	–	118,2	94,2
Août	99,0	93,5	93,2	–	–	–	119,0	94,6
Septembre	99,5	93,9	93,6	–	–	–	120,4	95,6
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>							
2018 Septembre	0,5	0,4	0,4	–	–	–	1,2	1,0
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>							
2018 Septembre	0,4	0,3	-0,5	–	–	–	4,7	3,7

Source : BCE.

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

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

2.9 Taux de change bilatéraux

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

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

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

		Total ¹⁾			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute
		Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)													
2017	T3	24 839,7	25 633,3	-793,6	10 775,6	8 756,8	8 386,5	10 955,4	-62,2	5 065,0	5 921,1	674,8	14 129,9
	T4	24 835,5	25 544,2	-708,7	10 671,6	8 769,0	8 550,7	10 950,1	-55,6	4 999,1	5 825,1	669,7	13 898,7
2018	T1	24 850,9	25 602,9	-752,0	10 593,7	8 682,3	8 529,5	10 919,5	-77,1	5 131,4	6 001,1	673,4	14 118,9
	T2	25 408,4	25 943,9	-535,5	10 732,7	8 687,8	8 742,0	10 994,5	-84,8	5 328,5	6 261,6	690,0	14 295,2
<i>encours en pourcentage du PIB</i>													
2018	T2	222,8	227,5	-4,7	94,1	76,2	76,7	96,4	-0,7	46,7	54,9	6,1	125,4
Flux													
2017	T3	62,0	-54,4	116,4	-154,9	-163,1	187,5	61,6	-10,3	39,1	47,1	0,5	-
	T4	81,9	-37,3	119,3	33,9	45,5	86,2	18,8	4,5	-44,4	-101,7	1,9	-
2018	T1	453,5	328,1	125,4	63,0	-60,4	194,7	176,7	-4,5	188,9	211,8	11,4	-
	T2	98,7	14,8	83,8	-59,6	-122,8	-1,9	-42,4	40,5	113,0	180,0	6,6	-
2018	Mars	0,9	-103,5	104,3	19,5	-50,8	50,1	86,4	-2,9	-75,0	-139,1	9,2	-
	Avril	104,8	113,2	-8,4	21,9	-21,2	8,3	-22,5	12,1	66,2	156,9	-3,6	-
	Mai	133,1	103,3	29,8	-23,6	-16,4	-2,9	-53,1	15,5	141,6	172,7	2,3	-
	Juin	-139,2	-201,7	62,5	-57,9	-85,2	-7,3	33,1	12,9	-94,8	-149,6	7,9	-
	Juillet	102,4	96,3	6,1	-2,0	17,2	42,6	8,6	5,7	60,5	70,5	-4,3	-
	Août	15,7	-11,7	27,4	9,1	4,5	19,6	-51,7	7,5	-23,7	35,6	3,3	-
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>													
2018	Août	797,3	357,1	440,2	59,0	-125,7	406,4	145,3	51,5	255,2	337,5	25,2	-
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>													
2018	Août	7,0	3,1	3,9	0,5	-1,1	3,6	1,3	0,5	2,2	3,0	0,2	-

Source: BCE.

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

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	PIB											
	Total	Demande intérieure							Solde extérieur ¹⁾			
		Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks ²⁾	Total	Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾	
					Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellec- tuelle					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2015	10 534,2	10 060,1	5 743,1	2 172,5	2 110,8	1 014,6	640,4	449,7	33,6	474,1	4 865,1	4 391,1
2016	10 827,5	10 349,6	5 877,4	2 223,3	2 210,9	1 053,5	679,1	472,2	38,1	477,9	4 941,4	4 463,5
2017	11 205,8	10 683,0	6 058,2	2 279,5	2 302,9	1 121,6	716,3	459,2	42,4	522,8	5 293,6	4 770,8
2017 T3	2 818,4	2 680,3	1 518,8	571,8	577,1	282,7	180,7	112,2	12,6	138,2	1 325,1	1 187,0
T4	2 843,9	2 703,3	1 531,1	576,1	589,2	288,1	185,4	114,3	6,9	140,6	1 360,5	1 219,9
2018 T1	2 864,5	2 723,9	1 543,9	578,0	592,4	292,2	184,2	114,5	9,7	140,6	1 356,5	1 215,9
T2	2 890,0	2 757,3	1 553,2	584,4	603,4	297,7	189,1	115,3	16,3	132,8	1 376,7	1 244,0
<i>en pourcentage du PIB</i>												
2017	100,0	95,3	54,1	20,3	20,6	10,0	6,4	4,1	0,4	4,7	-	-
Volumés chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2017 T3	0,7	0,3	0,4	0,5	-0,3	1,2	2,0	-7,0	-	-	1,3	0,6
T4	0,7	0,3	0,2	0,2	1,5	0,9	2,5	1,7	-	-	2,1	1,5
2018 T1	0,4	0,6	0,5	0,1	0,1	0,6	-0,6	-0,2	-	-	-0,7	-0,5
T2	0,4	0,5	0,2	0,4	1,4	1,1	2,6	0,5	-	-	1,0	1,2
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2015	2,1	2,4	1,8	1,3	4,9	0,4	5,6	15,6	-	-	6,5	7,6
2016	1,9	2,4	2,0	1,8	4,0	2,8	5,8	4,3	-	-	3,0	4,2
2017	2,4	1,7	1,6	1,2	2,6	3,9	5,0	-3,5	-	-	5,2	3,9
2017 T3	2,8	2,0	1,9	1,4	2,5	4,3	5,8	-6,1	-	-	5,7	4,1
T4	2,7	1,3	1,6	1,2	2,6	4,2	6,8	-6,8	-	-	6,3	3,6
2018 T1	2,4	1,9	1,7	1,1	3,5	3,6	5,5	0,0	-	-	3,8	2,7
T2	2,2	1,6	1,4	1,1	2,8	3,8	6,6	-5,2	-	-	3,8	2,8
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>												
2017 T3	0,7	0,3	0,2	0,1	-0,1	0,1	0,1	-0,3	0,0	0,4	-	-
T4	0,7	0,3	0,1	0,0	0,3	0,1	0,2	0,1	-0,2	0,4	-	-
2018 T1	0,4	0,5	0,3	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,2	-	-
T2	0,4	0,5	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	-	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>												
2015	2,1	2,3	1,0	0,3	1,0	0,0	0,3	0,6	0,0	-0,2	-	-
2016	1,9	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 T3	2,8	1,9	1,1	0,3	0,5	0,4	0,4	-0,3	0,0	0,9	-	-
T4	2,7	1,3	0,9	0,3	0,5	0,4	0,4	-0,3	-0,4	1,4	-	-
2018 T1	2,4	1,8	0,9	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,6	-	-
T2	2,2	1,6	0,8	0,2	0,6	0,4	0,4	-0,2	0,0	0,6	-	-

