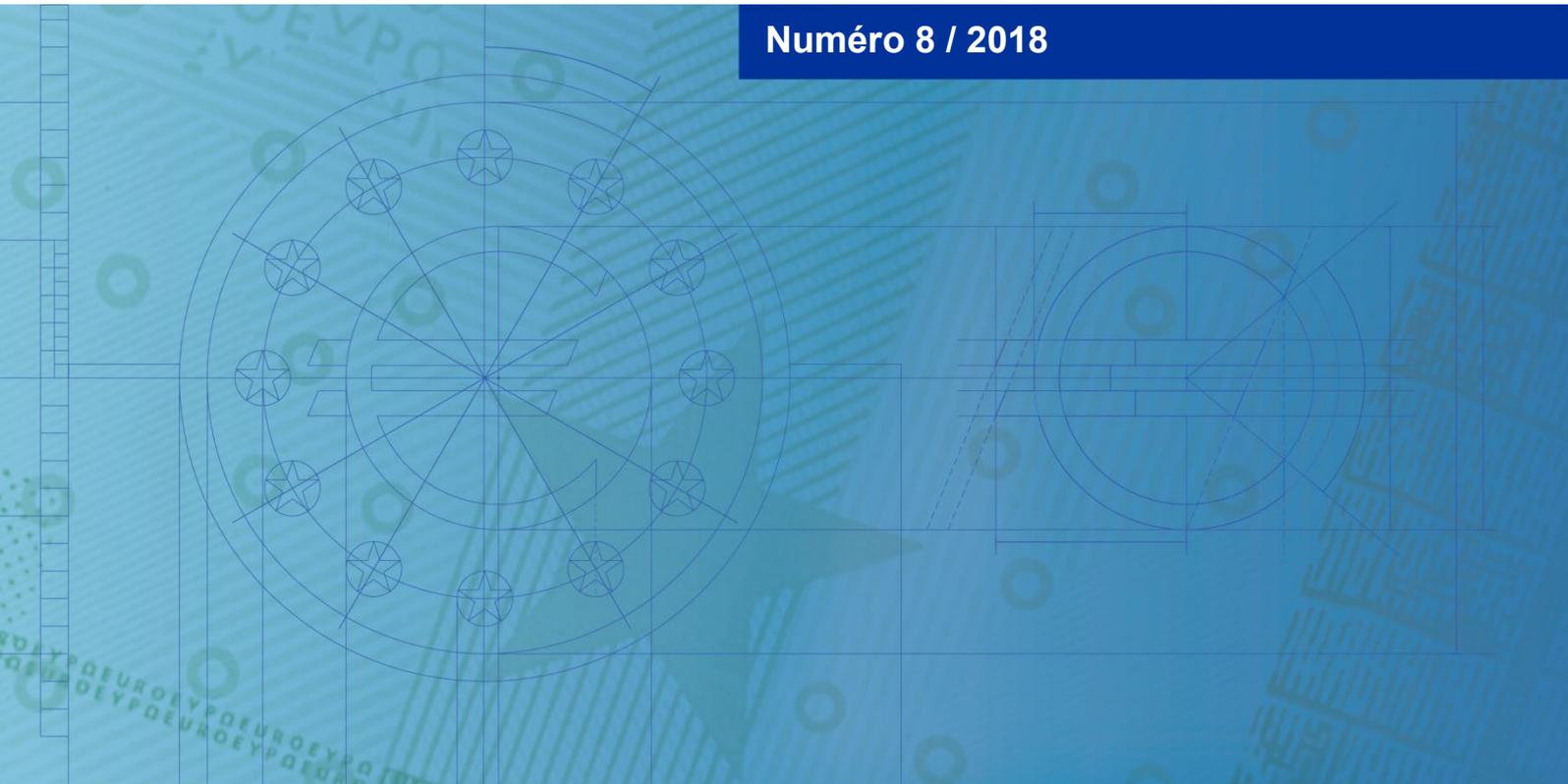




BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTÈME

Bulletin économique

Numéro 8 / 2018



Sommaire

Évolutions économiques et monétaires	2
Vue d'ensemble	2
1 Environnement extérieur	6
2 Évolutions financières	13
3 Activité économique	19
4 Prix et coûts	25
5 Monnaie et crédit	31
6 Évolutions budgétaires	39
Encadrés	42
1 Les vulnérabilités des marchés émergents – une comparaison avec les crises précédentes	42
2 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 1 ^{er} août au 30 octobre 2018	50
3 Comprendre le ralentissement de la croissance en 2018	56
4 Les changements de composition à l'origine de la croissance de l'emploi dans la zone euro pendant la reprise	60
5 Évolutions récentes du glissement conjoncturel des salaires dans la zone euro	65
6 Évaluation des projets de plans budgétaires pour 2019	70
Statistiques	S1

Évolutions économiques et monétaires

Vue d'ensemble

Lors de sa réunion de politique monétaire du 13 décembre, le Conseil des gouverneurs a décidé de mettre fin aux achats nets d'actifs en décembre 2018, tout en laissant les taux directeurs de la BCE inchangés et en approfondissant ses indications prospectives sur les réinvestissements. Alors que les données disponibles sont en retrait des anticipations, en raison du fléchissement de la demande extérieure mais aussi de certains facteurs spécifiques à des pays et des secteurs, la vigueur sous-jacente de la demande intérieure continue de soutenir l'expansion de la zone euro et la hausse progressive des tensions inflationnistes. Ces évolutions confortent la confiance du Conseil des gouverneurs dans la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers son objectif, au-delà même de l'arrêt des achats nets d'actifs. Cela étant, les incertitudes liées à des facteurs géopolitiques, à la menace protectionniste, aux vulnérabilités des marchés émergents et à la volatilité des marchés financiers demeurent fortes. Par conséquent, un niveau significatif de relance monétaire reste nécessaire pour appuyer la poursuite du renforcement des tensions domestiques sur les prix et de l'inflation totale à moyen terme. Les indications du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*), associées aux réinvestissements du volume considérable de titres acquis, continuent d'apporter le degré nécessaire de soutien monétaire en vue d'une convergence durable de l'inflation vers son objectif. En tout état de cause, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments de façon adéquate pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif.

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

Si l'activité économique mondiale demeure vigoureuse, elle est devenue plus inégale et des signes de ralentissement de la dynamique apparaissent. L'arrivée à maturité du cycle économique mondial, l'essoufflement du soutien apporté par les politiques publiques dans les économies avancées et l'impact des droits de douane appliqués entre les États-Unis et la Chine pèsent sur l'activité mondiale. La croissance du commerce mondial s'est légèrement ralentie et les incertitudes entourant l'avenir des relations commerciales se sont accrues. Dans le même temps, les conditions financières demeurent accommodantes dans les économies avancées, tandis qu'elles se sont durcies pour certaines économies de marché émergentes. À plus long terme, l'activité économique mondiale devrait se ralentir en 2019 et demeurer stable par la suite. Les tensions inflationnistes mondiales devraient lentement se renforcer parallèlement à la diminution des capacités inutilisées.

Les taux sans risque à long terme ont baissé dans un contexte d'incertitude géopolitique accrue et de perception d'une détérioration des perspectives

macroéconomiques depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre 2018. Les écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro ont été globalement stables, à l'exception de ceux de l'Italie, qui ont affiché une forte volatilité. Même si les anticipations de bénéfices des entreprises demeurent robustes, des révisions à la baisse, qui s'ajoutent à une réévaluation du risque, ont entraîné une baisse des prix des actions et des obligations des entreprises de la zone euro. Sur les marchés des changes, l'euro s'est globalement affaibli en termes pondérés des échanges commerciaux.

En glissement trimestriel, le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,2 % au troisième trimestre 2018, après une hausse de 0,4 % au cours des deux trimestres précédents. Les données et résultats d'enquête les plus récents ont été plus faibles qu'attendu, sous l'effet d'une diminution de la contribution de la demande extérieure et de certains facteurs spécifiques à des pays et des secteurs. Si certains de ces facteurs devraient s'estomper, ces évolutions n'en suggèrent pas moins un léger ralentissement à venir de la croissance. Dans le même temps, la demande intérieure, également soutenue par l'orientation accommodante de la politique monétaire du Conseil des gouverneurs, continue d'étayer l'expansion économique au sein de la zone euro. Le dynamisme des marchés du travail, qui se reflète dans la poursuite des créations d'emplois et de la hausse des salaires, continue de favoriser la consommation privée. L'investissement des entreprises, par ailleurs, bénéficie de la demande intérieure, des conditions de financement favorables et de l'amélioration des bilans. L'investissement immobilier résidentiel reste robuste. De plus, la croissance de l'activité mondiale devrait encore se poursuivre et soutenir les exportations de la zone euro, à un rythme réduit cependant.

Cette évaluation se reflète largement dans les projections macroéconomiques de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro. Ces projections tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 1,9 % en 2018, 1,7 % en 2019, 1,7 % en 2020 et 1,5 % en 2021. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2018 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été légèrement révisées à la baisse pour 2018 et 2019. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro peuvent encore être considérés comme globalement équilibrés. La balance des risques, toutefois, évolue à la baisse, en raison de la persistance des incertitudes liées aux facteurs géopolitiques, de la menace protectionniste, des vulnérabilités des marchés émergents et de la volatilité des marchés financiers.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est ralentie à 2,0 % en novembre 2018, après 2,2 % en octobre. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait diminuer au cours des prochains mois. Les mesures de l'inflation sous-jacente restent globalement modérées, mais les tensions d'origine interne sur les coûts continuent de s'accroître et de se généraliser dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et de tensions sur les marchés du travail alimentant la hausse des salaires. L'inflation sous-jacente devrait s'accroître à moyen terme, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE, la croissance économique en cours et l'accélération de la hausse des salaires.

Cette évaluation ressort également globalement des projections macroéconomiques de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 1,8 % en 2018, 1,6 % en 2019, 1,7 % en 2020 et 1,8 % en 2021. Par

comparaison avec les projections de septembre 2018 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de l'inflation mesurée par l'IPCH ont été revues légèrement à la hausse pour 2018 et à la baisse pour 2019. L'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait passer de 1,0 % en 2018 à 1,4 % en 2019, 1,6 % en 2020 et 1,8 % en 2021.

La croissance de l'agrégat large (M3) s'est accélérée en octobre 2018, dans un contexte de poursuite des arbitrages en faveur de sources de création monétaire plus auto-entretenues, en liaison avec la réduction des achats nets mensuels d'actifs effectués dans le cadre du programme d'achats d'actifs. La

croissance des prêts au secteur privé s'est poursuivie et est demeurée le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large, en dépit de signes de ralentissement, principalement en ce qui concerne les prêts aux sociétés non financières. Dans le même temps, les conditions de financement et du crédit bancaire sont restées très favorables. Les effets des mesures de politique monétaire en place depuis juin 2014 continuent de soutenir fortement les conditions d'emprunt des entreprises et des ménages, l'accès au financement – en particulier pour les petites et moyennes entreprises – et les flux de crédits dans la zone euro.

Le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait s'être sensiblement réduit en 2018 mais devrait légèrement se creuser l'année

prochaine. La réduction enregistrée en 2018 a principalement résulté de conditions conjoncturelles propices et d'une diminution des paiements d'intérêts. L'orientation budgétaire au niveau agrégé pour la zone euro devrait être globalement neutre en 2018, plus souple en 2019 et 2020 et redevenir neutre en 2021.

Décisions de politique monétaire

Au terme de l'examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a pris les décisions suivantes. Le Conseil des

gouverneurs a décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés et continue de prévoir qu'ils resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. S'agissant des mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé que les achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme* – APP) cesseront en décembre 2018. Dans le même temps, le Conseil des gouverneurs a approfondi ses indications prospectives sur les réinvestissements. Le Conseil des gouverneurs entend ainsi poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs

de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

1 Environnement extérieur

Si l'activité économique mondiale demeure vigoureuse, elle est devenue plus inégale et des signes de ralentissement de la dynamique apparaissent. L'arrivée à maturité du cycle économique mondial, l'essoufflement du soutien apporté par les politiques publiques dans les économies avancées et l'impact des droits de douane appliqués entre les États-Unis et la Chine pèsent sur l'activité mondiale. Dans le même temps, les conditions financières demeurent accommodantes dans les économies avancées, tandis qu'elles sont restées restrictives pour certaines économies de marché émergentes. La croissance du commerce mondial s'est légèrement ralentie et les incertitudes entourant l'avenir des relations commerciales se sont accrues. À plus long terme, l'activité économique mondiale devrait se ralentir en 2019 et demeurer stable au cours des deux années suivantes, dans le sillage de la diminution du soutien apporté par les politiques publiques et de la transition de la Chine vers une trajectoire de croissance plus faible. Les tensions inflationnistes mondiales devraient lentement se renforcer parallèlement à la diminution des capacités inutilisées. Les risques pesant sur l'activité mondiale sont orientés négativement.

Activité économique et échanges commerciaux à l'échelle mondiale

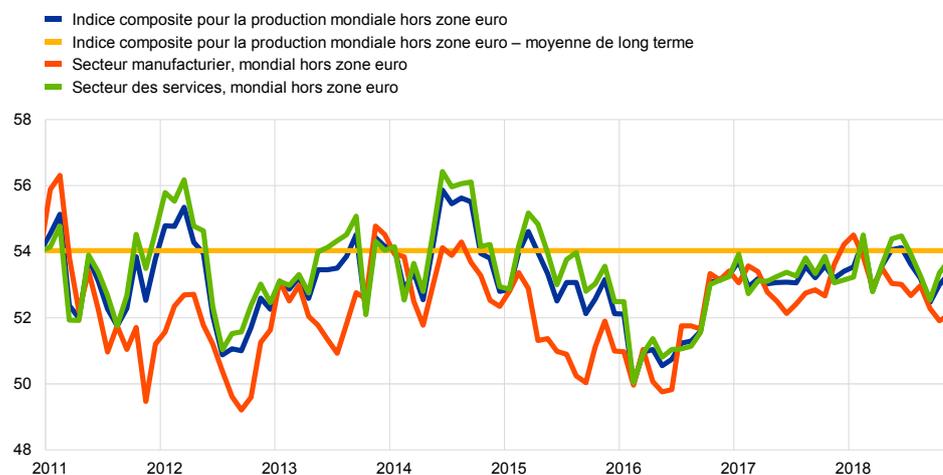
Si l'activité économique mondiale demeure vigoureuse, des signes de ralentissement de la dynamique apparaissent. L'expansion de l'économie mondiale s'est poursuivie à un rythme régulier au deuxième trimestre 2018, soutenue par un rebond de l'activité dans plusieurs économies avancées, notamment aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon. Aux États-Unis, le taux de croissance pour le troisième trimestre continue d'indiquer une activité soutenue, et au Royaume-Uni, la croissance du PIB a été vigoureuse, reflétant en partie une augmentation des dépenses publiques ; l'économie japonaise s'est contractée sur la même période, en grande partie en raison de facteurs temporaires liés à des catastrophes naturelles. Le tableau est plus contrasté pour la croissance dans les économies de marché émergentes (EME). L'activité économique s'est maintenue en Chine au troisième trimestre, mais elle s'est sensiblement ralentie dans les EME qui avaient connu des turbulences financières plus tôt dans l'année.

Les résultats d'enquêtes laissent présager un ralentissement de l'activité à court terme. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale hors zone euro a reculé progressivement depuis début 2018, principalement sous l'effet d'un ralentissement continu de l'activité manufacturière mondiale (cf. graphique 1). Le secteur des services a affiché de meilleures performances que le secteur manufacturier entre le début de l'année et novembre, en dépit d'une certaine volatilité des chiffres. La confiance des consommateurs a baissé récemment, en partant toutefois d'un niveau élevé.

Graphique 1

Indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale

(indices de diffusion)



Sources : Markit et calculs de la BCE.

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

Les conditions financières restent accommodantes dans les économies avancées, tandis que le tableau est relativement contrasté pour les EME.

En Chine, les conditions financières se sont assouplies à la suite des mesures prises par la Banque populaire de Chine en réponse à la détérioration des perspectives d'activité économique, dans un contexte de déséquilibres intérieurs et d'intensification des tensions commerciales. Toutefois, les conditions financières demeurent restrictives dans les EME les plus durement touchées par les turbulences observées sur les marchés financiers pendant l'été – notamment l'Argentine et la Turquie – et elles pèsent fortement sur leurs perspectives d'évolution de l'activité. Dans l'ensemble, le sentiment à l'égard du risque au niveau mondial ne s'est pas complètement rétabli depuis l'été et les investisseurs financiers se sont montrés réticents vis-à-vis des EME présentant des déséquilibres importants, des besoins de financement externe élevés et une marge de manœuvre limitée en matière de soutien apporté par les politiques publiques. À plus long terme, un nouveau relèvement des taux d'intérêt aux États-Unis par le Comité fédéral de l'*open market* dans le cadre de la poursuite de sa normalisation progressive de la politique monétaire, associé à une appréciation du dollar, pourrait entraîner un nouveau durcissement des conditions financières dans l'ensemble des EME.

À court terme, la dynamique conjoncturelle actuelle devrait soutenir l'activité mondiale.

Les économies avancées continuent de bénéficier des politiques monétaires accommodantes et des conditions financières favorables. L'important programme de relance budgétaire procyclique aux États-Unis, avec notamment une baisse des impôts et une hausse des dépenses, donnera également une impulsion à la croissance mondiale, dans le contexte d'un passage plus généralisé à des politiques budgétaires plus expansionnistes dans les économies avancées.

S'agissant de l'avenir, l'activité devrait se ralentir en 2019 et demeurer stable au cours des deux années suivantes.

Cette évolution reflète le ralentissement

conjoncturel attendu dans les économies avancées et en Chine. Les écarts de production sont déjà comblés dans de nombreuses économies avancées et, à moyen terme, les capacités de production inutilisées devraient se réduire dans les économies émergentes. L'intensification des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine devrait peser sur l'activité dans les deux pays. Même si l'impact au niveau mondial est toujours jugé relativement limité, l'incertitude accrue entourant l'avenir des relations commerciales pourrait affecter défavorablement la confiance et l'investissement. De plus, le soutien des politiques publiques devrait diminuer progressivement. Pour les États-Unis, le scénario de référence des projections prévoit que la stimulation apportée à la croissance par le programme de relance budgétaire atteindra son pic en 2019 ; au Japon, les effets de la relance budgétaire devraient se dissiper dès cette année. S'agissant de la politique monétaire, un resserrement progressif est attendu aux États-Unis, comme le reflètent les prix actuels sur les marchés financiers, et il devrait contribuer à un léger durcissement des conditions financières mondiales. Le profil d'évolution attendu de l'activité mondiale reflète également une reprise dans plusieurs économies de marché émergentes, notamment celles affectées par les récentes turbulences sur les marchés financiers. Globalement, le rythme de l'expansion mondiale devrait s'établir à des taux inférieurs à ceux observés avant la crise financière de 2007-2008.

S'agissant des évolutions dans les différents pays, à court terme, l'activité devrait demeurer vigoureuse aux États-Unis. Le dynamisme du marché du travail, les robustes bénéfices des entreprises et des conditions financières toujours favorables devraient soutenir la croissance. La relance budgétaire procyclique continuera de conforter les perspectives de croissance favorables l'année prochaine, tandis que le conflit commercial bilatéral avec la Chine devrait légèrement pénaliser l'activité et l'investissement. Par ailleurs, les élections de mi-mandat ont abouti à un contrôle partagé du Congrès, augmentant ainsi la probabilité d'un blocage législatif.

Au Japon, l'activité devrait connaître un rebond à court terme, mais le rythme de l'expansion économique devrait se ralentir progressivement par la suite. L'impact défavorable d'une série de catastrophes naturelles a pesé sur l'activité au troisième trimestre 2018, même si la croissance devrait se redresser au quatrième trimestre. Pour l'avenir, l'activité devrait bénéficier de la politique monétaire accommodante, mais des contraintes de capacité de plus en plus fortes devraient peser sur la croissance. Les salaires augmentent modérément, dans un contexte de tensions sur le marché du travail, ce qui devrait soutenir la dépense des ménages.

Au Royaume-Uni, on prévoit une croissance modérée en raison de l'atonie persistante de la demande intérieure. L'activité étonnamment robuste au troisième trimestre a été soutenue par plusieurs facteurs transitoires. Toutefois, l'incertitude élevée a continué de freiner l'investissement des entreprises, qui a poursuivi son recul pour le troisième trimestre consécutif. Les perspectives à court terme restent entourées d'une incertitude considérable en raison du prochain vote au Parlement de l'accord sur la sortie de l'UE.

Dans les pays d'Europe centrale et orientale, la croissance du PIB devrait rester robuste à court terme. L'activité est soutenue par la vigueur de l'investissement, en lien avec les fonds de l'UE, le dynamisme des dépenses de consommation et les

améliorations sur le marché du travail. À moyen terme, l'activité devrait se ralentir pour se rapprocher de son potentiel.

L'activité est demeurée soutenue en Chine, confortée par la vigueur de la consommation, les mesures de soutien prises par le gouvernement et la robustesse des exportations, peut-être liée en partie à des commandes anticipées en prévision du relèvement des droits de douane. Toutefois, à court terme, un ralentissement du marché de l'immobilier résidentiel et les effets décalés des efforts de désendettement antérieurs pourraient peser sur la croissance. Les nouveaux droits de douane appliqués par l'Administration américaine devraient également avoir un impact négatif sur l'activité. En Chine, leur effet global devrait toutefois être relativement limité, en raison des mesures de relance adoptées récemment. À moyen terme, les progrès réalisés dans la mise en œuvre des réformes structurelles devraient entraîner un ralentissement ordonné et un certain rééquilibrage de l'économie chinoise.

L'activité économique devrait se renforcer dans les grands pays exportateurs de matières premières. En Russie, la reprise économique devrait se poursuivre, soutenue par le renchérissement antérieur des prix du pétrole et l'amélioration de la demande intérieure dans un contexte de hausse du revenu disponible et du crédit. La récente baisse des cours du pétrole implique des risques à la baisse pour les perspectives de l'économie russe. À moyen terme, on estime que la croissance bénéficiera légèrement du plan de dépense pluriannuel annoncé récemment par le gouvernement. Au Brésil, l'activité devrait s'accélérer à court terme, avec la dissipation de l'impact des incertitudes politiques et des perturbations liées à la grève des routiers. À plus long terme, l'amélioration de la situation sur le marché du travail et le maintien de la politique monétaire accommodante devraient soutenir la consommation, les tensions inflationnistes demeurant contenues.

La Turquie devrait connaître un ajustement difficile au cours des prochains mois. En dépit de la récente stabilisation de la livre, les conditions financières demeurent restrictives. Associée à une inflation élevée et à des politiques monétaire et budgétaire procycliques, cette situation devrait peser sur l'activité économique.

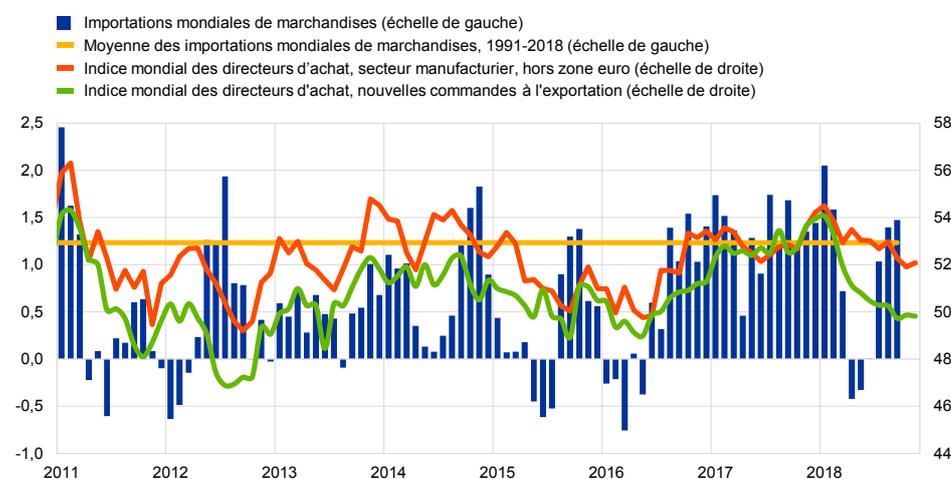
La croissance du commerce mondial s'est ralentie en 2018, après le fort dynamisme observé en 2017. Le volume des importations mondiales de marchandises a affiché une certaine volatilité cette année. Après avoir marqué le pas au deuxième trimestre 2018, les échanges commerciaux ont augmenté de 1,5 % au troisième trimestre, sous l'effet d'un renforcement des importations des EME. Pour les périodes suivantes, les indicateurs fournissent des signaux contrastés. Alors que l'indice mondial des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes à l'exportation va dans le sens d'une faiblesse sous-jacente accrue du commerce mondial (cf. graphique 2), d'autres indicateurs – tels que la production industrielle mondiale ou l'indice Tech Pulse – suggèrent une croissance régulière.

Les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine se sont aggravées. L'Administration américaine a annoncé des droits de douane portant sur 200 milliards de dollars supplémentaires d'exportations chinoises vers les États-Unis, et la Chine a riposté avec des droits de douane portant sur 60 milliards de dollars supplémentaires

d'exportations en provenance des États-Unis, ces deux mesures ayant pris effet le 24 septembre 2018. Ces annonces font suite aux droits de douane imposés précédemment qui portaient sur 50 milliards de dollars d'échanges bilatéraux de marchandises entre ces deux pays, ainsi qu'aux droits de douane appliqués aux exportations d'acier et d'aluminium vers les États-Unis et aux mesures de rétorsion prises par la Chine. Ces mesures devraient peser sur l'activité et les échanges commerciaux aux États-Unis et en Chine, mais leur impact au niveau mondial devrait rester relativement limité.

Graphique 2 Échanges internationaux de biens et enquêtes

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



Sources : Markit, Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB) et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à septembre 2018 pour les importations mondiales de marchandises et à novembre 2018 pour les indices des directeurs d'achat.

Dans la période à venir, les échanges internationaux devraient demeurer atones. Même si l'impact des droits de douane reste limité jusqu'à présent, il devrait affecter les échanges de marchandises entre les États-Unis et la Chine dans une plus large mesure l'année prochaine. Sur la période 2020-2021, le commerce mondial devrait croître globalement en phase avec l'activité.

La croissance économique mondiale devrait se ralentir l'année prochaine et demeurer stable au cours des deux années suivantes. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait ressortir à 3,8 % cette année, avant de revenir à 3,5 % en 2019. Sur la période 2020-2021, elle devrait être globalement stable. Cette trajectoire reflète le ralentissement attendu à court terme dans certaines économies émergentes en raison du durcissement des conditions financières. À plus long terme, l'expansion dans les économies avancées devrait se ralentir pour se rapprocher de la croissance potentielle. De plus, le rythme d'expansion en Chine devrait se modérer progressivement. La croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro devrait revenir de 4,3 % cette année à 3,1 % en 2019, avant d'augmenter légèrement à moyen terme. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2018 établies par les services de la BCE, la croissance du PIB mondial a été légèrement revue à la baisse pour 2018

et 2019, reflétant une détérioration des perspectives économiques dans certaines EME. La croissance de la demande étrangère adressée à la zone euro a également été révisée à la baisse pour 2019 et 2020, reflétant l'incidence du relèvement des droits de douane et de la détérioration des perspectives relatives à l'activité économique.

Les risques pesant sur l'activité mondiale sont orientés négativement. Une nouvelle escalade des conflits commerciaux pourrait peser fortement sur la croissance mondiale. Même si la trêve temporaire entre les États-Unis et la Chine a envoyé un signal positif, une forte incertitude demeure sur la question de savoir si les négociations aboutiront à un apaisement significatif des tensions commerciales entre ces deux pays. Les autres risques à la baisse ont trait à un durcissement plus rapide des conditions financières mondiales et à des tensions plus généralisées sur les marchés émergents, aux incertitudes relatives au processus de réforme en Chine ainsi qu'aux incertitudes politiques et géopolitiques, notamment les risques liés au Brexit.

Évolutions des prix au niveau mondial

Tout en étant très volatils, les prix du pétrole ont fortement baissé récemment La volatilité du prix du pétrole a largement reflété les informations relatives à l'offre sur le marché, même si, plus récemment, des anticipations d'une baisse de la demande mondiale ont pesé sur ce prix. Le prix du *Brent* a atteint un pic à 86 dollars le baril début octobre en liaison avec les anticipations d'une diminution significative des exportations de pétrole en provenance d'Iran, en raison de l'imminence des sanctions américaines, et avec la décision de l'OPEP et de la Russie de maintenir leur production à un niveau stable. Depuis lors, un ensemble de nouvelles positives du côté de l'offre, notamment les déclarations de l'Arabie saoudite et de la Russie indiquant qu'elles disposaient de capacités d'offre inutilisées suffisantes et l'annonce de dérogations temporaires aux sanctions américaines pour plusieurs grandes économies importatrices de pétrole iranien, ont contribué à une baisse du prix du pétrole. Plus récemment, des anticipations d'une diminution de la demande mondiale de pétrole ont également entraîné une baisse des prix. Compte tenu de ces évolutions, l'hypothèse relative aux prix du pétrole qui sous-tend les projections macroéconomiques de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème a été inférieure de quelque 5,8 % pour 2019 et 3,2 % pour 2020 à celle des précédentes projections. Depuis la date d'arrêt des projections, toutefois, le prix du pétrole a continué de baisser, s'établissant à 59 dollars le baril le 12 décembre.

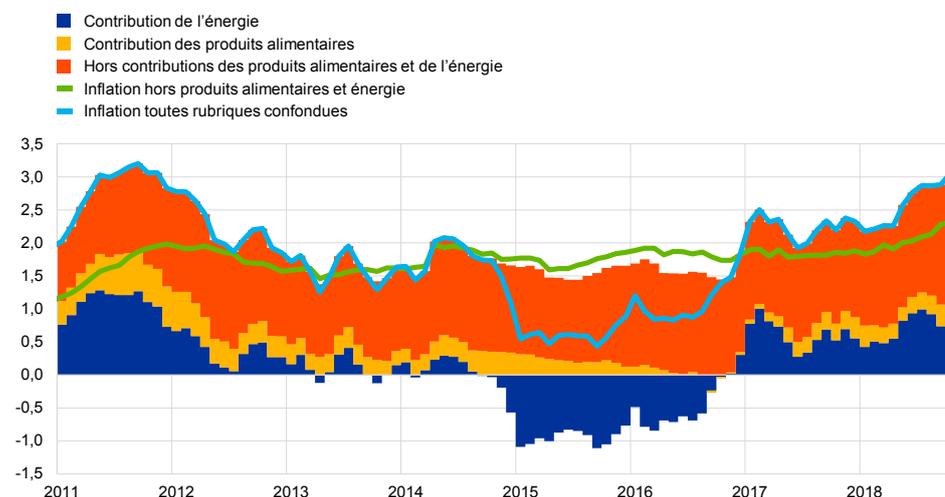
L'augmentation des prix du pétrole intervenue avant leur baisse récente avait exercé une pression à la hausse sur les prix à la consommation au niveau mondial. Dans les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), la hausse annuelle des prix à la consommation mesurée par l'IPC est ressortie à 3,1 % en octobre. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation est restée stable à 2,3 %, interrompant une très légère tendance à la hausse observée au cours de l'année dernière (cf. graphique 3). Dans le même temps, malgré les

tensions sur les marchés du travail dans les économies avancées, les tensions sur les salaires restent relativement modérées.

Graphique 3

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

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



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

S'agissant de l'avenir, les tensions inflationnistes mondiales devraient demeurer contenues. À court terme, les prix à l'exportation des concurrents de la zone euro devraient augmenter à la suite du renchérissement passé des prix du pétrole et de la hausse de l'inflation dans plusieurs EME touchées par des turbulences financières pendant l'été. À plus long terme, la baisse récente des prix du pétrole, et la courbe actuelle des contrats à terme sur le pétrole qui laisse présager un repli progressif des prix à moyen terme, impliquent une diminution de la contribution des prix de l'énergie à l'inflation. Par ailleurs, la diminution des capacités inutilisées au niveau mondial devrait exercer des tensions à la hausse sur l'inflation.

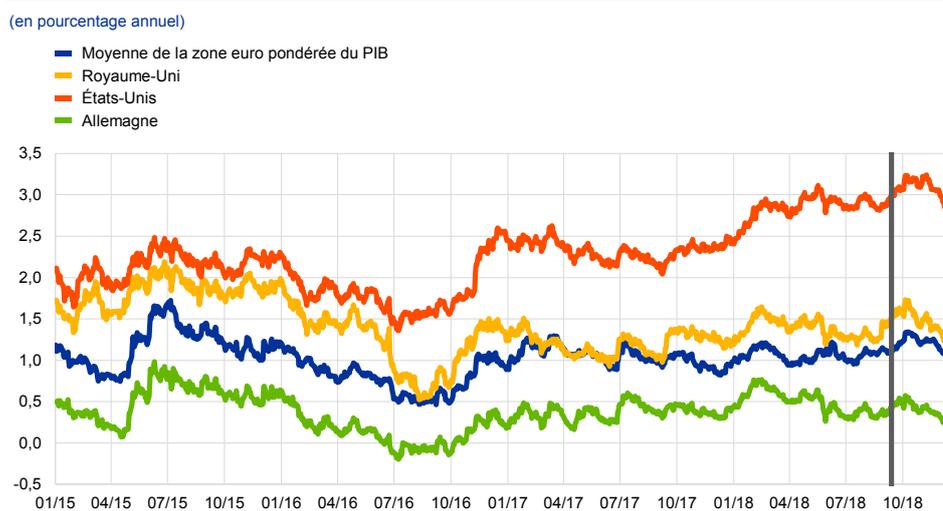
2 Évolutions financières

Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre 2018, les taux sans risque à long terme ont baissé au niveau mondial dans un contexte d'incertitude géopolitique accrue et de perception d'une détérioration des perspectives macroéconomiques. Les écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro ont été globalement stables, à l'exception de ceux de l'Italie, qui ont affiché une forte volatilité. Même si les anticipations de bénéfices des entreprises demeurent robustes, des révisions à la baisse, s'ajoutant à une réévaluation du risque, ont entraîné une baisse des prix des actions et des obligations des entreprises de la zone euro. Sur les marchés des changes, l'euro s'est globalement affaibli en termes pondérés des échanges commerciaux.

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

Au cours de la période sous revue (du 13 septembre au 12 décembre 2018), le taux des *swaps* au jour le jour (OIS) sans risque à dix ans de la zone euro et le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro ont diminué, revenant à 0,72 % (– 4 points de base) et 1,09 % (– 1 point de base), respectivement. Aux États-Unis (cf. graphique 4), le rendement de l'emprunt public à dix ans a baissé de 6 points de base pour s'inscrire à 2,91 % et au Royaume-Uni, il a diminué de 22 points de base, à 1,28 %. Les mouvements enregistrés sur la période et le recul global des rendements à long terme au niveau mondial résultent de l'incertitude géopolitique accrue et de plusieurs publications de données macroéconomiques moins bonnes que prévu.