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	1 901,3	468,0	1 784,9	433,5	470,2	1 078,0	1 031,0	1 805,1	330,2	1 072,6
2016	9 715,8	158,6	1 962,6	486,8	1 836,0	452,7	464,1	1 098,7	1 069,3	1 849,8	337,2	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	344,2	1 157,3
2017 T3	2 528,4	43,1	513,4	129,3	482,2	118,4	113,5	283,8	281,6	476,4	86,5	290,0
T4	2 551,2	43,5	520,2	131,5	486,3	119,1	114,0	285,3	284,8	479,6	86,8	292,7
2018 T1	2 568,1	42,9	518,9	134,1	489,9	120,5	114,4	287,5	289,2	483,1	87,5	296,4
T2	2 589,9	42,5	522,0	136,3	494,7	122,0	114,0	289,7	292,5	488,5	87,7	300,1
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
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)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2017 T3	0,7	0,3	1,5	0,5	0,5	1,7	-0,1	0,4	0,7	0,4	0,4	0,3
T4	0,7	0,6	1,3	1,2	0,7	0,3	0,3	0,3	0,8	0,3	0,1	0,5
2018 T1	0,4	0,9	-0,7	0,9	0,8	1,7	-0,4	0,6	1,0	0,5	0,1	0,3
T2	0,4	-0,4	0,4	0,7	0,6	1,5	0,3	0,1	0,8	0,2	0,0	0,5
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
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	0,9	2,7
2017	2,4	0,8	3,1	3,2	3,1	4,3	-0,6	1,1	4,0	1,1	0,9	2,4
2017 T3	2,8	0,7	4,5	3,5	3,5	4,6	-0,7	1,4	4,4	1,2	1,1	2,3
T4	2,8	2,4	3,9	4,3	3,4	3,8	-0,2	1,3	4,5	1,2	1,1	2,0
2018 T1	2,5	1,6	3,1	3,9	2,8	4,8	0,0	1,5	3,5	1,6	1,1	1,6
T2	2,2	1,4	2,4	3,3	2,6	5,3	0,1	1,3	3,3	1,4	0,6	1,7
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2017 T3	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	–
T4	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	–
2018 T1	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	–
T2	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	–
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
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 T3	2,8	0,0	0,9	0,2	0,7	0,2	0,0	0,2	0,5	0,2	0,0	–
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	0,3	0,0	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi ¹⁾

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique									
		Salariés	Travailleurs indépendants	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personnes employées													
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
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	-0,6	-0,6	1,2	1,8	1,7	3,1	-1,2	1,5	3,1	1,3	1,4
2017 T3	1,7	2,1	-0,7	-1,4	1,4	1,9	1,8	2,9	-1,3	1,4	3,1	1,3	2,2
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	1,2
2018 T1	1,5	1,9	-0,8	-0,8	1,5	2,1	1,5	2,5	-0,9	1,7	3,2	1,3	0,5
T2	1,5	1,8	-0,5	-0,5	1,5	2,6	1,3	2,4	-0,8	1,6	3,1	1,2	0,5
Heures travaillées													
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2015	100,0	80,3	19,7	4,4	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,0	21,9	6,2
2016	100,0	80,6	19,4	4,3	15,3	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	-0,4	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 T3	1,8	2,3	-0,4	-0,9	1,8	2,0	2,0	3,0	-1,0	1,8	3,4	1,3	1,8
T4	1,8	2,4	-0,6	-0,6	2,1	3,5	1,5	3,0	-1,7	3,6	3,7	1,3	0,7
2018 T1	1,5	2,1	-0,9	-0,9	1,8	2,2	1,3	2,4	-1,0	3,0	3,2	1,2	0,2
T2	1,8	2,4	-0,7	0,0	2,0	2,7	1,2	2,9	-0,4	1,7	3,7	1,5	1,4
Heures travaillées par personne employée													
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2015	0,1	0,2	0,4	0,7	0,4	0,5	-0,3	1,1	0,1	0,3	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	0,6	-0,1	-0,2	-0,6
2017 T3	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,2	0,2	0,1	0,3	0,4	0,3	0,0	-0,3
T4	0,2	0,4	0,1	0,6	0,7	1,0	0,0	0,0	-0,2	2,0	0,2	0,0	-0,4
2018 T1	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,1	-0,2	-0,2	0,0	1,3	0,1	0,0	-0,3
T2	0,3	0,6	-0,2	0,5	0,5	0,2	0,0	0,5	0,4	0,0	0,5	0,3	0,9

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Popu- lation active, millions ¹⁾	Sous- emploi, % de la popu- lation active ¹⁾	Chômage										Taux de vacance d'em- ploi ²⁾	
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ¹⁾	Par âge				Par sexe				% du total des postes
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
						Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% du total en 2016			100,0			81,7		18,3		52,2		47,8		
2015	160,730	4,6	17,469	10,9	5,6	14,305	9,8	3,165	22,3	9,261	10,7	8,208	11,1	1,5
2016	162,029	4,3	16,254	10,0	5,0	13,289	9,0	2,964	20,9	8,483	9,7	7,770	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,766	9,1	4,4	12,097	8,1	2,669	18,8	7,638	8,7	7,128	9,5	1,9
2017 T3	163,344	4,0	14,621	9,0	4,2	11,980	8,1	2,641	18,5	7,582	8,6	7,039	9,3	1,9
T4	163,133	3,9	14,203	8,7	4,2	11,641	7,8	2,562	18,0	7,322	8,4	6,881	9,1	2,0
2018 T1	162,591	4,0	13,933	8,5	4,2	11,435	7,7	2,498	17,5	7,187	8,2	6,746	8,9	2,1
T2	163,179	3,9	13,496	8,3	3,9	11,076	7,4	2,420	17,0	6,957	7,9	6,539	8,7	2,1
2018 Mars	–	–	13,790	8,4	–	11,327	7,6	2,463	17,3	7,107	8,1	6,683	8,9	–
Avril	–	–	13,647	8,4	–	11,195	7,5	2,452	17,2	7,042	8,0	6,605	8,7	–
Mai	–	–	13,427	8,2	–	11,022	7,4	2,405	16,9	6,919	7,9	6,507	8,6	–
Juin	–	–	13,414	8,2	–	11,012	7,4	2,402	16,9	6,909	7,9	6,505	8,6	–
Juillet	–	–	13,322	8,2	–	10,952	7,4	2,370	16,7	6,875	7,8	6,446	8,5	–
Août	–	–	13,220	8,1	–	10,854	7,3	2,367	16,6	6,827	7,8	6,393	8,5	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données brutes.

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

3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

	Production industrielle						Con- struction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières
	Total (hors construction)	Principaux secteurs industriels				Énergie			Total	Produits alimen- taires, bois- sons, tabac	Produits non alimen- taires	Carburants	
		Industrie manu- factu- rière	Biens inter- mé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consom- mation								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% du total en 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
variations annuelles en pourcentage													
2015	2,6	2,9	1,4	7,0	2,2	0,7	-0,6	3,4	2,9	1,6	4,0	2,7	8,8
2016	1,6	1,8	1,8	1,9	1,7	0,4	3,1	0,5	1,6	1,0	2,1	1,4	7,2
2017	2,9	3,2	3,7	3,9	1,4	1,3	3,0	7,9	2,3	1,4	3,3	0,9	5,6
2017 T4	4,1	4,8	5,4	6,0	2,2	-0,5	2,9	9,5	2,0	0,8	3,0	0,1	6,3
2018 T1	3,2	3,5	3,1	4,4	2,5	0,9	2,6	6,5	1,6	1,6	1,8	0,2	5,3
T2	2,4	2,9	2,0	4,4	2,2	-2,3	2,7	3,8	1,7	1,1	2,3	0,8	3,2
T3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,4
2018 Avril	1,9	2,2	1,0	4,3	1,1	-1,7	1,5	4,0	1,8	-0,3	3,8	0,9	2,7
Mai	2,8	3,3	2,8	4,2	3,1	-2,1	2,2	4,5	1,6	2,0	1,6	0,3	2,8
Juin	2,6	3,2	2,1	4,8	2,2	-3,1	3,4	3,0	1,5	1,8	1,4	1,2	3,9
Juillet	0,3	0,6	0,1	1,7	-0,3	-1,8	2,2	2,0	1,0	1,0	1,0	-0,6	7,8
Août	0,9	1,1	-0,4	1,3	2,6	-0,3	2,5	1,6	1,8	0,9	2,9	-0,3	30,9
Septembre	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-21,2
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)													
2018 Avril	-0,6	0,0	-0,5	2,6	-1,4	-5,8	1,5	-0,6	0,0	-1,3	2,0	-0,2	-1,1
Mai	1,4	1,6	1,8	0,7	2,5	0,3	0,3	1,8	0,3	1,3	-0,8	0,3	2,1
Juin	-0,7	-0,8	-0,5	-1,9	-0,9	0,1	0,7	-1,9	0,4	0,5	0,1	1,1	0,0
Juillet	-0,7	-0,7	-1,0	1,0	-1,3	0,7	-0,1	-1,0	-0,6	-1,0	-0,1	-1,5	2,3
Août	1,0	0,9	0,4	1,4	1,6	1,9	-0,5	2,3	-0,2	-0,3	0,0	-0,6	19,7
Septembre	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-37,4