Graphique 4
Rendements des obligations souveraines à dix ans



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

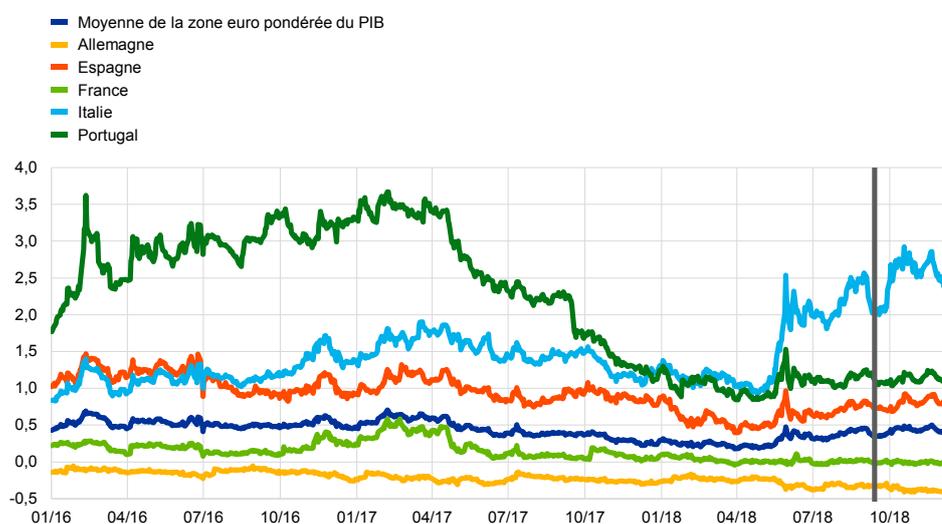
Notes : Données quotidiennes. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (13 septembre 2018). La dernière observation se rapporte au 12 décembre 2018.

Les écarts entre les rendements des obligations souveraines de la zone euro et le taux OIS sans risque sont demeurés globalement inchangés par rapport à septembre, en dépit d'une certaine volatilité. La situation sur le marché des obligations souveraines a été globalement stable tout au long de la période sous

revue, à l'exception du marché italien, où les écarts de rendement des obligations souveraines à dix ans ont augmenté de 26 points de base pour s'établir à 2,28 % dans un contexte de persistance de l'incertitude politique (cf. graphique 5). Dans l'ensemble, depuis le 13 septembre, les écarts de rendement des autres obligations souveraines de la zone euro sont demeurés globalement inchangés ; en conséquence, la moyenne pondérée du PIB des rendements des obligations souveraines de la zone euro à dix ans est demeurée stable, ressortant à 37 points de base le 5 décembre.

Graphique 5 Écarts des rendements des obligations souveraines vis-à-vis du taux OIS dans la zone euro

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : L'écart est calculé en soustrayant le taux OIS à dix ans du rendement souverain. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (13 septembre 2018). La dernière observation se rapporte au 12 décembre 2018.

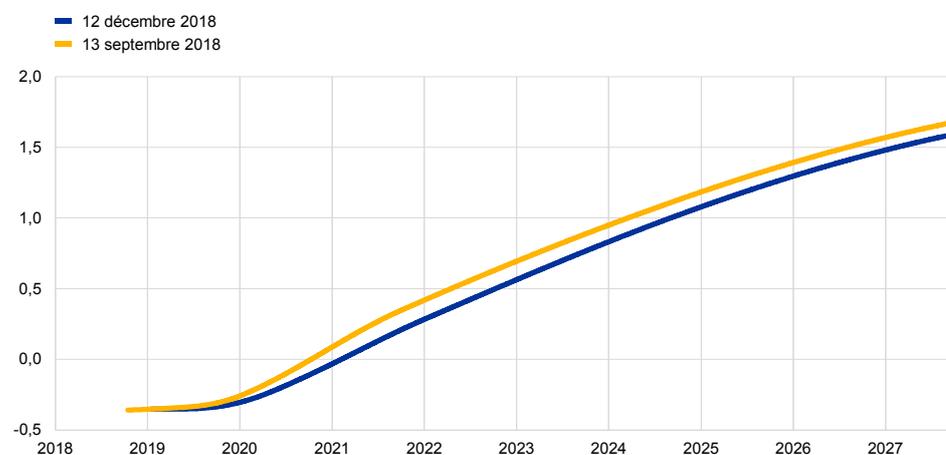
Le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) s'est établi en moyenne à – 36 points de base au cours de la période sous revue. L'excédent de liquidité a légèrement diminué, de 13 milliards d'euros environ, pour ressortir autour de 1 891 milliards. Cette baisse s'explique par une augmentation 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. Pour des informations plus détaillées sur les évolutions des conditions de la liquidité, cf. l'encadré 2.

La courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est déplacée légèrement vers le bas au cours de la période sous revue. La courbe demeure inférieure à zéro pour les horizons antérieurs à 2021, reflétant les anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux d'intérêt négatifs (cf. graphique 6).

Graphique 6

Taux anticipés de l'Eonia

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Les indices boursiers larges de la zone euro ont diminué dans un contexte d'accentuation de l'incertitude géopolitique et de propagation de la volatilité observée sur les marchés aux États-Unis. Sur la période sous revue, les prix des actions des banques et des sociétés non financières (SNF) de la zone euro ont baissé d'environ 13 % et 9 %, respectivement (cf. graphique 7). Des baisses d'ampleur comparable ont été observées aux États-Unis. Le recul des prix des actions de la zone euro résulte en partie de révisions à la baisse des anticipations de bénéfices des entreprises en raison de la détérioration perçue des perspectives macroéconomiques. Globalement, cependant, les anticipations de bénéfices demeurent supérieures à la moyenne pour les sociétés de la zone euro et continuent de soutenir les prix des actions. La volatilité s'est accentuée sur les marchés boursiers de la zone euro au cours de la période sous revue, dans un contexte de tensions persistantes sur les marchés obligataires souverains, d'incertitude géopolitique et de propagation de la volatilité observée sur les marchés boursiers aux États-Unis.

Graphique 7

Indices boursiers de la zone euro et des États-Unis

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



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

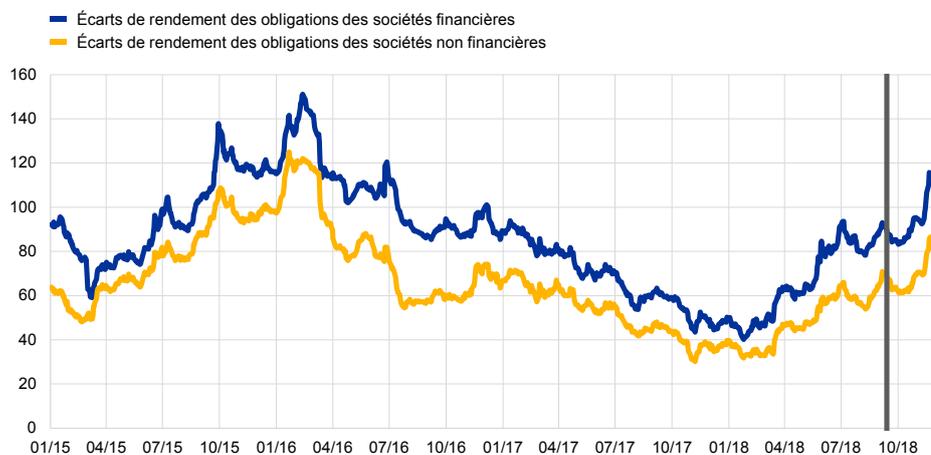
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (13 septembre 2018). La dernière observation se rapporte au 12 décembre 2018.

Les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises de la zone euro se sont accrus au cours de la période sous revue. Depuis septembre, l'écart de rendement des obligations bien notées émises par les SNF par rapport au taux sans risque a augmenté de 30 points de base environ pour s'inscrire à 96 points de base (cf. graphique 8). Les rendements des obligations du secteur financier ont également augmenté, entraînant un creusement de 35 points de base environ de leurs écarts de rendement. Les estimations fondées sur des modèles indiquent que cette augmentation reflète très probablement une réévaluation du risque plutôt qu'une hausse des probabilités de défaut. Dans l'ensemble, les écarts de rendement des obligations d'entreprises demeurent inférieurs aux niveaux observés en mars 2016, avant l'annonce, puis le lancement du programme d'achats de titres du secteur des entreprises.

Graphique 8

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

(en points de base)



Sources : Indices iBoxx et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (13 septembre 2018). La dernière observation se rapporte au 12 décembre 2018.

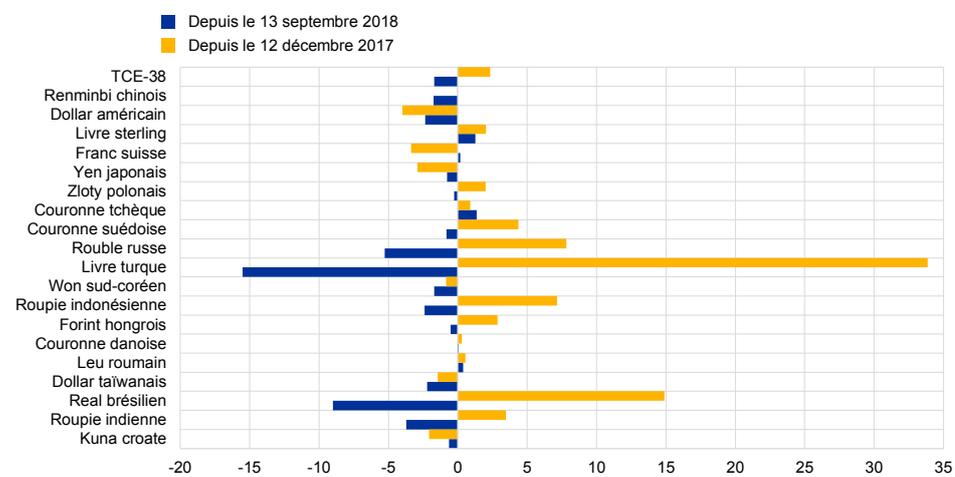
Sur les marchés des changes, l'euro s'est globalement affaibli en termes pondérés des échanges commerciaux (cf. graphique 9).

Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est déprécié de 1,7 %. En termes bilatéraux, l'euro s'est affaibli vis-à-vis de la plupart des devises. En particulier, il s'est déprécié par rapport au dollar (2,4 %), reflétant en partie les anticipations relatives à l'orientation future de la politique monétaire de la Réserve fédérale par rapport à celle de la BCE. L'euro s'est aussi globalement déprécié vis-à-vis des devises de la plupart des économies émergentes, y compris le renminbi chinois (1,7 %) et, en particulier, la livre turque (15,5 %), le real brésilien (9,0 %) et le rouble russe (5,3 %), qui ont continué de combler une partie de leurs pertes antérieures.

Graphique 9

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

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

3 Activité économique

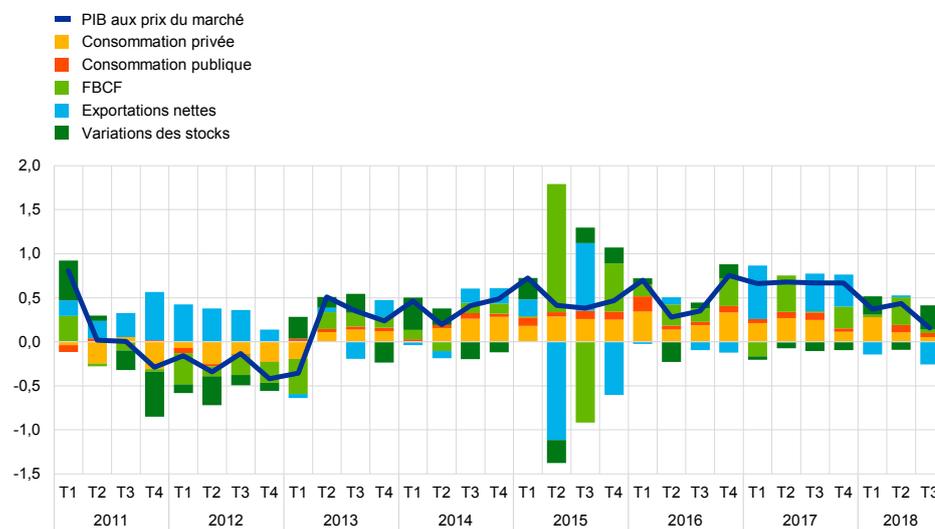
La croissance du PIB en volume de la zone euro s'est encore ralentie, ressortant à 0,2 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2018, principalement en raison d'évolutions propres aux différents secteurs. Pour les prochains mois, les informations disponibles demeurent globalement cohérentes avec une poursuite de la croissance économique, mais avec un accroissement des risques orientés négativement. La croissance du PIB en volume de la zone euro est principalement soutenue par la hausse de la consommation et de l'investissement du secteur privé. Les projections macroéconomiques de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 1,7 % en 2019, 1,7 % en 2020 et 1,5 % en 2021. Par rapport aux projections de septembre 2018, la croissance du PIB en volume a été légèrement révisée à la baisse pour 2018 et 2019, principalement en raison de données plus faibles au troisième trimestre 2018 et de l'acquis de croissance moins important qui en résultera pour 2019.

La croissance dans la zone euro s'est encore ralentie au troisième trimestre 2018, principalement en raison d'évolutions propres aux différents secteurs, mais elle est demeurée robuste dans l'ensemble, malgré une légère contraction dans plusieurs pays de la zone. Le PIB en volume a augmenté de 0,2 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2018, après une croissance de 0,4 % au cours des deux trimestres précédents (cf. graphique 10). Le ralentissement observé au troisième trimestre est lié essentiellement à des goulets d'étranglement temporaires dans la production automobile (principalement en Allemagne). Pour une analyse plus détaillée du ralentissement de la croissance en 2018, cf. l'encadré 3. La demande intérieure a continué d'apporter une contribution positive à la croissance au troisième trimestre 2018, mais plus faible qu'aux trimestres précédents. La variation des stocks a elle aussi encore contribué de façon positive, tandis que les exportations nettes ont contribué de façon négative. S'agissant de la production, l'activité économique au troisième trimestre a continué d'être principalement soutenue par une croissance robuste dans les secteurs des services et de la construction, tandis que la valeur ajoutée dans l'industrie hors construction s'est légèrement contractée.

Graphique 10

PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



Source : Eurostat.

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

La hausse de l'emploi s'est poursuivie au troisième trimestre 2018, ressortant à 0,2 % en rythme trimestriel (cf. graphique 11).

Le niveau de l'emploi est actuellement supérieur de 2,6 % au point haut enregistré avant la crise au premier trimestre 2008. Cette hausse a concerné la plupart des pays de la zone euro et également l'ensemble des secteurs. En tenant compte de la dernière hausse, la croissance cumulée de l'emploi dans la zone euro s'élève à 9,6 millions de personnes depuis le point bas du deuxième trimestre 2013. Si cette augmentation est du même ordre que celle observée au cours des cinq années qui ont précédé la crise, sa composition diffère, notamment en termes de contributions par tranches d'âge (cf. encadré 4). La croissance continue de l'emploi conjuguée au fléchissement de la croissance du PIB en 2018 s'est traduite par un ralentissement de la croissance de la productivité, après un léger redressement en 2017.

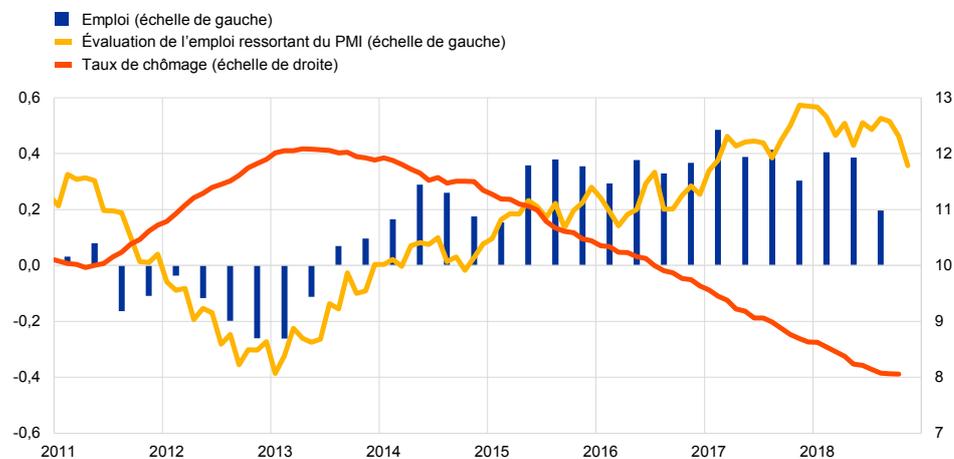
Les indicateurs à court terme du marché du travail ont été plus faibles récemment, mais ils vont toujours dans le sens d'une croissance continue de l'emploi au quatrième trimestre 2018.

Le taux de chômage de la zone euro s'est établi à 8,1 % en octobre, sans changement par rapport au troisième trimestre 2018, et demeure à son niveau le plus bas depuis novembre 2008. Les indicateurs tirés d'enquêtes se sont légèrement modérés après avoir atteint des niveaux très élevés, mais ils vont toujours dans le sens d'une croissance continue de l'emploi au quatrième trimestre 2018. Si les indicateurs relatifs aux pénuries de main-d'œuvre ont légèrement fléchi dans certains secteurs et pays, ils demeurent toutefois à des niveaux historiquement très élevés.

Graphique 11

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

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



Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.

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

En dépit d'une certaine faiblesse à court terme, la consommation privée continue d'être tirée par la croissance de l'emploi et par le renforcement des bilans des ménages.

La consommation privée a augmenté de 0,1 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2018, après une croissance légèrement plus soutenue au deuxième trimestre. Le commerce de détail a affiché une croissance nulle au troisième trimestre 2018. En outre, les nouvelles immatriculations de voitures particulières en octobre se sont établies plus de 16 % au-dessous du niveau enregistré au troisième trimestre. Toutefois, ces données sont difficiles à interpréter actuellement en raison des goulets d'étranglement temporaires dans la production et dans les ventes du secteur automobile. Si les prix du pétrole brut restent très en deçà des pics enregistrés en 2012, ils ont été volatils récemment, accentuant l'incertitude relative au pouvoir d'achat des ménages. Dans une perspective de plus long terme, la hausse des revenus du travail continue de soutenir la solide dynamique sous-jacente des dépenses de consommation. De plus, le renforcement des bilans des ménages demeure un facteur important à l'origine de la croissance régulière de la consommation, la solvabilité des ménages constituant un facteur clé de leur accès au crédit.

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

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a augmenté de 0,6 % au troisième trimestre 2018, reflétant la poursuite de la reprise dans de nombreux pays de la zone euro et dans la zone dans son ensemble. Les indicateurs à court terme et les résultats d'enquêtes récents font état d'une dynamique positive mais en perte de vitesse. La production dans la construction dans le secteur des bâtiments a augmenté de 0,8 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2018, après 0,9 % au deuxième trimestre. Au cours des derniers mois, les indicateurs de confiance de la Commission européenne pour le secteur de la construction font état d'une dynamique positive, quoique moins soutenue, au quatrième trimestre 2018. L'indice des directeurs d'achat

pour le secteur du logement est ressorti à 50,1, en moyenne, de septembre à novembre. Les indicateurs de confiance tirés des enquêtes de la Commission européenne ont également légèrement diminué en novembre. Toutefois, les indicateurs des directeurs d'achat comme les indicateurs de confiance de la Commission européenne restent nettement supérieurs à leurs moyennes de long terme.

L'investissement des entreprises (dont l'investissement hors construction donne une approximation) a augmenté de 0,4 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2018, après un fort rebond au trimestre précédent (1,7 %).

Ce ralentissement résulte intégralement de la décélération marquée de la croissance trimestrielle de la composante machines et équipements, qui est revenue de 2,5 % au deuxième trimestre 2018 à 0,5 % au troisième trimestre. Cela s'explique en partie par des performances à l'exportation relativement faibles, cette composante étant fortement dépendante des échanges commerciaux. Les évolutions d'un pays à l'autre ont également présenté des disparités. Si l'investissement hors construction a augmenté à un rythme soutenu en France et en Espagne (1,9 % et 1,5 %, en rythme trimestriel, respectivement), sa croissance a été plus modérée en Allemagne et aux Pays-Bas (0,6 % et 0,3 %, en rythme trimestriel, respectivement) et, en Italie, il a reculé fortement (– 2,3 %, en rythme trimestriel). En dépit de ces évolutions récentes, l'investissement des entreprises devrait continuer d'être soutenu par une demande intérieure robuste, la rentabilité et des conditions de financement favorables au cours de la période à venir. Toutefois, l'incertitude relative à la politique commerciale et le ralentissement du commerce mondial sont des facteurs porteurs de risques à la baisse.

Après la reprise du deuxième trimestre 2018, le total des exportations en volume de la zone euro a enregistré une légère contraction, en rythme trimestriel, au troisième trimestre.

Le recul des exportations s'explique par les exportations de biens (– 0,2 %), tandis que les exportations de services ont légèrement augmenté (0,2 %). Les données relatives aux échanges de biens montrent que la faiblesse des exportations de biens a résulté essentiellement des flux d'exportations intra-zone euro. La croissance des exportations hors zone euro s'est améliorée, mais est demeurée atone, notamment pour les exportations vers le Royaume-Uni, la Chine et la Turquie. Le total des importations en volume de la zone euro a augmenté de 0,6 %, en rythme trimestriel, au troisième trimestre 2018. Cela a entraîné une contribution négative de 0,3 point de pourcentage des exportations nettes. Pour les prochains mois, les indicateurs avancés confirment une faible performance des exportations à court terme, les résultats d'enquêtes indiquant une légère contraction des exportations et les données solides fondées sur les commandes à l'industrie hors zone euro laissant présager une détérioration moins prononcée.

Les derniers indicateurs économiques et résultats d'enquêtes, quoique légèrement en retrait par rapport aux anticipations, confirment globalement une poursuite de la croissance généralisée de l'économie dans la zone euro.

La production industrielle (hors construction) a légèrement augmenté en octobre. Toutefois, les résultats ont été contrastés entre les secteurs et entre les principaux

pays de la zone euro. L'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne a fléchi en octobre et est resté globalement stable en novembre, mais il demeure nettement supérieur à sa moyenne de long terme. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production a diminué en octobre et en novembre, tout en se maintenant à des niveaux qui indiquent une poursuite de la croissance.

La croissance économique généralisée actuellement en cours devrait se poursuivre. La politique monétaire accommodante de la BCE continue de soutenir la demande intérieure. La poursuite des créations d'emplois et de la hausse des salaires devrait conforter la consommation privée. Dans le même temps, l'investissement des entreprises est stimulé par une demande intérieure robuste, des conditions de financement favorables et une amélioration des bilans. L'investissement immobilier résidentiel reste dynamique.

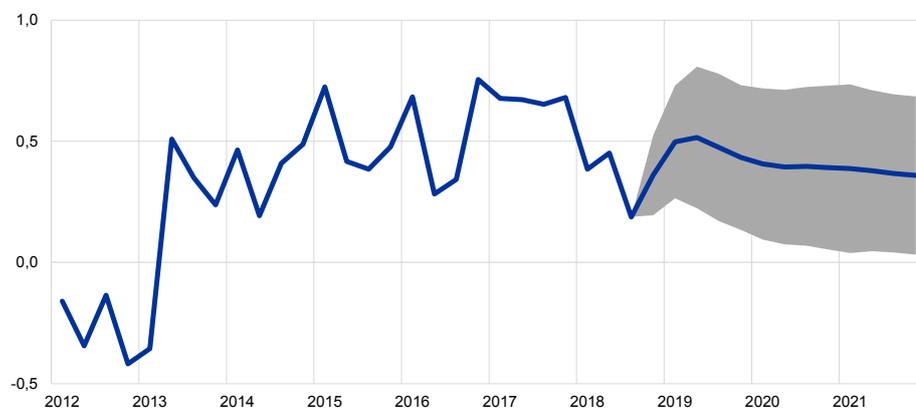
Les projections macroéconomiques de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro prévoient une croissance annuelle du PIB en volume de 1,7 % en 2019, 1,7 % en 2020 et 1,5 % en 2021 (cf. graphique 12).

Par rapport aux projections de septembre 2018, la croissance du PIB en volume a été légèrement révisée à la baisse pour 2018 et 2019. Cette évolution reflète des données plus faibles au troisième trimestre 2018 ainsi que l'acquis de croissance moins important qui en résultera pour 2019. Dans le même temps, pour 2019 et 2020, même si la légère hausse des taux débiteurs à long terme, le recul des prix des actions et le ralentissement de la croissance de la demande étrangère pèseront sur l'activité, ces effets devraient être largement contrebalancés par l'incidence favorable liée à la baisse des prix du pétrole, à l'affaiblissement du taux de change effectif de l'euro et aux mesures d'assouplissement budgétaire supplémentaires. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro peuvent encore être considérés comme globalement équilibrés. Toutefois, la balance des risques s'oriente à la baisse, en raison de la persistance d'incertitudes liées aux facteurs géopolitiques, de la menace protectionniste, des vulnérabilités sur les marchés émergents et de la volatilité des marchés financiers.

Graphique 12

PIB en volume de la zone euro (avec projections)

(variations trimestrielles en pourcentage)



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

Notes : Les fourchettes autour des projections centrales sont calculées à partir des écarts entre les réalisations et les projections antérieures établies depuis plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue de l'écart moyen observé entre projections et réalisations. La méthode utilisée, comprenant un ajustement pour tenir compte d'événements exceptionnels, est présentée dans la publication de la BCE intitulée « *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* », décembre 2009, disponible sur le site internet de la BCE.

4 Prix et coûts

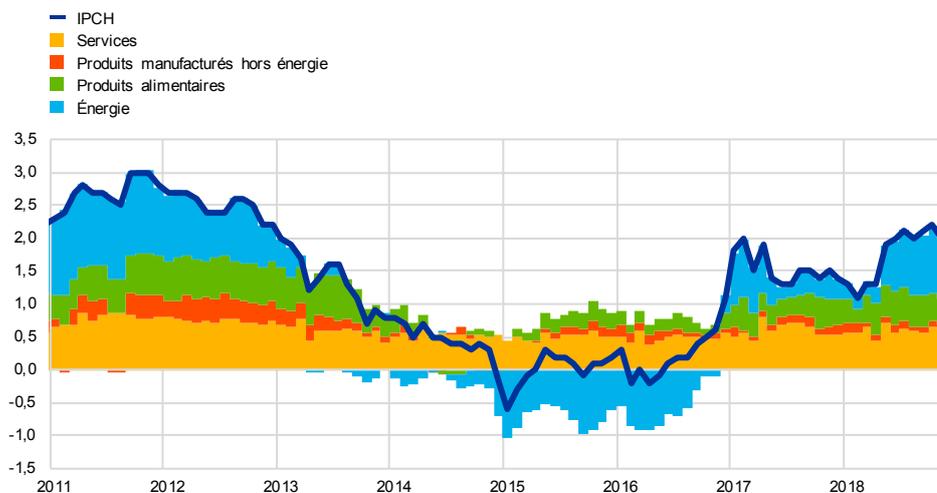
Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est ralentie, ressortant à 2,0 % en novembre 2018, après 2,2 % en octobre. Les mesures de l'inflation sous-jacente ont encore évolué sans réelle tendance, mais les tensions d'origine interne sur les coûts ont continué de s'accroître et de se généraliser dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et de tensions sur les marchés du travail. L'inflation sous-jacente devrait s'accroître progressivement à moyen terme, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE, la poursuite de la croissance économique et l'accélération de la hausse des salaires. Ce scénario ressort aussi, globalement, des projections macroéconomiques de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH total de 1,6 % en 2019, 1,7 % en 2020 et 1,8 % en 2021, soit une légère révision à la baisse pour 2019 par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2018 établies par les services de la BCE. La hausse annuelle de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait atteindre 1,4 % en 2019, 1,6 % en 2020 et 1,8 % en 2021.

L'inflation totale s'est ralentie en novembre. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro est revenue à 2,0 % en novembre 2018, après 2,2 % en octobre (cf. graphique 13). Cette évolution reflète une baisse des taux d'inflation de toutes les principales sous-composantes : énergie, IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX), et produits alimentaires. La contribution des prix de l'énergie à l'inflation totale devrait continuer de baisser fortement avec la dissipation de l'incidence des hausses antérieures des prix du pétrole.

Graphique 13

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

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

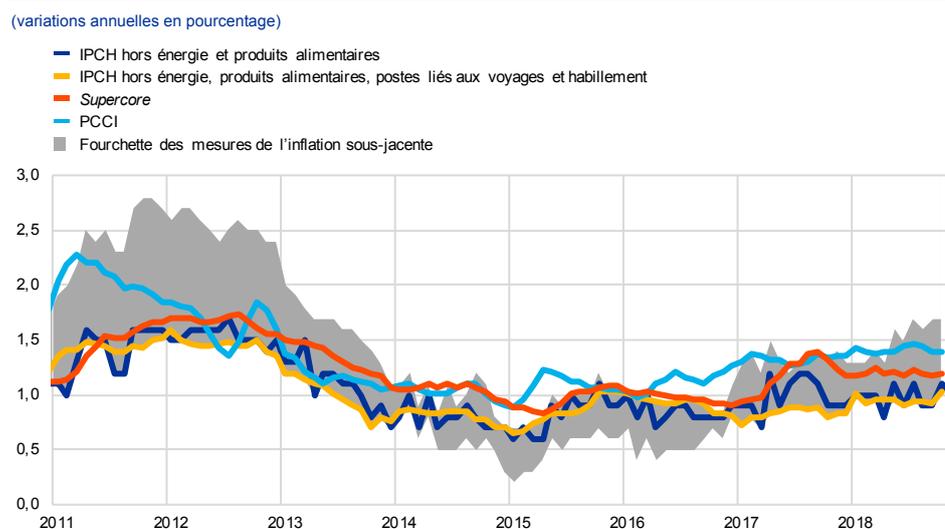


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

Après la hausse observée par rapport aux points bas antérieurs, les mesures de l'inflation sous-jacente ont poursuivi leur évolution récente sans réelle tendance. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est revenue à 1,0 % en novembre, après 1,1 % en octobre, continuant ainsi d'osciller autour du taux de 1 % qu'elle avait atteint après son point bas de mi-2016. La baisse de novembre reflète un ralentissement de la hausse des prix des services, revenue de 1,5 % à 1,3 %, tandis que celle des prix des produits manufacturés hors énergie est demeurée inchangée à 0,4 %. Les autres mesures de l'inflation sous-jacente, notamment la Composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation* – PCCI) et le *supercore*¹, qui ne sont disponibles que jusqu'en octobre, font aussi, dans l'ensemble, état d'une poursuite de l'évolution sans réelle tendance observée ces derniers mois (cf. graphique 14). Les mesures de l'inflation sous-jacente devraient augmenter progressivement au cours des prochains mois, sous l'effet d'un nouveau renforcement de la rémunération par tête et des prix à la production conjugué aux effets indirects décalés des hausses antérieures des prix du pétrole.

Graphique 14
Mesures de l'inflation sous-jacente



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

Les tensions sur les prix pour la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH sont restées pratiquement inchangées en aval de la chaîne d'approvisionnement. Les données récentes ont fourni des signaux contrastés très en amont de la chaîne des prix : le taux de variation annuel des prix du pétrole en euros a légèrement diminué en octobre, puis plus fortement en novembre. En revanche, la hausse des prix à la production hors énergie au niveau mondial est

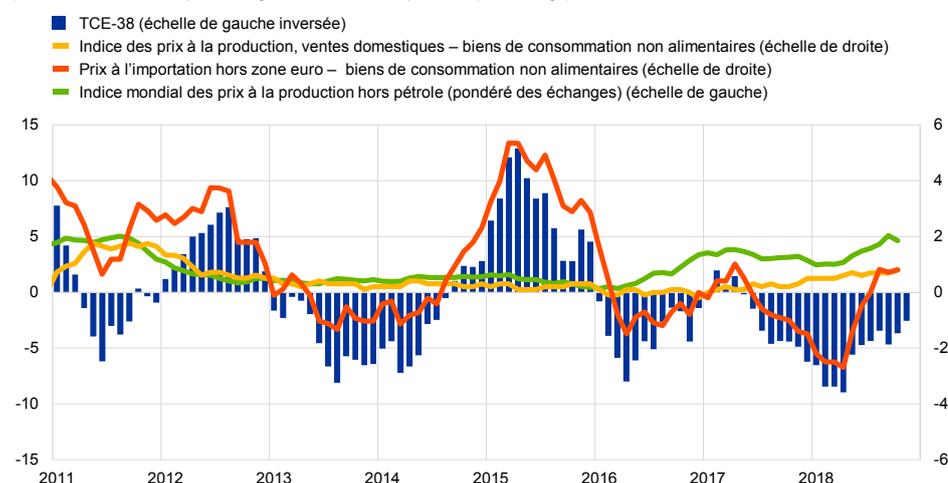
¹ Pour de plus amples informations sur ces mesures de l'inflation sous-jacente, cf. les encadrés 2 et 3 de l'article intitulé « [Les mesures de l'inflation sous-jacente pour la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018.

ressortie à 4,6 % en octobre, en très forte hausse par rapport à sa moyenne historique de quelque 2,5 % au début de l'année. En dépit d'une stabilisation ces derniers mois à 0,8 % environ, la hausse des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires et des biens intermédiaires est restée nettement supérieure aux points bas enregistrés plus tôt cette année (cf. graphique 15). La hausse des prix intérieurs à la production des biens de consommation non alimentaires s'est légèrement accentuée à 0,8 % en octobre, soit un niveau supérieur aux 0,7 % des trois mois précédents et à sa moyenne de long terme de 0,6 %. Dans l'ensemble, les tensions sur les prix en aval de la chaîne d'approvisionnement sont restées pratiquement inchangées.

Graphique 15

Prix à la production et prix des importations

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

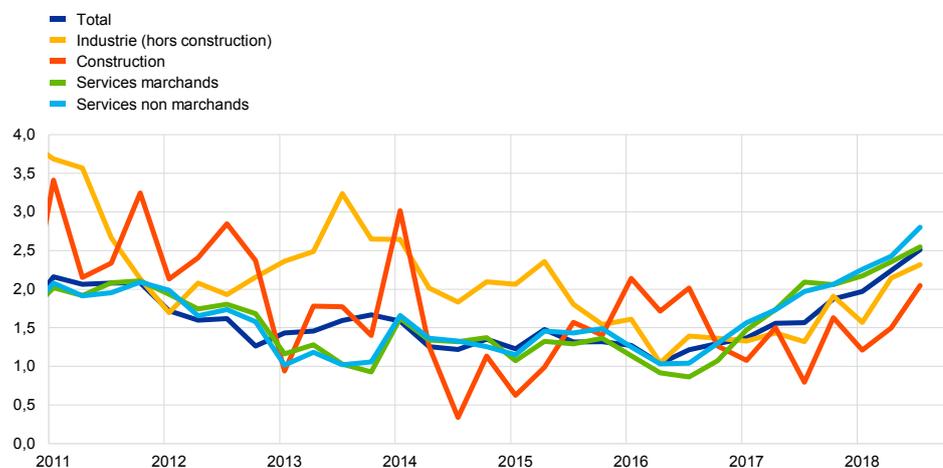
Notes : Les dernières observations se rapportent à novembre 2018 pour le TCE-38 et à octobre 2018 pour les autres postes. Le TCE-38 est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. L'indice des prix à la production mesure les évolutions mensuelles des prix de vente sortie d'usine.