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

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)								Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Indicateur économique (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier		Indicateur de confiance des consomma- teurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du com- merce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufac- turière	Production dans le secteur manufac- turier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production
		Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2014	99,8	-5,8	80,7	-12,7	-14,5	-9,5	6,9	–	51,1	52,4	52,9	52,7
2015	103,8	-2,8	81,3	-6,2	-22,4	1,0	8,7	88,5	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,2	-2,6	81,8	-7,7	-16,4	0,3	10,6	89,0	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,8	5,0	83,3	-2,5	-4,0	2,1	14,1	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2017 T4	114,3	8,9	84,2	-0,2	1,7	3,9	16,1	90,1	59,7	60,7	56,0	57,2
2018 T1	114,0	8,5	84,4	0,5	4,7	2,8	16,3	90,3	58,2	58,9	56,4	57,0
T2	112,5	7,0	84,2	0,0	5,8	0,3	14,5	90,4	55,6	55,1	54,5	54,7
T3	111,5	5,4	.	-1,8	6,7	1,7	14,8	.	54,3	54,0	54,4	54,3
2018 Mai	112,5	6,9	–	0,2	7,1	0,7	14,4	–	55,5	54,8	53,8	54,1
Juin	112,3	6,9	–	-0,6	5,6	0,7	14,4	–	54,9	54,2	55,2	54,9
Juillet	112,1	5,8	84,1	-0,5	5,4	0,3	15,3	90,6	55,1	54,4	54,2	54,3
Août	111,6	5,6	–	-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	2,7	14,6	–	53,2	52,7	54,7	54,1
Octobre	.	.	–	-2,7	.	.	.	–	52,1	51,2	53,3	52,7

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

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	Ménages							Sociétés non financières					
	Taux d'épargne (brut) ¹⁾	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investis- sment financier	Investis- sment non financier (brut)	Valeur nette ²⁾	Patrimoine immobilier	Partici- pation aux bénéfices ³⁾	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette ⁴⁾	Investis- sment financier	Investis- sment non financier (brut)	Finan- cement
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté)		Variations annuelles en pourcentage					En pourcentage de la valeur ajoutée nette	En pour- centage du PIB	Variations annuelles en pourcentage			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015	12,5	94,1	1,7	2,0	1,3	3,0	1,8	34,2	6,6	136,0	4,6	7,7	2,5
2016	12,2	94,2	1,9	2,1	6,1	3,3	2,7	34,2	6,6	139,9	4,2	5,9	2,4
2017	12,0	94,0	1,2	2,0	6,9	4,4	4,6	34,8	8,5	137,6	3,6	5,5	2,0
2017 T3	11,9	94,0	1,4	2,1	7,1	4,1	3,9	34,4	7,3	137,8	4,2	3,3	2,5
T4	12,0	94,0	1,5	2,0	7,0	4,4	4,6	34,8	8,5	137,6	3,6	1,4	2,0
2018 T1	12,0	93,7	1,7	2,0	5,9	4,1	5,1	35,0	8,6	137,0	2,9	-1,1	1,5
T2	.	.	1,9	1,8	8,0	3,9	4,9	35,2	8,6	.	2,9	1,4	1,4

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital ¹⁾		
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires			
		Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	T3	988,9	879,9	109,0	569,6	478,9	215,4	188,1	176,2	147,6	27,7	65,4	7,0	11,2
	T4	1 001,8	905,8	96,0	583,3	494,3	218,8	187,8	170,5	160,7	29,3	63,1	12,1	10,5
2018	T1	994,7	888,8	105,8	577,4	491,6	216,9	187,4	172,3	150,9	28,1	58,9	9,0	6,4
	T2	1 019,4	925,4	94,0	583,9	505,1	218,1	189,8	190,1	166,5	27,2	63,9	8,0	6,6
2018	Mars	333,2	297,8	35,4	192,0	163,0	72,7	63,0	58,7	49,2	9,7	22,5	3,9	3,0
	Avril	337,9	302,7	35,2	192,0	165,7	72,5	63,3	64,2	52,5	9,1	21,2	2,4	2,3
	Mai	334,8	304,0	30,7	193,0	168,0	72,5	63,2	60,2	52,8	9,2	20,0	2,6	2,3
	Juin	346,7	318,7	28,0	198,9	171,4	73,1	63,3	65,8	61,3	8,9	22,7	3,1	2,1
	Juillet	328,6	309,2	19,5	192,1	173,4	73,1	62,9	54,3	50,0	9,0	22,9	2,7	1,7
	Août	333,2	309,3	23,9	196,6	175,0	72,7	64,0	54,5	47,7	9,3	22,6	2,7	1,7
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2018	Août	4 009,1	3 629,7	379,5	2 326,3	1 999,5	871,8	754,7	698,8	621,8	112,2	253,6	36,7	30,9
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2018	Août	35,1	31,8	3,3	20,4	17,5	7,6	6,6	6,1	5,4	1,0	2,2	0,3	0,3

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

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

(données cvs, sauf indication contraire)

		Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
		Exportations	Importations	Total			Pour mémoire :	Total			Pour mémoire :			
		1	2	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	produits manufacturés	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<i>Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>														
2017	T3	6,0	8,1	547,0	257,0	114,7	164,3	460,3	485,6	272,9	80,8	123,2	354,6	48,5
	T4	6,1	7,7	561,6	268,2	116,1	166,9	471,3	501,1	285,3	81,5	125,5	360,7	58,7
2018	T1	2,1	2,0	560,8	270,2	113,7	167,8	469,5	504,2	291,4	81,4	123,5	357,6	65,1
	T2	4,3	5,7	566,4	271,0	117,0	166,8	473,5	515,3	301,3	79,3	126,5	363,0	65,6
2018	Mars	-3,2	-1,9	186,4	88,6	38,0	56,7	156,7	167,3	96,2	27,3	41,4	118,9	20,4
	Avril	8,2	8,1	187,3	88,9	39,3	55,3	156,5	169,4	98,3	26,0	42,5	119,7	21,1
	Mai	-0,8	0,7	187,9	90,3	38,1	54,8	157,4	171,3	99,6	26,7	42,0	122,0	21,5
	Juin	6,0	8,7	191,2	91,8	39,6	56,7	159,7	174,6	103,4	26,6	42,1	121,3	23,0
	Juillet	9,3	13,4	189,2	91,5	38,6	55,4	155,9	176,6	103,2	28,2	42,1	123,8	22,6
	Août	5,6	8,5	193,1	.	.	.	160,4	176,5	.	.	.	121,9	.
<i>Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>														
2017	T3	3,7	3,8	123,8	121,7	124,8	128,3	124,1	114,2	113,9	115,8	114,2	117,8	100,0
	T4	4,5	4,1	126,3	125,6	125,8	130,4	126,7	114,8	114,8	113,7	115,7	118,6	105,6
2018	T1	2,4	2,2	125,8	125,5	123,2	131,5	126,1	114,4	114,9	113,5	114,9	117,6	110,1
	T2	3,3	2,3	125,9	124,4	126,1	129,7	126,4	115,2	115,5	111,2	117,9	119,0	101,6
2018	Février	2,3	2,8	124,1	124,3	122,3	128,3	124,4	113,6	114,5	111,8	113,0	116,8	110,2
	Mars	-2,6	-1,0	125,6	123,4	123,7	133,7	126,3	115,0	114,7	116,1	117,1	118,4	106,2
	Avril	8,3	7,5	125,8	123,4	127,3	129,9	125,9	115,0	115,5	109,0	119,0	118,1	104,2
	Mai	-1,5	-1,8	125,3	124,6	123,5	127,2	126,1	115,7	115,2	113,5	118,0	120,9	99,1
	Juin	3,7	1,8	126,8	125,1	127,4	132,0	127,4	114,9	115,9	111,0	116,6	118,0	101,4
	Juillet	6,3	6,1	124,8	124,3	124,1	127,6	123,9	115,7	115,4	117,0	115,6	120,1	99,8

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

4 Prix et coûts

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

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

	Biens						Services						Divers
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communications	Services de loisirs et personnels		
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie	Loyers						
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% du total en 2018	19,6	12,1	7,5	36,0	26,3	9,7	10,6	6,4	7,3	3,2	15,3	8,1	
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2	
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	1,2	
2017	1,8	1,6	2,2	1,6	0,4	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,5	2,1	0,7	
2017 T4	2,2	2,1	2,3	1,3	0,4	3,5	1,2	1,2	1,7	-1,7	2,0	0,4	
2018 T1	1,7	2,6	0,3	0,9	0,5	2,1	1,3	1,3	1,7	-1,0	1,8	1,2	
T2	2,6	2,7	2,3	1,7	0,3	5,5	1,2	1,2	1,3	-0,7	1,8	1,3	
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	
2018 Avril	2,4	3,0	1,5	0,9	0,3	2,6	1,3	1,3	0,8	-0,7	1,2	1,2	
Mai	2,5	2,6	2,4	1,8	0,3	6,1	1,3	1,3	1,7	-0,6	2,5	1,3	
Juin	2,7	2,6	2,9	2,4	0,4	8,0	1,1	1,0	1,5	-0,8	1,7	1,3	
Juillet	2,5	2,4	2,6	2,9	0,5	9,5	1,1	1,1	1,3	-0,6	2,1	1,4	
Août	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	2,7	0,3	9,5	1,1	1,1	1,3	-1,2	1,9	1,3	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

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

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

1) Ventes domestiques uniquement.

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

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie (en euros)					
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Demande intérieure				Exportations ¹⁾	Importations ¹⁾		Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾		
			Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimentaires	Non alimentaires	Total	Alimentaires	Non alimentaires
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% du total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2015	106,0	1,4	0,4	0,3	0,5	0,7	0,4	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,9	0,8	0,5	0,4	0,5	0,7	-1,4	-2,5	39,9	-3,6	-3,9	-3,3	-7,4	-10,3	-3,0
2017	108,0	1,1	1,5	1,4	1,3	1,5	1,9	2,9	48,1	5,9	-3,5	16,4	5,5	-3,3	17,5
2017 T4	108,5	1,3	1,5	1,4	1,6	1,6	1,2	1,8	52,2	-2,6	-9,5	4,6	0,0	-5,3	6,3
2018 T1	108,9	1,4	1,4	1,2	1,4	1,7	0,4	0,4	54,6	-8,9	-14,5	-3,6	-7,6	-12,6	-1,9
T2	109,4	1,3	1,7	1,4	1,8	1,9	1,1	1,9	62,6	1,6	-6,6	9,6	1,1	-7,1	10,8
T3	.	.	.	.	.	.	.	.	64,8	0,9	-5,1	6,5	2,8	-1,6	7,9
2018 Avril	-	-	-	-	-	-	-	-	58,4	-4,9	-10,1	0,1	-5,2	-11,1	1,5
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	64,9	4,1	-4,7	12,6	3,2	-5,8	13,8
Juin	-	-	-	-	-	-	-	-	64,4	6,0	-4,8	16,8	5,6	-4,4	17,8
Juillet	-	-	-	-	-	-	-	-	63,7	1,2	-6,8	9,3	2,3	-4,6	10,9
Août	-	-	-	-	-	-	-	-	63,3	2,0	-2,5	6,1	4,4	1,2	7,7
Septembre	-	-	-	-	-	-	-	-	67,6	-0,6	-5,9	4,1	1,9	-1,2	5,2

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

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

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

4 Prix et coûts

4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)					Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Évolution des prix à la consomma- tion sur les 12 derniers mois	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière	Commerce de détail	Services	Construction		Industrie manufacturière	Services	Industrie manufacturière	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2014	4,4	–	–	-3,1	33,5	57,2	56,5	–	49,8
2015	-3,1	3,1	2,3	-13,2	-0,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-1,0	2,2	4,1	-7,2	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	8,7	5,0	6,7	2,6	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6
2017 T4	10,9	7,1	8,2	8,2	13,8	67,9	56,9	56,3	52,1
2018 T1	12,5	6,7	8,9	10,9	17,4	68,4	57,2	57,9	52,9
T2	9,8	6,7	9,0	12,2	18,5	65,6	57,6	56,5	52,3
T3	10,6	7,3	8,9	12,5	21,0	65,2	58,4	55,5	52,8
2018 Mai	9,3	7,3	9,0	14,3	18,0	65,3	57,6	56,4	52,0
Juin	10,1	6,8	9,0	12,5	21,1	67,6	58,6	55,7	53,2
Juillet	9,6	6,8	9,0	12,3	20,7	66,6	57,9	55,6	53,0
Août	10,5	7,8	9,3	13,2	19,6	65,3	58,1	55,1	52,7
Septembre	11,6	7,2	8,4	11,9	22,6	63,6	59,1	55,7	52,8
Octobre	.	.	.	.	.	65,1	58,6	54,9	52,8

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

4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2012 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Économie marchande	Principalement économie non marchande	
	1	2	3	4	5	6	7
% du total en 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2015	104,1	1,6	1,9	0,7	1,5	1,6	1,5
2016	105,5	1,4	1,4	1,1	1,3	1,6	1,4
2017	107,4	1,8	1,8	1,7	1,9	1,5	1,5
2017 T3	103,8	1,8	1,7	2,0	2,1	1,1	1,5
T4	114,0	1,5	1,6	1,4	1,8	1,0	1,5
2018 T1	102,6	2,1	1,8	2,8	2,3	1,5	1,8
T2	113,7	2,2	1,9	2,9	2,5	1,6	2,2