Les évolutions récentes de la croissance des salaires signalent la poursuite d'une tendance haussière et vont dans le sens d'une accumulation progressive de tensions d'origine interne sur les coûts. La hausse annuelle de la rémunération par tête s'est accentuée à 2,5 % au troisième trimestre 2018, contre 2,2 % au deuxième trimestre 2018. La hausse de la rémunération par tête est à présent nettement supérieure à celle enregistrée au premier semestre 2016. Ces évolutions sont cohérentes avec l'accroissement des tensions sur le marché du travail. Par ailleurs, les facteurs qui freinaient la hausse des salaires, notamment le bas niveau passé de l'inflation et l'impact qu'exercent encore les réformes du marché du travail mises en œuvre dans certains pays durant la crise, continuent de s'estomper. Si la phase initiale de renforcement de la croissance de la rémunération par tête s'explique principalement par le glissement conjoncturel des salaires, l'essentiel de la dynamique observée ces derniers trimestres provient de l'accélération de la croissance annuelle des salaires négociés (cf. l'encadré 5 du présent *Bulletin économique*). Cette évolution, associée à la généralisation de la croissance des salaires à tous les secteurs (cf. graphique 16), a renforcé la confiance dans les perspectives de croissance des salaires.

Graphique 16

Croissance de la rémunération par tête par grands secteurs

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2018. Les « services non marchands » recouvrent les activités des institutions sans but lucratif publiques et privées dans des domaines tels que les services généraux des administrations publiques, l'éducation et la santé (sections O à Q de la ventilation NACE Révision 2). Les « services marchands » se définissent comme le reliquat par rapport au total des services (sections G à N et R à U de la ventilation NACE Révision 2).

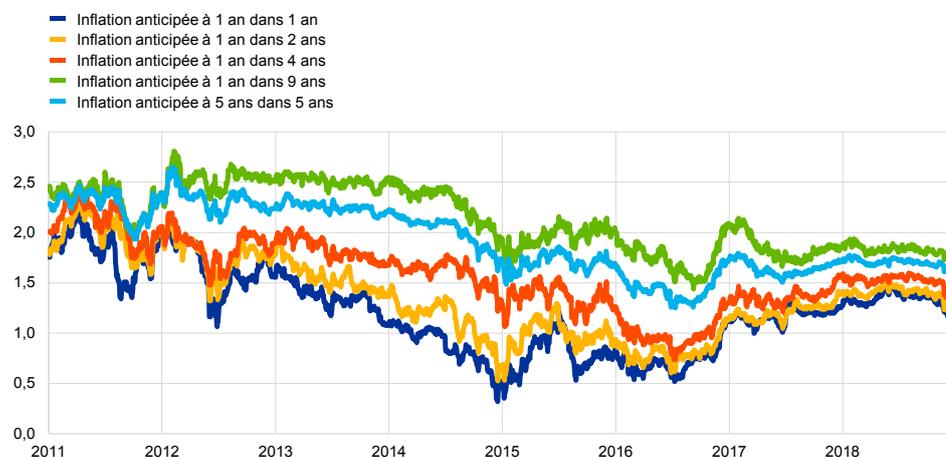
Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché se sont inscrites en légère baisse, tandis que les mesures tirées d'enquêtes sont restées stables.

Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'est établi à 1,62 % le 6 décembre 2018, soit 7 points de base de moins environ que le niveau enregistré mi-septembre (cf. graphique 17). Le profil anticipé des mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché continue d'indiquer une période prolongée de faible inflation, avec un retour progressif de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. La probabilité neutre au risque d'une inflation moyenne négative au cours des cinq prochaines années, ressortant des marchés d'options sur l'inflation, est négligeable, ce qui suggère que les marchés considèrent actuellement le risque de déflation comme très faible. Selon l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le quatrième trimestre 2018, les anticipations d'inflation à plus long terme sont restées stables à 1,9 %.

Graphique 17

Mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

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

Les projections macroéconomiques de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème prévoient une accélération progressive de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de projection.

Sur la base des informations disponibles mi-novembre, ces projections tablent sur une hausse de l'IPCH total, en moyenne, de 1,6 % en 2019, 1,7 % en 2020 et 1,8 % en 2021, ce qui représente une révision à la baisse de 0,1 point de pourcentage en 2019 par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2018 établies par les services de la BCE (cf. graphique 18). Cette évolution traduit une nette baisse de la composante énergie de l'IPCH au cours de l'année 2019 par rapport à ses niveaux élevés actuels, au fur et à mesure que l'incidence des fortes augmentations passées des cours du pétrole s'atténue, tandis que la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'accroître en liaison avec l'anticipation d'un creusement de l'écart de production positif et d'un accroissement des tensions sur les marchés du travail. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait passer de 1,4 % en 2019 à 1,6 % en 2020 et à 1,8 % en 2021.

Graphique 18

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « [Projections macroéconomiques de décembre 2018 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème](#) », publié le 13 décembre 2018 sur le site internet de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2018 (données effectives) et au quatrième trimestre 2021 (projections). Les fourchettes autour des projections centrales sont calculées à partir des écarts entre les réalisations et les projections antérieures établies depuis plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue de l'écart moyen observé entre projections et réalisations. La méthode utilisée, comprenant un ajustement pour tenir compte d'événements exceptionnels, est présentée dans la publication intitulée « [New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#) », BCE, décembre 2009.

5 Monnaie et crédit

En octobre 2018, la croissance de la monnaie au sens large s'est accélérée dans un contexte de poursuite des arbitrages en faveur de sources de création monétaire plus auto-entretenues, en liaison avec la réduction des achats nets mensuels d'actifs effectués dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP). La croissance des prêts au secteur privé s'est poursuivie et est demeurée le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large, en dépit de signes de ralentissement, principalement pour les prêts aux sociétés non financières (SNF). Dans le même temps, les conditions de financement et du crédit bancaire sont restées très favorables. En outre, les émissions nettes de titres de créance par les SNF se sont considérablement renforcées au troisième trimestre 2018, bénéficiant de conditions toujours relativement favorables sur le marché obligataire.

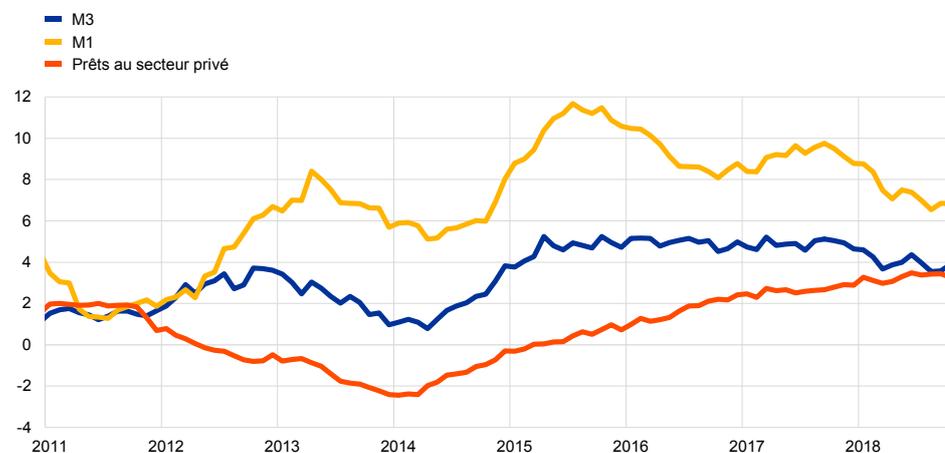
La croissance de la monnaie au sens large s'est accélérée en octobre, demeurant cependant inférieure au niveau qu'elle avait conservé jusqu'à fin 2017. Le taux de croissance annuel de M3 s'est inscrit en hausse, à 3,9 %, en octobre 2018, après 3,5 % en septembre (cf. graphique 19). Cette évolution reflète en partie un flux mensuel important et un effet de base. Depuis fin 2017, la croissance de M3 s'est ralentie, la réduction des achats nets d'actifs (de 80 milliards d'euros à 60 milliards en avril 2017, puis à 30 milliards en janvier 2018 et à 15 milliards en octobre 2018) se traduisant par un impact positif moins important de l'APP sur la croissance de M3 ². L'agrégat monétaire étroit M1, qui inclut les composantes les plus liquides de M3, a continué d'apporter une contribution significative à la croissance de la monnaie au sens large, demeurant stable à 6,8 % en octobre. L'expansion de la monnaie a continué de bénéficier du soutien d'une croissance économique solide et du faible coût d'opportunité de la détention des instruments les plus liquides dans un environnement de taux d'intérêt très bas.

² Cf., par exemple, l'article intitulé « [La transmission des récentes mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2015.

Graphique 19

M3, M1 et prêts au secteur privé

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



Source : BCE.

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

Les dépôts à vue ont continué d'être le principal contributeur à la croissance

de M3. Le taux de croissance annuel des dépôts à vue est resté stable à 7,3 % en octobre, reflétant la croissance régulière des dépôts à vue détenus par les ménages, tandis que la croissance annuelle des dépôts à vue détenus par les SNF s'est ralentie. Les billets et pièces en circulation ont affiché une croissance régulière, signe qu'il n'y a pas eu de substitution de grande ampleur de la liquidité en faveur des dépôts dans un environnement de taux d'intérêt très bas, voire négatifs. Les dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (M2 – M1) ont continué d'apporter une contribution négative à la croissance de M3, malgré une stabilisation de l'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux dépôts à court terme et ceux rémunérant les dépôts à vue depuis fin 2017. Les instruments négociables (M3 – M2), qui représentent une composante peu importante de M3, ont également eu une incidence négative sur la croissance de M3, compte tenu du faible niveau de rémunération actuel de ces instruments.

Les concours au secteur privé sont restés le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large (cf. graphique 20).

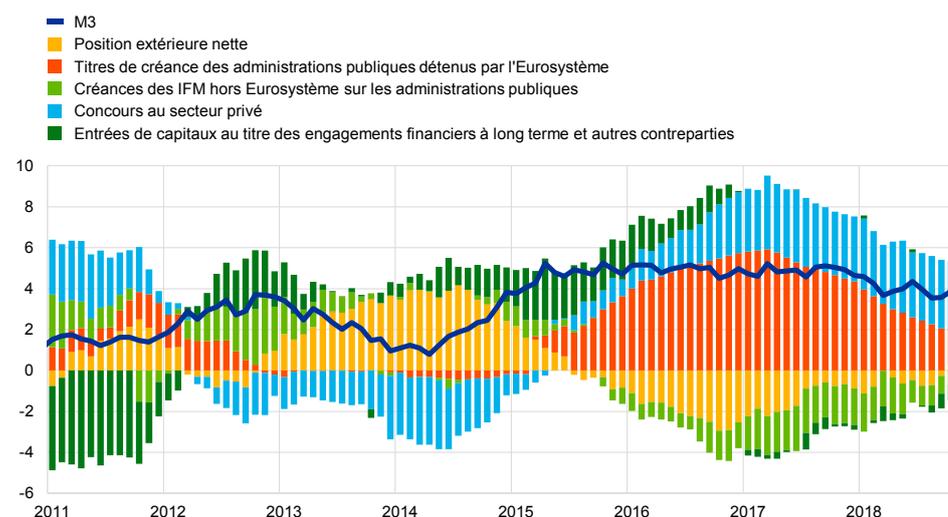
Du point de vue des contreparties, la contribution positive à la croissance de M3 des titres des administrations publiques détenus par l'Eurosystème a encore diminué (cf. les parties rouges des barres du graphique 20), dans le contexte évoqué précédemment de réduction des achats nets mensuels dans le cadre de l'APP. Cette évolution a été largement contrebalancée par une hausse modérée de la contribution des concours au secteur privé depuis fin 2017 (cf. les parties bleues des barres du graphique 20). Elle traduit une poursuite des arbitrages en faveur de sources de création monétaire plus auto-entretenues, les concours au secteur privé ayant dépassé les achats de titres de créance des administrations publiques par l'Eurosystème pour devenir le principal contributeur à la croissance de M3 en octobre. En revanche, les cessions d'emprunts publics par les institutions financières monétaires (IFM) de la zone euro hors Eurosystème ont freiné la croissance de M3 (cf. les parties vert clair des barres du graphique 20). Enfin, pour

la première fois depuis juin 2015, la contribution de la position extérieure nette (cf. les parties jaunes des barres du graphique 20), qui reflète notamment la préférence des investisseurs pour les actifs de la zone euro, est devenue positive en octobre.

Graphique 20

M3 et ses contreparties

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



Source : BCE.

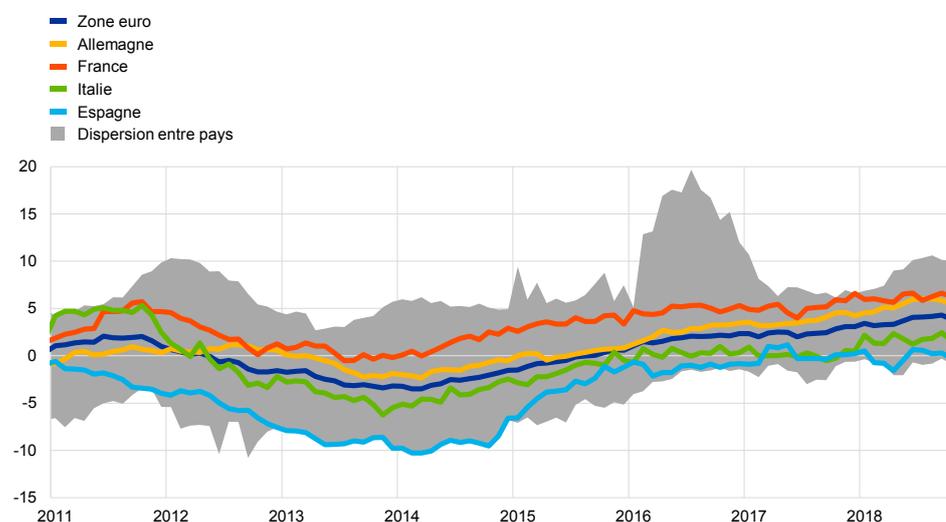
Notes : Les concours au secteur privé recouvrent les prêts des IFM au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres de créance émis par le secteur privé non IFM de la zone euro. Par conséquent, cela couvre également les achats de titres de créance émis par les non-IFM réalisés par l'Eurosystème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

L'accentuation de la croissance des prêts accordés au secteur privé, observée depuis début 2014, s'est interrompue en octobre. Le rythme annuel de croissance des prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle) a légèrement diminué, revenant à 3,3 % en octobre, après 3,4 % en septembre (cf. graphique 19). D'un point de vue sectoriel, le taux de croissance annuel des prêts consentis aux SNF s'est modéré en octobre, revenant à 3,9 % après 4,3 % en septembre. Cette évolution est conforme au profil historique de corrélation décalée avec l'activité économique et elle est demeurée hétérogène d'un pays à l'autre (cf. graphique 21). Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est resté inchangé à 3,2 % en octobre, dans un contexte de forte hétérogénéité d'un pays à l'autre (cf. graphique 22). Les prêts au secteur privé sont soutenus par des conditions de financement très favorables, une croissance robuste de l'investissement des entreprises, l'amélioration de la situation sur les marchés du travail, la maturité des marchés de l'immobilier et la croissance tant de l'investissement résidentiel que de la consommation privée. Par ailleurs, les banques ont réalisé des progrès en matière d'assainissement de leurs bilans, d'amélioration de la rentabilité et de réduction des créances douteuses, même si le niveau de ces créances demeure élevé dans certains pays.

Graphique 21

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

(variations annuelles en pourcentage)



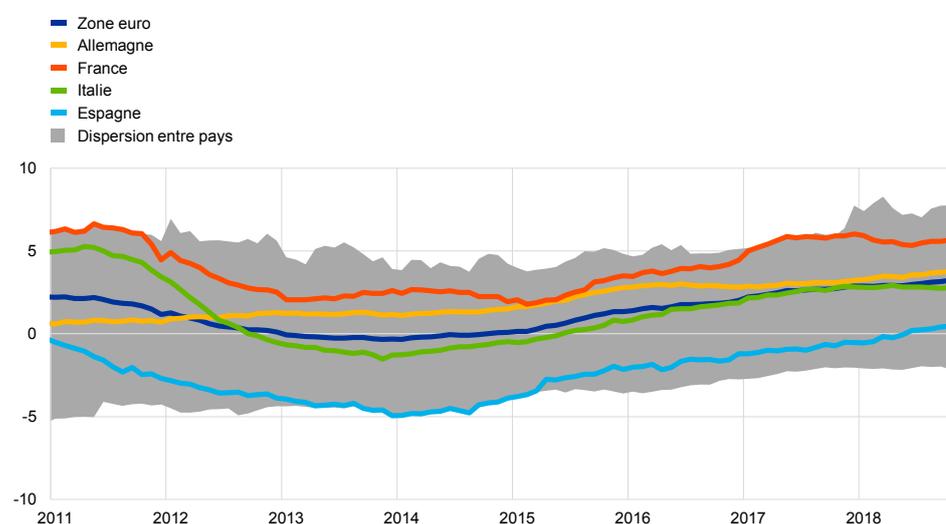
Source : BCE.

Notes : Les prêts sont corrigés des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dispersion entre pays est calculée comme l'écart entre minimum et maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à octobre 2018.