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

4 Prix et coûts

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

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

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

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5 Monnaie et crédit

5.1 Agrégats monétaires ¹⁾

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10	11	12
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions								Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans
1	2	3	4	5								
Encours												
2015	1 037,7	5 575,8	6 613,5	1 444,1	2 159,7	3 603,8	10 217,2	74,5	485,1	75,6	635,2	10 852,4
2016	1 075,5	6 083,9	7 159,4	1 329,8	2 221,2	3 551,0	10 710,4	70,4	523,2	91,7	685,2	11 395,7
2017	1 112,0	6 635,7	7 747,7	1 194,4	2 261,2	3 455,6	11 203,3	75,7	509,4	75,7	660,8	11 864,1
2017 T4	1 112,0	6 635,7	7 747,7	1 194,4	2 261,2	3 455,6	11 203,3	75,7	509,4	75,7	660,8	11 864,1
2018 T1	1 113,4	6 746,1	7 859,5	1 171,5	2 258,5	3 430,0	11 289,5	71,6	505,7	74,6	651,9	11 941,4
T2	1 133,3	6 906,3	8 039,6	1 183,4	2 269,8	3 453,2	11 492,8	73,9	509,1	67,7	650,8	12 143,6
T3 ^(p)	1 151,8	7 017,1	8 168,9	1 123,1	2 285,1	3 408,2	11 577,1	70,7	492,5	57,9	621,1	12 198,2
2018 Avril	1 122,2	6 758,9	7 881,1	1 158,9	2 263,4	3 422,3	11 303,4	77,4	510,9	75,2	663,5	11 966,9
Mai	1 128,3	6 850,3	7 978,6	1 163,1	2 265,3	3 428,4	11 407,0	71,3	503,6	65,1	640,0	12 047,0
Juin	1 133,3	6 906,3	8 039,6	1 183,4	2 269,8	3 453,2	11 492,8	73,9	509,1	67,7	650,8	12 143,6
Juillet	1 136,5	6 915,1	8 051,6	1 158,9	2 277,5	3 436,4	11 488,0	67,0	510,5	65,2	642,7	12 130,6
Août	1 143,8	6 937,5	8 081,3	1 139,6	2 281,4	3 421,0	11 502,3	71,2	503,5	68,8	643,5	12 145,8
Septembre ^(p)	1 151,8	7 017,1	8 168,9	1 123,1	2 285,1	3 408,2	11 577,1	70,7	492,5	57,9	621,1	12 198,2
Flux												
2015	66,5	566,9	633,3	-134,5	12,3	-122,2	511,2	-47,4	49,7	-27,2	-24,9	486,2
2016	37,9	541,7	579,6	-105,4	16,0	-89,3	490,3	-4,2	38,0	16,9	50,7	541,0
2017	36,6	588,1	624,7	-112,3	36,3	-76,0	548,7	6,7	-13,7	-19,1	-26,0	522,6
2017 T4	7,2	108,9	116,1	-21,6	9,9	-11,7	104,4	9,4	-21,4	-5,9	-17,9	86,5
2018 T1	1,4	107,2	108,6	-21,2	5,9	-15,3	93,3	-3,9	-3,6	-0,1	-7,6	85,7
T2	19,9	149,6	169,5	8,6	10,6	19,2	188,7	-0,9	3,7	-8,6	-5,8	182,9
T3 ^(p)	17,5	109,0	126,5	-60,6	15,3	-45,3	81,2	-3,3	-16,8	-9,2	-29,3	51,9
2018 Avril	8,8	9,5	18,3	-13,3	4,9	-8,4	9,9	3,0	5,1	0,1	8,2	18,1
Mai	6,2	84,8	90,9	1,3	1,5	2,9	93,8	-6,6	-7,2	-11,0	-24,9	68,9
Juin	5,0	55,3	60,3	20,6	4,1	24,7	85,0	2,6	5,8	2,4	10,9	95,9
Juillet	2,1	9,7	11,8	-23,5	7,7	-15,8	-4,0	-6,8	1,1	-2,3	-8,0	-12,0
Août	7,3	20,8	28,1	-20,0	3,9	-16,0	12,1	4,1	-7,0	3,6	0,8	12,9
Septembre ^(p)	8,0	78,5	86,5	-17,1	3,6	-13,5	73,0	-0,6	-10,9	-10,5	-22,0	51,0
Taux de croissance												
2015	6,8	11,3	10,6	-8,5	0,6	-3,3	5,3	-38,9	11,4	-25,4	-3,8	4,7
2016	3,7	9,7	8,8	-7,3	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	22,2	8,0	5,0
2017	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,9	-3,8	4,6
2017 T4	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,9	-3,8	4,6
2018 T1	2,4	8,5	7,6	-8,7	1,7	-2,1	4,4	-1,6	-4,8	-23,3	-7,0	3,7
T2	3,5	8,2	7,5	-5,4	1,7	-0,9	4,8	5,2	-0,9	-14,7	-1,9	4,5
T3 ^(p)	4,2	7,3	6,8	-7,8	1,9	-1,5	4,2	2,2	-7,2	-29,1	-8,9	3,5
2018 Avril	2,8	7,8	7,0	-8,4	1,8	-1,9	4,2	5,3	-1,6	-5,5	-1,3	3,8
Mai	3,2	8,3	7,5	-7,6	1,7	-1,7	4,6	-3,6	-3,1	-20,8	-5,3	4,0
Juin	3,5	8,2	7,5	-5,4	1,7	-0,9	4,8	5,2	-0,9	-14,7	-1,9	4,5
Juillet	3,6	7,5	6,9	-6,5	1,9	-1,1	4,4	-2,1	-1,5	-16,7	-3,3	4,0
Août	3,9	6,8	6,4	-7,6	1,8	-1,5	3,9	-2,6	-3,3	-10,0	-4,0	3,4
Septembre ^(p)	4,2	7,3	6,8	-7,8	1,9	-1,5	4,2	2,2	-7,2	-29,1	-8,9	3,5

Source : BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3 ¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques ⁴⁾
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2015	1 953,2	1 503,9	323,6	117,4	8,3	5 750,7	3 060,7	695,0	1 992,3	2,7	957,9	226,6	365,5
2016	2 082,5	1 617,4	296,5	160,3	8,4	6 052,3	3 400,9	644,8	2 004,7	1,9	989,1	198,2	383,2
2017	2 244,0	1 787,8	287,1	159,7	9,5	6 300,9	3 696,7	561,5	2 042,0	0,6	1 009,9	202,2	409,9
2017 T4	2 244,0	1 787,8	287,1	159,7	9,5	6 300,9	3 696,7	561,5	2 042,0	0,6	1 009,9	202,2	409,9
2018 T1	2 258,6	1 820,7	273,3	157,1	7,6	6 375,2	3 788,4	542,8	2 042,5	1,5	991,1	209,5	413,2
T2	2 298,7	1 856,8	278,6	156,4	6,9	6 462,8	3 870,2	535,9	2 055,7	1,0	1 025,2	220,7	425,9
T3 ^(p)	2 325,8	1 894,7	266,9	157,5	6,7	6 539,9	3 945,5	525,6	2 067,8	1,1	982,1	210,1	437,9
2018 Avril	2 270,1	1 837,6	269,5	155,4	7,7	6 406,2	3 815,3	539,4	2 049,7	1,8	953,1	211,5	417,7
Mai	2 296,2	1 863,5	269,9	156,2	6,7	6 432,8	3 843,0	536,6	2 051,9	1,3	985,1	217,7	418,1
Juin	2 298,7	1 856,8	278,6	156,4	6,9	6 462,8	3 870,2	535,9	2 055,7	1,0	1 025,2	220,7	425,9
Juillet	2 296,0	1 861,4	271,1	156,1	7,4	6 490,7	3 893,6	532,8	2 062,5	1,8	990,4	216,5	424,8
Août	2 301,6	1 869,6	268,1	157,4	6,5	6 513,0	3 918,8	527,9	2 064,5	1,8	963,7	213,2	438,2
Septembre ^(p)	2 325,8	1 894,7	266,9	157,5	6,7	6 539,9	3 945,5	525,6	2 067,8	1,1	982,1	210,1	437,9
Flux													
2015	85,1	124,3	-32,9	4,9	-11,2	194,7	303,8	-109,8	1,2	-0,4	88,3	-0,5	29,6
2016	128,2	151,8	-24,0	0,2	0,2	299,8	333,3	-46,3	13,7	-0,8	30,9	-29,6	18,8
2017	178,2	180,4	-3,2	-0,2	1,1	253,9	303,7	-81,9	33,4	-1,3	53,9	5,9	26,9
2017 T4	23,2	16,4	1,2	1,4	4,2	47,6	65,2	-21,8	5,5	-1,3	42,4	2,2	-8,9
2018 T1	17,4	34,9	-12,9	-2,7	-1,9	76,6	84,8	-18,4	9,4	0,9	-16,8	7,6	3,2
T2	32,5	31,6	2,6	-0,8	-0,7	85,3	80,9	-7,8	12,6	-0,5	26,9	10,9	12,3
T3 ^(p)	26,7	37,7	-11,9	1,0	-0,1	77,1	75,4	-10,4	12,0	0,0	-44,6	-10,6	11,9
2018 Avril	9,5	15,5	-4,4	-1,7	0,1	30,2	26,5	-3,8	7,1	0,3	-41,7	1,8	4,4
Mai	21,4	23,4	-1,8	0,8	-1,0	25,1	27,3	-3,6	1,9	-0,5	28,5	5,9	0,2
Juin	1,6	-7,3	8,7	0,1	0,2	30,1	27,1	-0,4	3,6	-0,3	40,1	3,2	7,7
Juillet	-1,6	5,3	-7,2	-0,3	0,5	28,2	23,6	-3,0	6,8	0,7	-34,4	-4,1	-1,1
Août	4,7	7,7	-3,4	1,3	-0,9	21,9	25,0	-5,0	1,9	0,0	-27,8	-3,4	13,4
Septembre ^(p)	23,5	24,6	-1,4	0,0	0,2	26,9	26,8	-2,4	3,3	-0,7	17,6	-3,1	-0,5
Taux de croissance													
2015	4,6	9,0	-9,2	4,4	-57,6	3,5	11,0	-13,6	0,1	-13,2	10,2	-0,2	8,8
2016	6,7	10,1	-7,5	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,6	-29,9	3,1	-13,0	5,2
2017	8,6	11,2	-1,1	-0,1	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	3,0	7,0
2017 T4	8,6	11,2	-1,1	-0,1	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	3,0	7,0
2018 T1	5,3	8,1	-7,6	-0,2	17,9	4,0	8,3	-12,5	1,6	-42,2	5,4	10,4	5,4
T2	4,9	7,2	-5,2	-1,2	6,7	4,5	8,6	-10,8	1,8	-54,2	6,7	13,0	5,6
T3 ^(p)	4,5	6,8	-7,4	-0,7	27,6	4,6	8,4	-10,0	1,9	-46,0	0,8	5,0	4,4
2018 Avril	5,5	8,3	-7,6	-0,6	13,4	4,2	8,4	-12,0	1,8	-40,6	1,5	7,2	5,0
Mai	5,7	8,7	-8,2	-0,9	7,1	4,2	8,5	-11,7	1,7	-48,3	3,7	11,6	4,5
Juin	4,9	7,2	-5,2	-1,2	6,7	4,5	8,6	-10,8	1,8	-54,2	6,7	13,0	5,6
Juillet	4,5	6,8	-6,8	-1,0	20,6	4,7	8,7	-10,4	2,0	-13,9	1,9	11,7	3,7
Août	4,0	6,2	-7,2	-0,7	13,3	4,5	8,5	-10,6	1,9	-11,0	-2,2	7,5	5,0
Septembre ^(p)	4,5	6,8	-7,4	-0,7	27,6	4,6	8,4	-10,0	1,9	-46,0	0,8	5,0	4,4

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

5.3 Créances sur les résidents de la zone euro ¹⁾

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

	Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro								
	Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts						Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires
					Total	Aux sociétés non financières ³⁾	Aux ménages ⁴⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension ³⁾	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours												
2015	3 901,4	1 113,6	2 785,4	12 599,6	10 509,4	10 804,8	4 285,9	5 310,8	789,0	123,8	1 307,8	782,4
2016	4 393,8	1 083,6	3 297,1	12 877,2	10 707,8	10 978,8	4 310,1	5 449,0	836,0	112,7	1 385,4	784,0
2017	4 631,3	1 032,7	3 584,7	13 111,7	10 870,0	11 167,0	4 324,9	5 598,1	838,3	108,7	1 440,1	801,5
2017 T4	4 631,3	1 032,7	3 584,7	13 111,7	10 870,0	11 167,0	4 324,9	5 598,1	838,3	108,7	1 440,1	801,5
2018 T1	4 600,7	1 021,7	3 565,2	13 195,0	10 944,6	11 233,4	4 344,9	5 631,8	855,8	112,0	1 466,4	784,0
T2	4 600,1	1 017,9	3 568,0	13 278,5	10 992,0	11 330,3	4 354,2	5 659,7	857,8	120,3	1 499,6	787,0
T3 ^(p)	4 631,7	1 004,9	3 612,7	13 362,4	11 062,7	11 396,4	4 394,6	5 698,8	844,5	124,8	1 514,4	785,3
2018 Avril	4 594,5	1 021,6	3 559,0	13 251,1	10 963,1	11 256,5	4 358,7	5 644,5	842,1	117,9	1 484,2	803,8
Mai	4 576,7	1 023,2	3 539,3	13 300,4	11 008,4	11 302,2	4 384,5	5 650,5	852,9	120,6	1 490,5	801,5
Juin	4 600,1	1 017,9	3 568,0	13 278,5	10 992,0	11 330,3	4 354,2	5 659,7	857,8	120,3	1 499,6	787,0
Juillet	4 618,3	1 010,4	3 593,6	13 333,3	11 023,9	11 351,8	4 381,8	5 676,9	844,6	120,6	1 520,3	789,2
Août	4 612,5	1 003,8	3 594,5	13 346,0	11 047,4	11 375,7	4 390,8	5 691,9	844,7	119,9	1 519,2	779,4
Septembre ^(p)	4 631,7	1 004,9	3 612,7	13 362,4	11 062,7	11 396,4	4 394,6	5 698,8	844,5	124,8	1 514,4	785,3
Flux												
2015	295,0	-21,3	316,0	83,8	56,7	76,4	-12,7	97,3	-22,2	-5,7	25,6	1,5
2016	487,4	-34,5	521,8	317,6	233,9	257,8	82,4	119,7	42,9	-11,1	79,7	4,0
2017	290,6	-43,1	333,1	360,5	272,1	314,3	82,1	172,9	20,7	-3,7	64,2	24,2
2017 T4	90,1	-15,8	105,8	87,5	74,9	92,1	33,3	48,2	-3,5	-3,2	5,9	6,8
2018 T1	-39,9	-10,2	-29,7	115,7	101,9	97,7	39,7	39,1	19,7	3,4	28,9	-15,1
T2	35,9	-4,3	39,8	88,6	52,7	105,7	11,8	35,9	-3,2	8,1	33,6	2,3
T3 ^(p)	58,3	-12,8	71,4	100,5	86,3	83,4	48,9	46,9	-13,9	4,4	16,0	-1,8
2018 Avril	-4,0	-0,1	-3,9	45,8	13,6	17,7	13,5	12,1	-17,8	5,8	17,6	14,6
Mai	25,8	1,1	24,3	56,2	48,4	51,7	26,6	11,2	7,9	2,6	6,3	1,5
Juin	14,1	-5,4	19,4	-13,5	-9,3	36,2	-28,4	12,6	6,7	-0,2	9,7	-13,8
Juillet	26,4	-6,0	32,4	57,4	36,8	26,2	29,8	19,3	-12,4	0,2	20,8	-0,2
Août	18,3	-6,7	25,1	15,4	23,1	22,9	10,1	14,4	-0,8	-0,7	0,0	-7,7
Septembre ^(p)	13,6	-0,1	14,0	27,7	26,4	34,3	9,0	13,3	-0,8	4,9	-4,7	6,1
Taux de croissance												
2015	8,2	-1,9	12,8	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,7	-4,4	2,0	0,2
2016	12,4	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,1	0,5
2017	6,7	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,3	4,6	3,1
2017 T4	6,7	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,3	4,6	3,1
2018 T1	3,9	-4,0	6,4	2,6	2,6	3,0	2,2	3,0	2,4	-0,4	4,0	-0,1
T2	3,9	-3,9	6,4	2,8	2,8	3,5	2,5	3,0	3,3	6,8	4,9	-1,3
T3 ^(p)	3,2	-4,1	5,4	3,0	2,9	3,4	3,1	3,1	-0,1	11,4	5,9	-1,0
2018 Avril	3,2	-4,0	5,5	2,9	2,7	3,1	2,4	3,0	2,8	3,7	5,2	1,8
Mai	3,4	-3,6	5,6	3,2	3,0	3,3	2,8	3,0	3,8	8,1	4,6	2,0
Juin	3,9	-3,9	6,4	2,8	2,8	3,5	2,5	3,0	3,3	6,8	4,9	-1,3
Juillet	3,7	-3,9	6,1	3,0	3,0	3,4	2,9	3,3	1,5	5,6	5,1	-1,1
Août	3,3	-4,4	5,6	3,0	2,9	3,4	3,0	3,1	0,8	4,5	6,1	-1,8
Septembre ^(p)	3,2	-4,1	5,4	3,0	2,9	3,4	3,1	3,1	-0,1	11,4	5,9	-1,0