Graphique 22

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

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

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

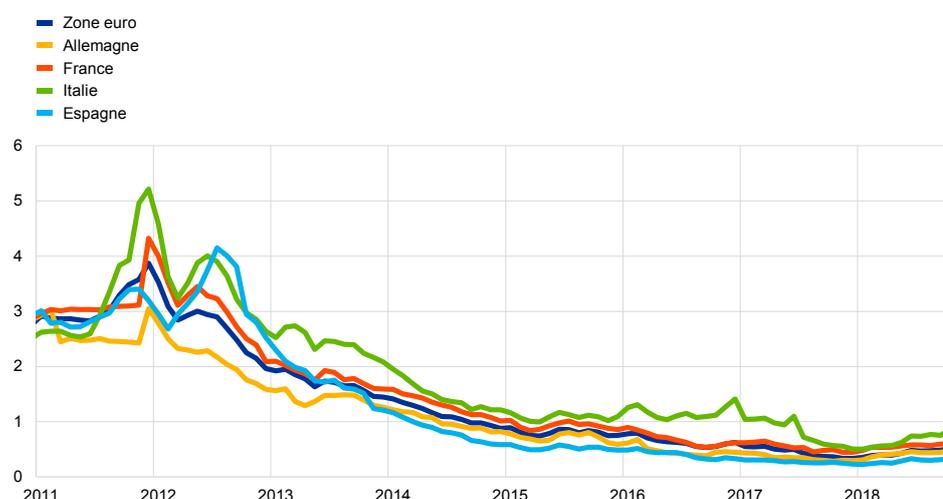
Les conditions de financement des banques se sont légèrement durcies, mais demeurent favorables. En octobre, le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro s'est légèrement accru, poursuivant ainsi le profil observé depuis début 2018 (cf. graphique 23). Cette évolution reflète une hausse des rendements des obligations bancaires – qui sont également devenus plus hétérogènes d'un pays à l'autre – dans un contexte d'incertitude politique accrue.

Dans le même temps, les coûts de financement par les dépôts sont demeurés globalement inchangés. Les répercussions de l'augmentation du coût du financement par émission de titres de créance sur le coût composite global du financement des banques sont demeurées relativement contenues, en raison de la part limitée de ce type de financement dans les structures de financement des banques. Par conséquent, les conditions de financement des banques sont demeurées globalement favorables, reflétant l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE et le renforcement des bilans bancaires.

Graphique 23

Coût composite du financement par endettement des banques

(coût composite du financement par les dépôts et du financement par endettement sur le marché en blanc ; en pourcentage annuel)



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

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

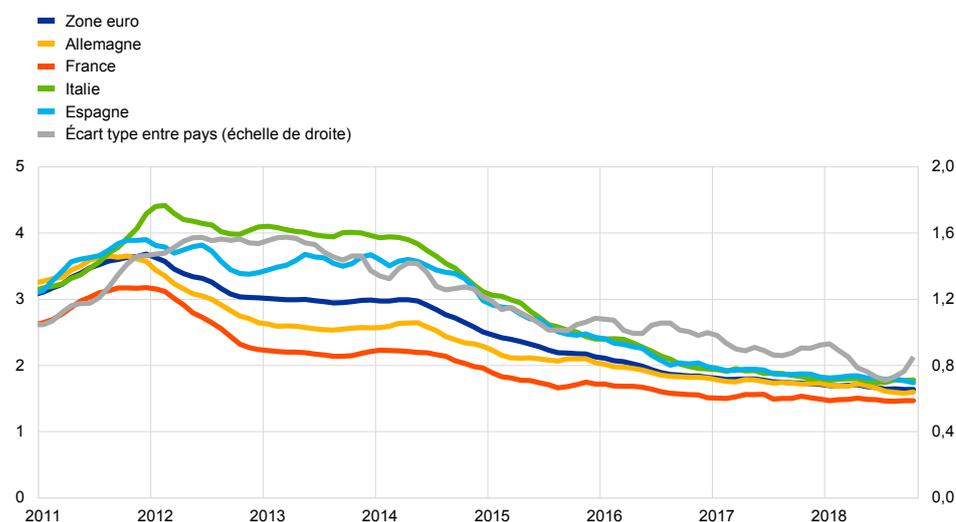
Les taux d'intérêt des prêts bancaires accordés aux SNF et aux ménages se sont maintenus à des niveaux proches de leurs points bas historiques. Le taux d'intérêt composite sur les prêts bancaires aux SNF (cf. graphique 24) est demeuré globalement stable à 1,64 % en octobre, niveau proche de son point bas historique de 1,62 % enregistré en mai 2018. Les taux d'intérêt composites des prêts au logement consentis aux ménages (cf. graphique 25) sont restés globalement inchangés à 1,80 %, légèrement au-dessus de leur point bas historique de 1,78 % observé en décembre 2016. En octobre 2018, l'écart a continué de se resserrer entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de très faible montant (inférieur ou égal à 250 000 euros), qui donnent une estimation des prêts aux petites entreprises, et ceux appliqués aux prêts de montant élevé (prêts d'un montant supérieur à 1 million d'euros), qui permettent d'estimer les prêts aux grandes entreprises. En outre, entre mai 2014 et octobre 2018, les taux débiteurs composites des prêts consentis aux SNF et aux ménages ont fléchi de, respectivement, 130 et 110 points de base environ. La baisse des taux débiteurs sur les prêts consentis aux SNF a été particulièrement forte dans les pays de la zone euro les plus touchés par la crise financière. Par conséquent, depuis l'annonce en juin 2014 des mesures d'assouplissement du crédit de la BCE, la

transmission de la politique monétaire a été rétablie, devenant plus homogène entre les différents pays et les différentes tailles d'entreprises.

Graphique 24

Taux d'intérêt composites sur les prêts aux SNF

(en pourcentage annuel ; moyenne mobile sur trois mois)



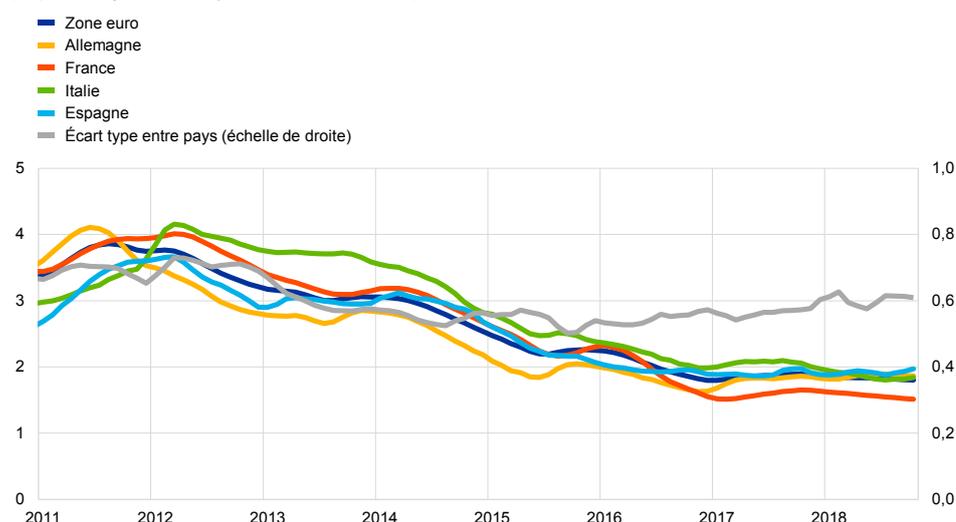
Source : BCE.

Notes : L'indicateur relatif au coût total de l'emprunt bancaire est calculé en agrégeant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à octobre 2018.

Graphique 25

Taux d'intérêt composites sur les prêts au logement

(en pourcentage annuel ; moyenne mobile sur trois mois)



Source : BCE.

Notes : L'indicateur relatif au coût total de l'emprunt bancaire est calculé en agrégeant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à octobre 2018.

Selon les estimations, le flux annuel du financement externe total à destination des SNF de la zone euro a encore augmenté au troisième trimestre 2018. Cette évolution, qui concerne l'ensemble des instruments, reflète un nouveau renforcement

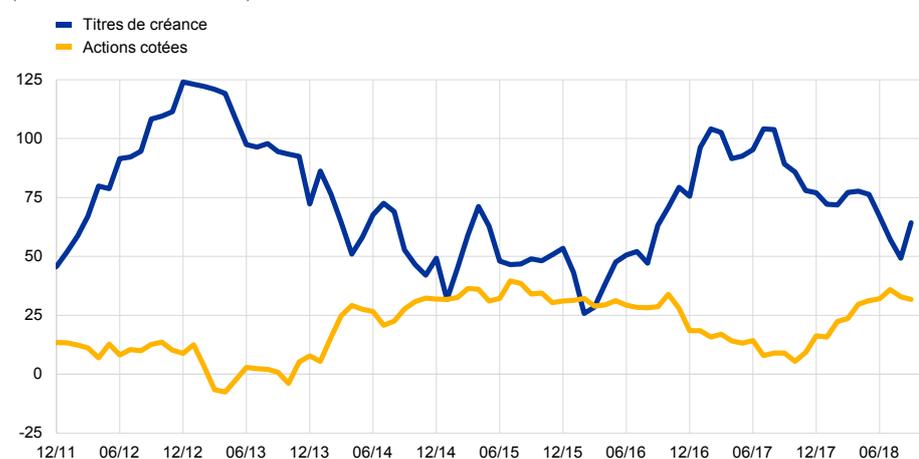
de la dynamique des prêts bancaires, sous l'effet, entre autres, de la persistance de l'assouplissement des critères d'octroi et d'une diminution du coût relatif des prêts bancaires. Globalement, le redressement du financement externe des SNF, observé depuis début 2014, a été soutenu par les effets des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

Au troisième trimestre 2018, les émissions nettes de titres de créance par les SNF se sont considérablement renforcées, bénéficiant des conditions toujours relativement favorables sur le marché obligataire. L'activité d'émission s'est redressée en septembre après avoir été pratiquement stable au cours des deux premiers mois du trimestre. En termes de flux annuels (cf. graphique 26), les émissions nettes de titres de créance ont affiché un rebond en septembre après avoir enregistré, en août, leur niveau le plus bas sur deux ans, tandis que les émissions nettes d'actions cotées se sont stabilisées autour de leurs niveaux élevés de 2015-2016. D'après les données de marché, les émissions nettes de titres de créance se sont modérées en octobre et en novembre 2018. Les émissions nettes d'actions cotées ont été légèrement négatives au troisième trimestre 2018, probablement en raison de l'augmentation du coût du financement par émission d'actions.

Graphique 26

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 septembre 2018.

Le coût du financement des SNF a légèrement augmenté pour se stabiliser à des niveaux proches de ceux enregistrés au début de l'année. En octobre, le coût nominal total du financement externe des SNF, qui comprend le crédit bancaire, l'émission de dette sur le marché et le financement par émission d'actions, est ressorti à 4,7 %, soit un taux juste un peu plus élevé qu'en septembre. Selon les estimations, le coût de financement est resté pratiquement constant en novembre. Le coût actuel du financement externe dépasse de 48 points de base environ le point bas historique d'août 2016 et il reste très inférieur au niveau observé mi-2014, lorsque les marchés

ont commencé à anticiper l'introduction du programme d'achats de titres du secteur public.

6 Évolutions budgétaires

Selon les projections, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro aurait sensiblement diminué en 2018, mais il augmenterait légèrement l'année prochaine. Le recul enregistré en 2018 a principalement résulté de conditions conjoncturelles propices couplées à un allègement des paiements d'intérêts. L'orientation budgétaire globale pour la zone euro devrait dans l'ensemble être neutre en 2018, pour s'assouplir en 2019 et 2020, et reprendre un tour neutre en 2021. Cependant, ces variations de l'orientation globale pour la zone euro masquent des différences significatives entre les pays. Par exemple, en 2018, d'importantes recettes exceptionnelles engrangées dans quelques pays ont compensé, au niveau agrégé, l'assouplissement budgétaire procyclique dans les pays vulnérables. Les pays dont les niveaux de dette publique sont élevés tireraient, au contraire, particulièrement profit d'efforts d'assainissement supplémentaires afin d'ancrer fermement le ratio d'endettement de leurs administrations publiques sur une trajectoire baissière.

Selon les projections, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro aurait sensiblement diminué en 2018, mais il augmenterait légèrement l'année prochaine. Selon les prévisions macroéconomiques établies en décembre 2018 par les services de l'Eurosystème³, le ratio de déficit des administrations publiques de la zone euro devrait revenir de 1 % du PIB en 2017⁴ à 0,6 % du PIB en 2021, avec une dégradation temporaire en 2019. L'amélioration globale des perspectives budgétaires est essentiellement attribuable à un allègement des paiements d'intérêts et à des évolutions conjoncturelles favorables. Cela est partiellement contrebalancé par une détérioration du solde primaire corrigé du cycle à partir de 2019 (cf. graphique 27).

Les perspectives relatives au déficit des administrations publiques de la zone euro pour les deux prochaines années se sont dégradées par rapport aux projections de septembre 2018 réalisées par les services de la BCE. La hausse du déficit résulte en partie d'une altération significative du solde budgétaire prévu en Italie, imputable à l'expansion budgétaire figurant dans le projet de plan budgétaire, qui contreviendrait aux engagements pris dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Pour la zone euro, cette détérioration se traduit par une légère progression des dépenses primaires et par un repli de la composante cyclique.

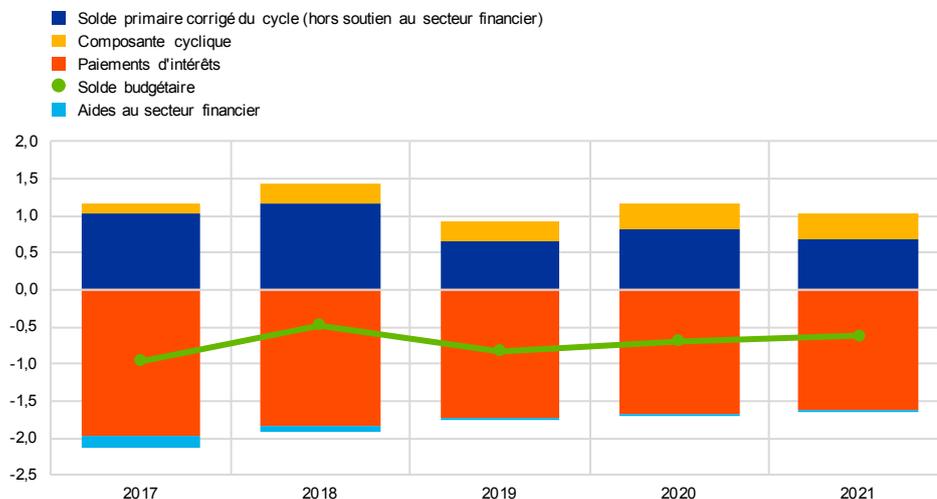
³ Cf. l'article intitulé « [Projections macroéconomiques de décembre 2018 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème](#) », BCE, 2018.

⁴ Comme les projections prennent généralement en compte les révisions de données les plus récentes, il se peut qu'il y ait des écarts par rapport aux dernières données validées d'Eurostat.

Graphique 27

Le solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)



Sources : BCE et projections macroéconomiques de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème.
Note : Les données se réfèrent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro.

L'orientation budgétaire globale pour la zone euro devrait dans l'ensemble être neutre en 2018, pour s'assouplir en 2019, puis reprendre progressivement un tour neutre en 2021⁵. Cette évolution est influencée par des mesures discrétionnaires qui, selon les projections, seraient expansionnistes tant en 2018 qu'au cours des deux prochaines années. Toutefois, en 2018, d'importantes recettes exceptionnelles engrangées grâce au dynamisme des rentrées fiscales directes dans quelques pays auraient plus que compensé cet effet.

Le ratio dette/PIB du secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro devrait continuer de décroître. Selon les projections macroéconomiques établies en décembre 2018 par les services de l'Eurosystème, le ratio dette/PIB du secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro devrait revenir de 86,8% du PIB en 2017⁶ à 79 % du PIB en 2021. La réduction attendue de la dette publique est soutenue à la fois par l'écart négatif entre les taux d'intérêt et de croissance et par des excédents primaires (cf. graphique 28). Les ajustements dette-déficit devraient compenser une partie de ces effets. Au cours de la période de projection, le ratio de dette devrait reculer ou se stabiliser globalement dans l'ensemble des pays de la zone euro, mais il demeurera largement supérieur à la valeur de référence de 60 % du PIB dans plusieurs pays. En comparaison des projections de septembre 2018, le repli du ratio dette/PIB agrégé de la zone euro devrait s'atténuer quelque peu, en raison de la trajectoire descendante de l'excédent primaire.

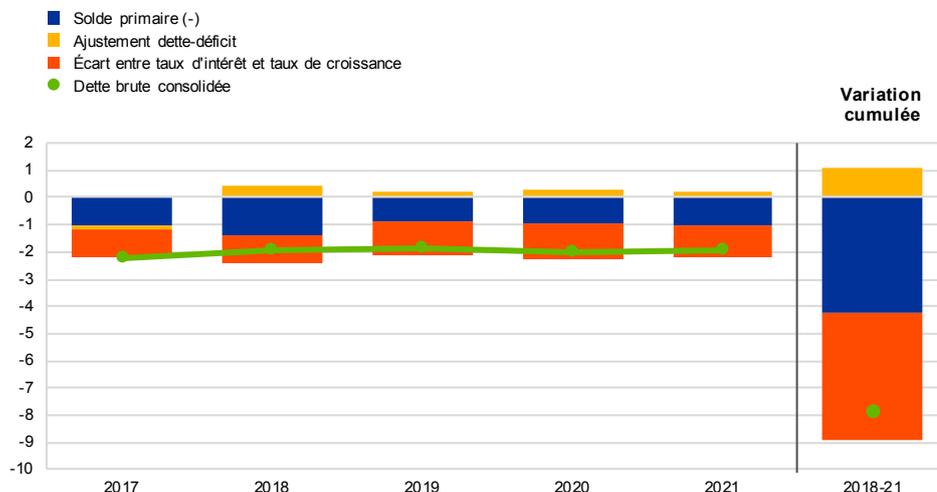
⁵ L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance des politiques budgétaires sur l'économie au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée comme la variation du ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite du soutien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

⁶ Comme les projections prennent généralement en compte les révisions de données les plus récentes, il se peut qu'il y ait des écarts par rapport aux dernières données validées d'Eurostat.

Graphique 28

Facteurs déterminants de la variation de la dette publique

(en points de pourcentage du PIB)



Sources : BCE et projections macroéconomiques de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème.
Note : Les données se réfèrent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro.

Les pays doivent poursuivre leurs efforts budgétaires, en respectant pleinement les dispositions du PSC.

En particulier dans les pays lourdement endettés, des efforts d'assainissement supplémentaires sont essentiels pour ancrer fermement le ratio de la dette publique sur une trajectoire baissière ; leurs niveaux d'endettement élevés rendent ces pays vulnérables à tout ralentissement futur ou regain d'instabilité sur les marchés financiers. De ce fait, il est inquiétant de constater que les pays les plus vulnérables aux chocs sont ceux où la conformité au PSC est la plus faible. En effet, d'après les projections de la Commission européenne, la plupart des pays n'ayant pas encore atteint des situations budgétaires saines n'ont pas respecté en 2018 leurs engagements pris au titre du PSC et risquent de les enfreindre également en 2019⁷. Il est particulièrement préoccupant que l'écart le plus important par rapport aux engagements pris s'observe en Italie, un pays présentant un ratio de dette très élevé.

⁷ Pour de plus amples détails, cf. l'encadré intitulé « Évaluation des projets de plans budgétaires pour 2019 » du présent *Bulletin économique*.

Encadrés

1 Les vulnérabilités des marchés émergents – une comparaison avec les crises précédentes

Livia Chițu et Dominic Quint

Dans le contexte de volatilité des marchés financiers observé depuis avril dans certaines économies de marché émergentes (EME), le présent encadré examine les principales vulnérabilités des EME. Plus particulièrement, il évalue leur résilience aux chocs externes par rapport aux épisodes de crise précédents.

Depuis avril, de nombreuses EME subissent des accès de volatilité sur les marchés financiers, dans un contexte d'anticipations d'un resserrement plus rapide de la politique monétaire aux États-Unis et d'une appréciation du dollar, associées à une montée de l'incertitude liée aux tensions commerciales au niveau mondial. Les tensions aiguës ont été jusqu'à présent limitées à l'Argentine et à la Turquie, mais la plupart des EME ont connu un durcissement des conditions financières au cours de l'année. Les données relatives aux flux de capitaux montrent que les investisseurs internationaux ont commencé à se retirer des EME depuis avril. Dans le même temps, les marchés boursiers des EME se sont fortement repliés, effaçant les gains liés au rebond de 2017, et les écarts de rendement souverains se sont creusés pour ces économies. On observe toutefois une forte hétérogénéité entre les EME, et jusqu'à présent, les investisseurs semblent avoir établi une distinction entre les pays en fonction de leurs fondamentaux.

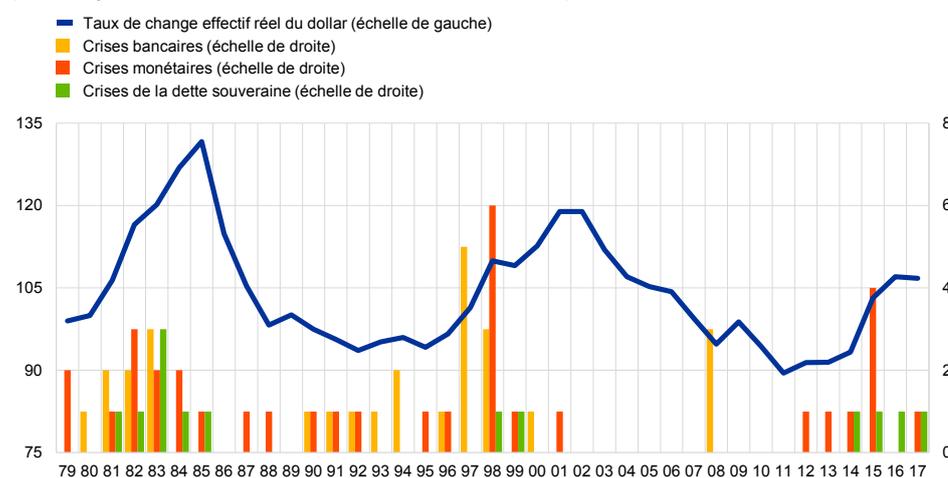
Ces évolutions ont suscité des inquiétudes quant aux perspectives des EME et soulevé la question de savoir si les précédentes expériences de crise, telles que la crise asiatique de la fin des années 1990, pourraient se reproduire dans ces pays. La crise asiatique, déclenchée par la dévaluation du baht thaïlandais en juillet 1997, s'est traduite par une réappréciation du risque et une contagion rapide à plusieurs autres pays d'Asie. Ces économies ont été confrontées à des arrêts soudains des entrées de capitaux et à des récessions profondes, illustrant des problèmes de balance des paiements généralisés conjugués à des faiblesses du secteur financier. Même si les causes de la crise asiatique ont été diverses, une caractéristique commune à de nombreux pays touchés a été leur dépendance à une dette extérieure à court terme libellée en devises, associée à des régimes de change fixes et à des fragilités dans le secteur financier. Historiquement, les crises dans les EME ont eu tendance à s'accompagner de périodes d'appréciation du dollar, ce qui a exposé les pays à d'importantes asymétries de devises non couvertes entre leurs

avoirs et leurs engagements libellés en dollars (cf. graphique A)⁸. Le contexte actuel, avec la normalisation en cours de la politique monétaire américaine et le raffermissement du dollar a renforcé la crainte que ces problèmes de balance des paiements ne se répètent dans certaines EME, en raison de fragilités similaires.

Les risques potentiels pour les EME sont importants pour les perspectives mondiales. Les EME, globalement, jouent un rôle beaucoup plus important dans l'économie mondiale qu'il y a vingt ans. Elles représentent plus de la moitié du PIB mondial (en parité de pouvoir d'achat) et des flux de capitaux bruts. Les évolutions dans ces économies pourraient par conséquent avoir un impact considérable sur les autres pays par le biais de différents canaux, notamment le canal des échanges commerciaux, le canal financier et celui de la confiance.

Graphique A
Rôle du dollar dans les EME

(échelle de gauche : indice : 1980 = 100 ; échelle de droite : nombre de crises)



Sources : Laeven et Valencia (2012), Standard and Poor's, Bloomberg, Haver Analytics et calculs des services de la BCE.

Par rapport à la situation d'il y a vingt ans, de nombreuses EME ont réduit leurs vulnérabilités extérieures et amélioré leurs cadres de politique économique.

Certaines EME ont enregistré une amélioration du solde de leurs comptes des transactions courantes et certaines d'entre elles ont même affiché des excédents. Certains pays exportateurs de pétrole, en particulier, ont bénéficié de la hausse des prix du pétrole dans les années 2000. Depuis la crise financière mondiale, toutefois, les soldes des transactions courantes se sont de nouveau légèrement détériorés et certains pays continuent d'afficher des déficits (cf. graphique B). Les cadres de politique économique ont également évolué. Une grande partie des EME ont adopté des cadres de politique monétaire comportant une cible d'inflation, qui peuvent

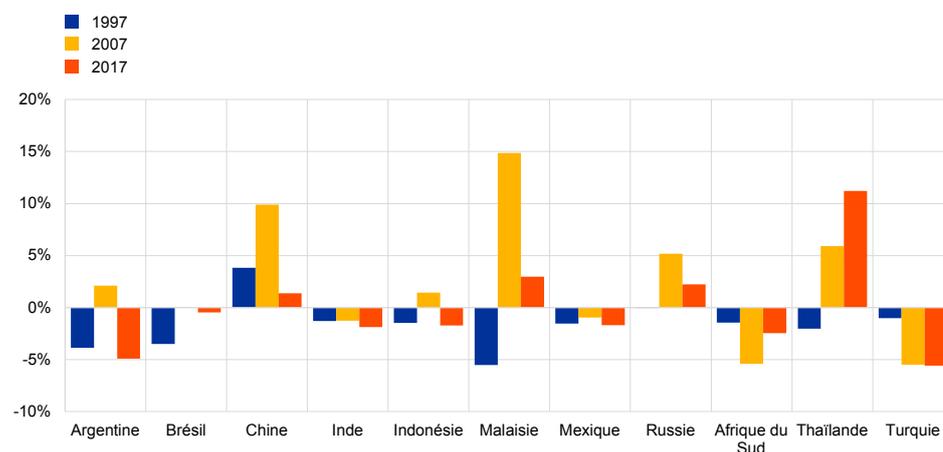
⁸ Pour une analyse approfondie du « péché originel », c'est-à-dire l'incapacité des pays à emprunter à l'étranger dans leur propre monnaie, cf. Eichengreen (B.), Hausmann (R.) et Panizza (U.), « *Original Sin: The Pain, the Mystery and the Road to Redemption* », étude préparée pour la conférence de la Banque interaméricaine de développement intitulée « *Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin* », Washington, D.C., novembre 2002 ; et Eichengreen (B.), Hausmann (R.) et Panizza (U.), « *Currency Mismatches, Debt Intolerance and the Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters* », dans Edwards (S.) (ed.), « *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences* », National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, 2007, p. 121-170.

contribuer à l'ancrage des anticipations d'inflation et à la stabilisation des cycles conjoncturels. La plupart des EME disposent également à présent de régimes de change plus flexibles. De plus, de nombreuses EME ont accumulé des réserves à la suite de la crise asiatique et ont continué à le faire depuis la crise financière mondiale. La mesure de l'adéquation des réserves pondérée des risques du FMI, qui évalue les réserves non seulement par rapport aux mesures classiques telles que les importations et la dette extérieure à court terme, mais également par rapport à la monnaie au sens large afin de prendre en compte le risque de fuite des capitaux, laisse penser que de nombreuses EME sont en meilleure position pour faire face à des chocs liés à des arrêts brusques ou à des fuites soudaines des capitaux (cf. graphique C) ⁹. Toutefois, les réserves de certains pays restent inférieures aux exigences minimales suggérées en matière de réserves.

Graphique B

Solde du compte des transactions courantes

(en pourcentage du PIB)



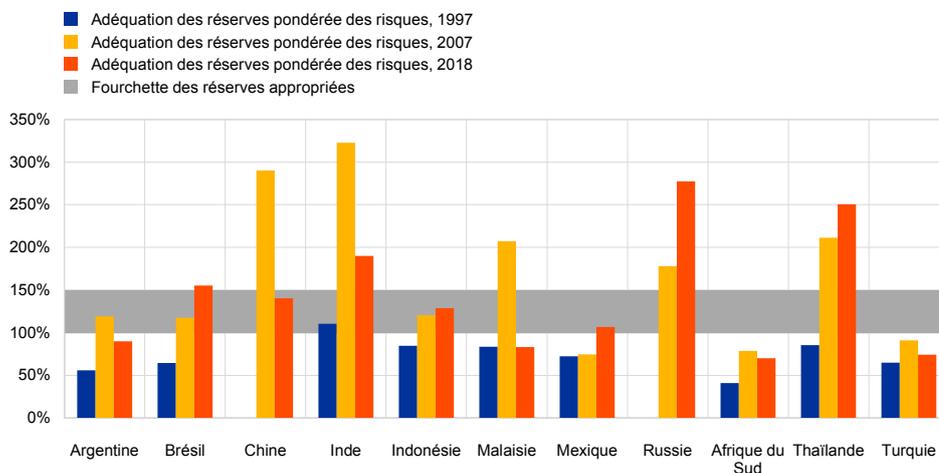
Sources : FMI et calculs des services de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent à 2017.

⁹ Il ne faut pas négliger, toutefois, les coûts liés à l'accumulation de réserves. Traditionnellement, ces coûts sont liés aux coûts de stérilisation (ou d'opportunité) de la détention de réserves et au coût pour l'économie mondiale associé à l'accumulation de déséquilibres au niveau mondial, mais des éléments empiriques montrent que l'accumulation de réserves pourrait également être inflationniste en raison des effets d'aléa moral et d'incitation, cf. Chițu (L.), « *Reserve accumulation, inflation and moral hazard: Evidence from a natural experiment* », *Working Paper Series*, n° 1880, BCE, février 2016.

Graphique C

Adéquation des réserves

(en pourcentage)



Sources : FMI et calculs des services de la BCE.

Notes : L'adéquation des réserves est calculée selon la méthodologie pondérée des risques du FMI, c'est-à-dire en fonction des exportations (pour rendre compte des pertes de réserves éventuelles dues à une baisse de la demande extérieure ou à un choc des termes de l'échange), de la dette à court et à long terme (comme mesure des paiements d'intérêt et du risque de refinancement) et de la monnaie au sens large (comme mesure de l'ampleur des fuites de capitaux). La mesure tient compte du régime de change et de l'ouverture du compte de capital. Une mesure comprise entre 100 % et 150 % indique que les réserves sont suffisantes. En raison de l'absence de données fondées sur les échéances résiduelles pour la dette à court terme, les données présentées pour 1997 se rapportent en fait à 2001 pour le Brésil, l'Indonésie, le Mexique et la Malaisie, et à 1999 pour la Turquie.

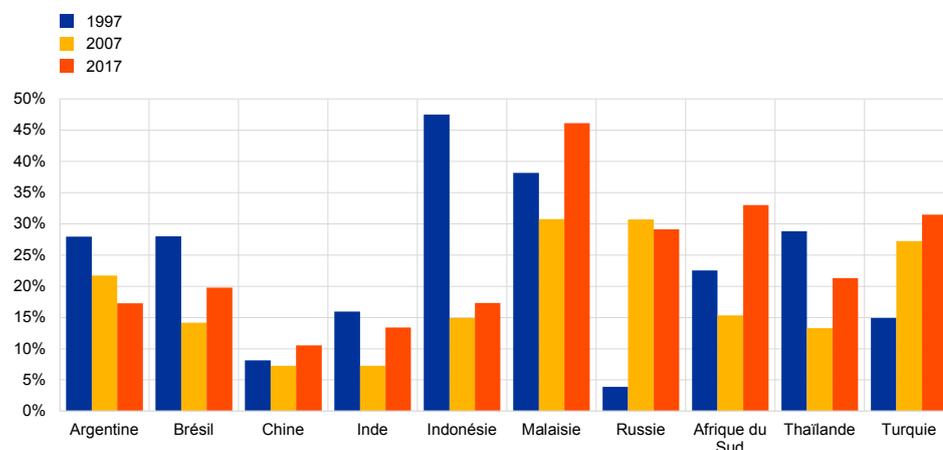
Néanmoins, même si la plupart des EME ont réduit leur dépendance vis-à-vis des financements en devises par rapport à la fin des années 1990, les engagements libellés en dollars ont augmenté dans les EME depuis la Grande Récession. L'encours de la dette libellée en dollars des EME a augmenté au cours des dix dernières années, les entreprises profitant des conditions financières favorables à l'échelle mondiale (cf. graphique D)¹⁰. Dans la mesure où ces positions ne sont pas couvertes, cela suscite une inquiétude pour la stabilité financière si le dollar continue à s'apprécier. De fait, des éléments provenant des marchés financiers indiquent que, plus récemment, la croissance des engagements libellés en dollars a également été associée à une sensibilité accrue des conditions financières dans les EME aux évolutions financières aux États-Unis. À la fin des années 1990, le durcissement des conditions financières aux États-Unis a eu tendance à se transmettre fortement aux EME, tandis que cette sensibilité a diminué à la suite de la crise asiatique, avant de se renforcer à nouveau ces dernières années (cf. graphique E).

¹⁰ Cf. Bénétrix (A.S.), Lane (P.R.) et Shambaugh (J.C.), « *International Currency Exposures, Valuation Effects, and the Global Financial Crisis* », *Journal of International Economics*, volume 96, Supplément 1, juillet 2015, p. S98-S109.

Graphique D

Engagements extérieurs bruts libellés en dollars

(en pourcentage du PIB)

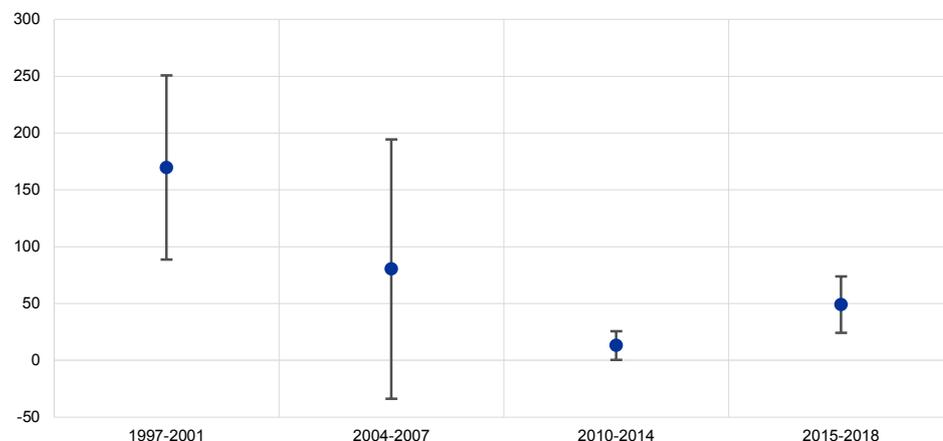


Sources : Bénétrix, Lane et Shambaugh (2015) et calculs de la BCE.