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

5.4 Prêts accordés par les IFM aux sociétés non financières et aux ménages de la zone euro ¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾				
	Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consomma- tion	Prêts au logement	Autres prêts
	1	2				6	7			
		Prêts corrigés ⁴⁾				Prêts corrigés ⁴⁾				
			3	4	5			8	9	10
	Encours									
2015	4 285,9	4 268,5	1 041,5	760,8	2 483,6	5 310,8	5 643,8	595,9	3 949,4	765,5
2016	4 310,1	4 309,7	1 001,9	796,5	2 511,7	5 449,0	5 728,9	615,9	4 083,2	749,9
2017	4 324,9	4 364,5	977,1	820,3	2 527,5	5 598,1	5 865,9	653,1	4 217,0	728,1
2017 T4	4 324,9	4 364,5	977,1	820,3	2 527,5	5 598,1	5 865,9	653,1	4 217,0	728,1
2018 T1	4 344,9	4 381,9	1 001,5	819,8	2 523,6	5 631,8	5 905,2	662,8	4 243,3	725,7
T2	4 354,2	4 423,1	986,4	827,4	2 540,4	5 659,7	5 941,3	669,9	4 274,8	715,0
T3 ^(p)	4 394,6	4 459,8	997,7	837,2	2 559,8	5 698,8	5 976,5	675,4	4 310,5	712,9
2018 Avril	4 358,7	4 395,1	1 004,9	821,5	2 532,3	5 644,5	5 919,1	668,2	4 251,1	725,1
Mai	4 384,5	4 417,1	1 012,6	823,9	2 548,0	5 650,5	5 927,8	670,1	4 258,3	722,2
Juin	4 354,2	4 423,1	986,4	827,4	2 540,4	5 659,7	5 941,3	669,9	4 274,8	715,0
Juillet	4 381,8	4 443,2	997,4	832,6	2 551,7	5 676,9	5 955,5	675,1	4 286,6	715,2
Août	4 390,8	4 450,8	998,1	835,5	2 557,3	5 691,9	5 969,8	676,8	4 301,0	714,2
Septembre ^(p)	4 394,6	4 459,8	997,7	837,2	2 559,8	5 698,8	5 976,5	675,4	4 310,5	712,9
	Flux									
2015	-12,7	24,5	-60,8	32,1	16,1	97,3	75,5	21,2	80,2	-4,1
2016	82,4	99,5	-15,8	44,0	54,3	119,7	113,8	23,5	105,4	-9,3
2017	82,1	131,5	0,4	37,1	44,6	172,9	165,7	43,9	134,2	-5,2
2017 T4	33,3	56,1	3,0	10,8	19,5	48,2	45,8	11,6	36,8	-0,2
2018 T1	39,7	38,2	30,0	4,9	4,8	39,1	45,8	11,7	26,8	0,6
T2	11,8	45,3	-15,6	10,3	17,0	35,9	44,4	11,2	30,8	-6,0
T3 ^(p)	48,9	44,7	14,7	11,6	22,6	46,9	45,3	7,7	38,4	0,8
2018 Avril	13,5	13,0	3,4	1,5	8,7	12,1	13,5	4,6	8,0	-0,5
Mai	26,6	25,2	6,0	5,3	15,4	11,2	14,5	5,3	6,2	-0,3
Juin	-28,4	7,2	-24,9	3,6	-7,0	12,6	16,4	1,3	16,6	-5,3
Juillet	29,8	21,2	12,2	6,0	11,6	19,3	16,9	5,7	12,6	0,9
Août	10,1	8,2	0,7	3,0	6,4	14,4	13,7	2,1	13,4	-1,1
Septembre ^(p)	9,0	15,3	1,8	2,6	4,6	13,3	14,6	-0,1	12,4	1,0
	Taux de croissance									
2015	-0,3	0,6	-5,5	4,4	0,7	1,9	1,4	3,7	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,6	5,8	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,2
2017	1,9	3,1	0,0	4,7	1,8	3,2	2,9	7,1	3,3	-0,7
2017 T4	1,9	3,1	0,0	4,7	1,8	3,2	2,9	7,1	3,3	-0,7
2018 T1	2,2	3,2	2,5	4,4	1,4	3,0	2,9	7,1	3,0	-0,5
T2	2,5	4,0	1,2	5,4	2,1	3,0	3,0	7,2	3,1	-1,3
T3 ^(p)	3,1	4,3	3,3	4,7	2,6	3,1	3,1	6,6	3,2	-0,7
2018 Avril	2,4	3,3	3,2	4,1	1,5	3,0	2,9	7,5	2,9	-0,4
Mai	2,8	3,7	3,4	4,7	1,9	3,0	2,9	7,2	3,1	-0,6
Juin	2,5	4,0	1,2	5,4	2,1	3,0	3,0	7,2	3,1	-1,3
Juillet	2,9	4,0	2,5	5,4	2,3	3,3	3,0	7,3	3,4	-0,8
Août	3,0	4,1	2,7	5,4	2,4	3,1	3,1	7,0	3,2	-0,9
Septembre ^(p)	3,1	4,3	3,3	4,7	2,6	3,1	3,1	6,6	3,2	-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 ¹⁾

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

	Passif des IFM						Actif des IFM			
	Dépôts de l'administration centrale ²⁾	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Position extérieure nette	Autre		
		Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total	Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾	Prises en pension de contreparties centrales ³⁾
Encours										
2015	284,7	6 999,2	2 119,4	80,0	2 255,8	2 543,9	1 350,6	284,7	205,9	135,6
2016	314,2	6 956,7	2 090,9	70,9	2 146,5	2 648,4	1 133,3	262,2	205,9	121,6
2017	356,5	6 768,9	1 968,8	59,7	2 016,2	2 724,2	934,1	312,3	143,5	92,5
2017 T4	356,5	6 768,9	1 968,8	59,7	2 016,2	2 724,2	934,1	312,3	143,5	92,5
2018 T1	339,7	6 748,3	1 952,1	59,4	2 020,0	2 716,7	911,3	322,5	135,9	86,2
T2	318,2	6 699,6	1 949,9	58,5	2 021,1	2 670,1	863,4	419,3	174,1	183,8
T3 ^(p)	416,5	6 696,4	1 935,1	56,8	2 048,4	2 656,1	889,4	427,7	177,3	183,0
2018 Avril	349,7	6 768,0	1 956,2	59,3	2 019,9	2 732,6	880,8	358,2	147,0	151,8
Mai	329,2	6 750,3	1 950,8	58,9	2 029,9	2 710,7	857,5	391,9	177,3	186,6
Juin	318,2	6 699,6	1 949,9	58,5	2 021,1	2 670,1	863,4	419,3	174,1	183,8
Juillet	352,7	6 689,2	1 954,3	57,8	2 011,7	2 665,4	847,8	373,1	184,1	192,4
Août	401,2	6 674,7	1 944,4	57,4	2 012,9	2 660,0	848,7	414,3	181,4	189,0
Septembre ^(p)	416,5	6 696,4	1 935,1	56,8	2 048,4	2 656,1	889,4	427,7	177,3	183,0
Flux										
2015	8,9	-216,5	-106,3	-13,5	-210,9	114,2	-87,5	-12,7	21,4	-4,0
2016	26,7	-122,7	-69,6	-9,1	-118,4	74,4	-274,9	-85,3	12,8	-12,0
2017	46,1	-80,4	-84,7	-8,7	-70,4	83,4	-98,3	-64,4	-60,9	-27,6
2017 T4	-8,9	-32,5	-17,8	-1,8	-10,5	-2,4	-76,1	-56,5	3,2	7,9
2018 T1	-16,7	8,7	-16,3	-1,3	12,3	14,0	62,2	-60,2	-7,6	-6,3
T2	-21,5	-26,0	-5,4	-0,9	-24,8	5,1	-65,8	76,7	16,4	19,4
T3 ^(p)	101,8	41,5	-15,0	-1,7	23,7	34,6	41,8	-5,5	3,2	-0,8
2018 Avril	10,1	6,9	3,3	-0,2	-9,1	12,9	-37,8	31,0	-10,6	-12,6
Mai	-20,5	-16,3	-7,7	-0,4	-6,8	-1,4	-52,8	2,9	30,3	34,7
Juin	-11,1	-16,6	-1,0	-0,4	-8,8	-6,4	24,7	42,8	-3,2	-2,8
Juillet	34,4	12,3	4,9	-0,7	-5,5	13,6	-1,1	-48,0	10,0	8,6
Août	48,4	-3,1	-10,4	-0,4	-2,0	9,7	-8,1	32,7	-2,6	-3,5
Septembre ^(p)	19,0	32,3	-9,6	-0,6	31,2	11,2	51,1	9,8	-4,1	-6,0
Taux de croissance										
2015	3,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,6	4,6	-	-	11,6	-2,9
2016	9,4	-1,7	-3,3	-11,5	-5,3	2,8	-	-	6,3	-9,0
2017	14,5	-1,2	-4,1	-12,4	-3,4	3,2	-	-	-29,7	-22,7
2017 T4	14,5	-1,2	-4,1	-12,4	-3,4	3,2	-	-	-29,7	-22,7
2018 T1	11,8	-0,9	-4,1	-12,5	-1,5	2,5	-	-	-25,6	-22,2
T2	5,7	-1,1	-3,2	-10,8	-2,6	2,0	-	-	-3,6	-18,0
T3 ^(p)	15,0	-0,1	-2,7	-9,4	0,0	1,9	-	-	7,7	4,9
2018 Avril	7,3	-0,6	-3,6	-12,8	-1,6	2,8	-	-	-28,4	-28,3
Mai	5,9	-1,0	-3,6	-10,3	-2,4	2,4	-	-	-6,8	-12,4
Juin	5,7	-1,1	-3,2	-10,8	-2,6	2,0	-	-	-3,6	-18,0
Juillet	10,2	-0,8	-2,5	-10,4	-2,9	2,3	-	-	22,7	23,3
Août	16,9	-0,8	-2,7	-9,8	-2,5	2,1	-	-	24,6	34,2
Septembre ^(p)	15,0	-0,1	-2,7	-9,4	0,0	1,9	-	-	7,7	4,9

Source : BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

6 Évolutions budgétaires

6.1 Déficit/excédent

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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 T3	46,1	45,7	12,7	12,9	15,3	0,4	47,1	43,4	9,9	5,1	2,0	22,5	3,7
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	3,8
T2	46,1	45,7	12,9	12,9	15,2	0,4	46,6	42,9	9,8	5,1	1,9	22,3	3,7

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

6.3 Ratio dette publique/PIB

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

	Total	Instrument financier			Détenteur			Durée initiale		Durée résiduelle			Devises	
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents	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	45,4	27,3	46,4	9,8	82,0	18,8	31,8	41,1	89,7	2,1
2015	89,9	2,8	16,2	70,9	45,3	28,5	44,5	9,1	80,8	17,5	31,2	41,2	87,8	2,1
2016	89,1	2,7	15,4	71,0	47,7	31,7	41,4	8,8	80,3	17,1	29,9	42,1	87,0	2,1
2017	86,8	2,6	14,2	70,0	48,4	33,0	38,5	8,0	78,8	15,9	28,8	42,2	85,0	1,8
2017 T3	88,2	2,8	14,6	70,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Évolutions budgétaires

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

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

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

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

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

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

6.5 Titres de créance des administrations publiques ¹⁾

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

	Service de la dette dû dans l'année ²⁾					Durée résiduelle moyenne en années ³⁾	Rendements nominaux moyens ⁴⁾						
	Total	Principal		Intérêts	Durée résiduelle moyenne en années ³⁾		Encours				Opérations		
		Échéances ≤ 3 mois	Échéances > 3 mois				Total	Taux variable	Coupon zéro	Taux fixe	Durées ≤ 1 an	Émissions	Remboursements
	1			2	3								
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 T2	13,8	12,1	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2
T3	13,0	11,3	3,7	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	13,0	11,4	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
2018 Avril	12,8	11,2	3,9	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
Mai	12,9	11,3	3,7	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,0
Juin	12,8	11,3	3,6	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9
Juillet	12,9	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	11,3	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	2,5	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 T3	-1,1	1,1	-0,7	-0,6	1,0	-3,1	-3,0	-2,5	1,5	
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	-0,4	1,1	-3,0	-2,7	-2,2	2,5	
T2	-0,3	1,9	-0,2	-0,5	0,9	-2,7	-2,7	-1,8	3,0	
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 T3	107,6	64,8	8,6	72,9	177,4	98,4	99,9	133,6	101,3	
T4	103,8	63,9	8,7	68,4	178,6	98,1	98,5	131,2	96,1	
2018 T1	106,8	62,7	8,5	69,3	180,3	98,7	99,4	132,9	93,4	
T2	106,3	61,5	8,3	69,1	179,7	98,1	99,1	133,1	104,0	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
	Lettonie	Lituanie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Autriche	Portugal	Slovénie	Slovaquie	Finlande
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
2014	-1,5	-0,6	1,3	-1,7	-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 T3	0,1	0,9	1,9	2,9	1,0	-1,2	-2,4	-0,5	-1,5	-1,4
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	1,5	3,1	1,6	-0,7	-0,7	0,5	-0,7	-0,7
T2	0,2	0,7	1,6	3,9	1,9	0,1	-0,9	0,6	-0,6	-1,1
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 T3	38,0	39,2	23,5	53,5	57,0	79,8	129,5	79,0	51,3	60,7
T4	40,0	39,4	23,0	50,9	57,0	78,3	124,8	74,1	50,9	61,3
2018 T1	35,5	36,0	22,2	50,5	55,1	77,2	125,4	75,5	50,8	60,0
T2	36,9	35,0	22,0	49,6	54,0	76,5	124,9	72,8	51,8	59,5

Source: Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2018**

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne

Téléphone +49 69 1344 0

Site internet www.ecb.europa.eu

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

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 24 octobre 2018.

ISSN 2363-3425 (PDF)

Numéro de catalogue UE QB-BP-18-007-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général