Graphique E

Réaction des *spreads* souverains des EME au durcissement financier aux États-Unis

(en points de base)



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

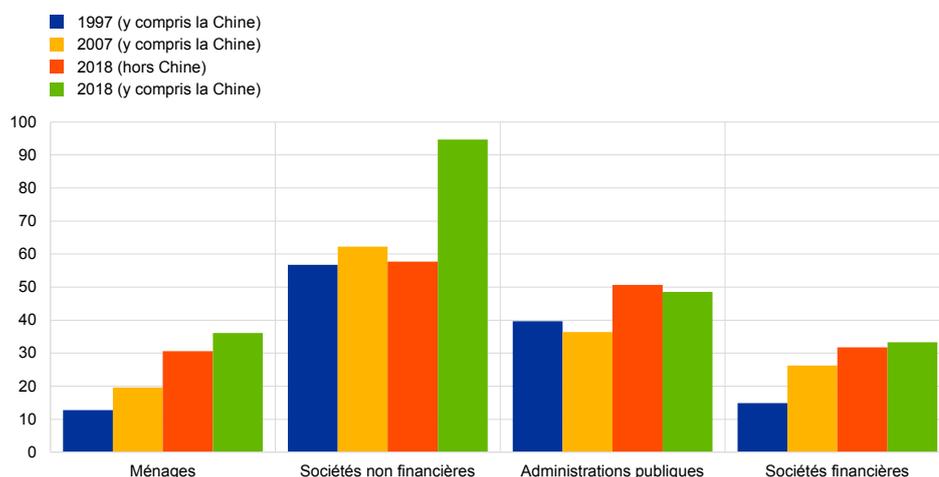
Notes : La réaction, exprimée en points de base après 22 jours ouvrés avec un intervalle de confiance de 95%, est fondée sur des projections locales utilisant une régression sur données de panel à effets fixes pour les *spreads* souverains mondiaux du *Emerging Market Bond Index* (EMBI) de JP Morgan. La variable explicative est l'indice des conditions financières aux États-Unis de Bloomberg. Les pays inclus dans le panel sont l'Argentine, le Brésil, la Chine, le Mexique, la Malaisie, les Philippines, la Russie, la Turquie et l'Afrique du Sud. La dernière observation se rapporte au 31 août 2018.

Dans le même temps, les déséquilibres intérieurs semblent s'être aggravés dans certaines EME, comme le montrent l'augmentation des émissions de dette en monnaie locale et le rétrécissement de la marge de manœuvre pour la politique économique. Même si les vulnérabilités externes ont pu diminuer, d'autres fragilités peuvent s'être accrues, comme le montrent, par exemple, l'augmentation des émissions de dette en monnaie locale, la hausse de l'endettement du secteur privé et la détérioration des situations budgétaires. Les ratios dette/PIB ont sensiblement augmenté par rapport aux niveaux observés il y a vingt ans. En particulier, la dette s'est rapidement accrue à la suite de la Récession mondiale, en

raison des conditions financières favorables au niveau mondial. L'essentiel de cette augmentation est intervenu dans le secteur des entreprises chinoises. En Chine, le ratio crédit/PIB a atteint des niveaux pouvant susciter potentiellement des inquiétudes pour la stabilité financière ¹¹. Outre le secteur des entreprises, l'endettement des ménages a augmenté dans les EME : il a été multiplié par trois depuis le milieu des années 1990 (cf. graphique F) ¹². De plus, la politique budgétaire et la politique monétaire disposent d'une marge de manœuvre réduite, dans la mesure où les pays ont dû intervenir avec des mesures de relance budgétaire et monétaire durant la Grande Récession. La marge de manœuvre budgétaire s'est sensiblement détériorée pour les pays exportateurs de matières premières après la chute des prix des matières premières en 2014. La marge de manœuvre peut même être encore plus limitée dans les EME ayant une dette en devises importante et non couverte ¹³.

Graphique F Endettement des EME par secteur

(en pourcentage du PIB)



Sources : Institute of International Finance et calculs de la BCE.

Notes : Les chiffres se rapportent au premier trimestre de l'année concernée. La série de données sur les EME regroupe 30 économies de marché émergentes (EM-30), à savoir l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Chine, la Colombie, la République tchèque, l'Égypte, le Ghana, Hong-Kong, la Hongrie, l'Inde, l'Indonésie, Israël, le Kenya, le Liban, la Malaisie, le Mexique, le Nigeria, le Pakistan, les Philippines, la Pologne, la Russie, l'Arabie saoudite, Singapour, l'Afrique du Sud, la Corée du Sud, la Thaïlande, la Turquie, l'Ukraine et les Émirats arabes unis.

Afin d'évaluer si les EME sont moins exposées à une crise grave aujourd'hui, nous calculons la probabilité qu'une crise se produise en 2018 et nous la comparons avec la probabilité d'une crise en 1997. La probabilité d'une crise rend

¹¹ Cf., par exemple, Aldasoro (I.), Borio (C.) et Drehmann (M.), « *Early warning indicators of banking crises: expanding the family* », Rapport trimestriel de la BRI, mars 2018 ; et Dieppe (A.), Gilhooly (R.), Han (J.), Korhonen (I.) et Lodge (D.) (eds.), « *The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 206, BCE, janvier 2018.

¹² Dans certains pays, cette hausse peut vraisemblablement refléter en partie un système financier en développement. Même si le ratio peut ne pas être considéré comme problématique dans de nombreuses économies avancées, les EME ont tendance à avoir un niveau de tolérance à la dette plus faible. Cf., par exemple, « *Fiscal policy, public debt and monetary policy in emerging market economies* », *BIS Papers*, n° 67, octobre 2012 ; et Reinhart (C.), Rogoff (K.) et Savastano (M.), « *Debt Intolerance* », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, 2003, p. 1-74.

¹³ Pour plus de détails et des éléments empiriques, notamment sur l'« opinion de Fischer » sur la conduite optimale de la politique monétaire dans les pays dollarisés lors des périodes de crise, cf., par exemple, Chitu (L.), « *Was Unofficial Dollarisation/Euroisation an Amplifier of the 'Great Recession' of 2007-2009 in Emerging Economies?* », *Comparative Economic Studies*, vol. 55, n° 2, juin 2013, p. 233-265.

compte de la vulnérabilité globale d'un pays, en synthétisant les fondamentaux des EME sous la forme d'une dimension unique incluant les vulnérabilités macrofinancières les plus pertinentes, c'est-à-dire celles qui contribuent à prédire les crises systémiques graves dans les EME et qui sont liées aux risques classiques de balance des paiements ainsi qu'aux déséquilibres financiers domestiques. Plus particulièrement, le modèle d'alerte précoce parcimonieux utilise les meilleurs indicateurs prédictifs fournis par la littérature sur les modèles d'alerte précoce, c'est-à-dire les valeurs décalées de la croissance du PIB, l'inflation, le compte des transactions courantes rapporté au PIB, les crédits au secteur privé rapportés au PIB et les réserves rapportées à la dette à court terme. Les probabilités de crise à un an sont estimées à l'aide d'un modèle logit binaire, dans lequel la variable dépendante est une crise très grave (crise monétaire, crise bancaire systémique ou crise souveraine) comme définie par Laeven et Valencia (2012)¹⁴. Cela étant, les modèles d'alerte précoce ont des limites. L'exactitude du modèle dépend des effets de rétroaction potentiels des modifications des politiques et des anticipations. De plus, les modèles d'alerte précoce intègrent uniquement des indicateurs qui ont été de bons outils de prédiction des crises antérieures ; ils n'incluent pas de nouveaux indicateurs qui pourraient s'avérer utiles pour prédire les crises futures. L'un de ces nouveaux indicateurs pourrait être l'endettement du secteur privé des EME.

Dans l'ensemble, le modèle suggère que, même si le tableau est contrasté d'un pays à l'autre, les fondamentaux des EME se sont globalement améliorés par rapport au milieu des années 1990. Il est important de noter que les EME affichant des fondamentaux plus sains représentent une part importante de l'économie mondiale. Les données empiriques laissent penser que les fondamentaux de la plupart des EME se sont améliorés, dans une certaine mesure, par rapport à 1997, notamment pour les pays qui ont un poids croissant dans l'économie mondiale (cf. graphique G). Globalement, ce sont les fondamentaux des économies émergentes d'Asie qui se sont le plus améliorés, suggérant que des enseignements ont été tirés après la crise de 1997¹⁵. Toutefois, l'Argentine et la Turquie, qui ont connu récemment des turbulences sur les marchés financiers, sont identifiées par le modèle comme étant plus vulnérables qu'en 1997. De plus, l'exemple de la Chine souligne la nécessité d'évaluer avec précaution les résultats du modèle. La probabilité de crise prévue par le modèle pour 2018 est relativement faible car la Chine présente un excédent modéré du compte des transactions courantes, une faible inflation, une forte croissance, une couverture importante des réserves de change et de bas niveaux de dette extérieure. Dans le même temps, la Chine a connu une hausse

¹⁴ Le modèle utilise un échantillon couvrant une période relativement longue (près d'un demi-siècle), une définition de la crise bien établie dans la littérature pour la variable dépendante (cf. Laeven (L.) et Valencia (F.), « *Systemic Banking Crises Database: An Update* », *IMF Working Papers*, n° 12/163, juin 2012) et un échantillon complet comprenant 50 pays d'importance systémique. La probabilité de crise pour 2018 est fondée sur les données de 2017. Le biais post-crise est traité en excluant les années de crise. Le seuil optimal qui divise les probabilités estimées obtenues à partir du modèle logit entre les observations « crise » et « non-crise » est calculé à partir de l'indice J de Youden. Avec une aire sous la courbe ROC (*Area under the Receiver Operating Characteristic* – AUROC) égale à 0,8163 avec une erreur type de seulement 0,048, le modèle peut être considéré comme ayant un pouvoir prédictif.

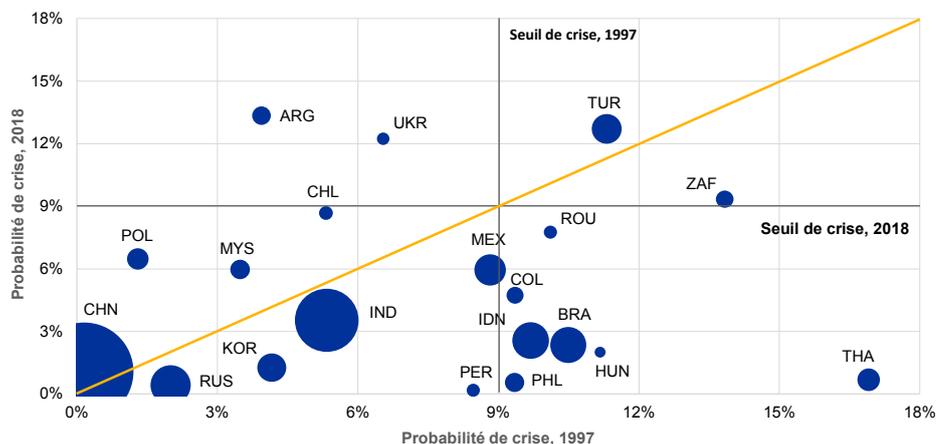
¹⁵ Le modèle d'alerte précoce ne signale pas de crise pour la Corée du Sud et la Malaisie en 1997, ce qui tend à conforter l'hypothèse d'une contagion non-rationnelle/non fondamentale de ces pays à ce moment-là.

rapide de l'endettement au cours des dix dernières années, un facteur qui pourrait ne pas être suffisamment pris en compte par le modèle ¹⁶.

Graphique G

Probabilités de crise dans les EME, comparaison entre 1997 et 2018

(en pourcentage)



Source : Estimations des services de la BCE.

Notes : La probabilité d'une crise (crise monétaire, crise souveraine ou crise systémique) survenant en 2018 ou en 1997 est estimée à l'aide d'un modèle logit binaire dans lequel la variable dépendante de la crise est définie comme dans Laeven et Valencia (2012). En l'absence de données historiques pour estimer les probabilités de crise en 1997 pour la Chine et la Corée du Sud, le graphique présente les probabilités de crise pour 1998 et 1999, respectivement. Pour la Russie, le Brésil et la Turquie, les probabilités de crise antérieures portent sur 1998 et 2001, respectivement, ce qui correspond aux années où ces pays ont connu des crises. Le seuil optimal pour émettre un signal de crise est calculé à partir de l'indice J de Youden. La taille des bulles correspondant aux pays reflète la part des différents pays dans le PIB mondial en parité de pouvoir d'achat en 2017.

Dans l'ensemble, même si la plupart des EME affichent des fondamentaux globalement plus sains et apparaissent mieux placées aujourd'hui qu'il y a vingt ans pour résister aux chocs, des risques persistent. Même si les EME ont à présent amélioré leurs positions extérieures, des risques semblent s'être accumulés sur le plan intérieur, notamment à la suite de la Grande Récession. Tandis que certaines EME sont toujours confrontées à des problèmes de balance des paiements classiques, d'autres peuvent affronter une instabilité financière liée à un endettement excessif du secteur financier domestique et à une réduction des marges de manœuvre de la politique économique.

¹⁶ Les fragilités en Chine sont accentuées parce que la croissance rapide du crédit s'est accompagnée d'une complexité et d'un endettement accrus dans le système financier. Pour plus de détails, cf. Dieppe (A.), Gilhooly (R.), Han (J.), Korhonen (I.) et Lodge (D.) (eds.), *op. cit.*

2 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 1^{er} août au 30 octobre 2018

M^a Carmen Castillo Lozoya et Elvira Fioretto

Cet encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE durant les cinquième et sixième périodes de constitution de réserves de 2018, qui se sont déroulées du 1^{er} août au 18 septembre 2018 et du 19 septembre au 30 octobre 2018, respectivement. Tout au long de ces périodes, les taux des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt sont demeurés inchangés à 0,00 %, 0,25 % et – 0,40 %, respectivement. Parallèlement, l'Eurosystème a continué d'acquérir des titres du secteur public, des obligations sécurisées, des titres adossés à des actifs et des titres du secteur des entreprises dans le cadre de son programme d'achats d'actifs (APP), avec une cible d'achats mensuels de 30 milliards d'euros en moyenne jusqu'à fin septembre et de 15 milliards à partir d'octobre.

Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, est ressorti à 1 459,8 milliards d'euros, soit une hausse de 32,3 milliards par rapport à la précédente période sous revue (qui couvrait les troisième et quatrième périodes de constitution de 2018). Cette hausse du besoin de refinancement est largement attribuable à l'évolution du solde des facteurs autonomes, qui a augmenté en moyenne de 29,8 milliards d'euros pour atteindre 1 333,1 milliards au cours de la période sous revue, tandis que les réserves obligatoires ont augmenté en moyenne de 2,5 milliards pour s'établir à 126,7 milliards.

L'accroissement du solde des facteurs autonomes résulte principalement d'une hausse des facteurs d'absorption partiellement contrebalancée par une augmentation des facteurs apportant de la liquidité. Parmi les facteurs d'absorption de la liquidité, les dépôts des administrations publiques et les billets en circulation ont enregistré les variations les plus importantes, augmentant en moyenne de 20 milliards d'euros et 16,6 milliards, respectivement, pour s'inscrire à 259,4 milliards et 1 193,1 milliards. Ces évolutions ont été partiellement contrebalancées par des hausses des facteurs apportant de la liquidité, notamment les actifs nets libellés en euros, qui ont augmenté de 8,9 milliards d'euros en moyenne pour s'établir à 200,1 milliards. Les engagements en euros de l'Eurosystème envers les non-résidents de la zone euro ont diminué en moyenne de 9,5 milliards d'euros, reflétant un profil saisonnier moins prononcé que lors de la précédente période sous

revue ¹⁷ et apportant ainsi une contribution positive aux actifs nets moyens libellés en euros (apporteurs de liquidité).

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

Tableau A
Situation de liquidité de l'Eurosystème

Engagements – Besoin de refinancement (moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 1 ^{er} août 2018 au 30 octobre 2018				Période sous revue précédente : du 3 mai 2018 au 31 juillet 2018			
	Cinquième et sixième périodes de constitution		Cinquième période de constitution : du 1 ^{er} août au 18 septembre	Sixième période de constitution : du 19 septembre au 30 octobre	Troisième et quatrième périodes de constitution			
Facteurs autonomes de la liquidité	2 164,8	(+40,9)	2 150,1	(-17,2)	2 181,9	(+31,7)	2 123,9	(+43,8)
Billets en circulation	1 193,1	(+16,6)	1 192,2	(+8,6)	1 194,3	(+2,1)	1 176,5	(+22,5)
Dépôts des administrations publiques	259,4	(+20,0)	239,1	(-24,7)	283,1	(+44,1)	239,4	(+11,9)
Autres facteurs autonomes	712,2	(+4,3)	718,9	(-1,1)	704,4	(-14,5)	708,0	(+9,4)
Comptes courants	1 358,0	(+26,2)	1 348,7	(+42,0)	1 369,0	(+20,3)	1 331,9	(+27,3)
Instruments de politique monétaire	779,7	(-0,4)	797,9	(+21,4)	758,5	(-39,4)	780,1	(-20,4)
Réserves obligatoires ¹	126,7	(+2,5)	126,7	(+2,0)	126,7	(-0,0)	124,2	(+0,0)
Facilité de dépôt	653,0	(-2,9)	671,2	(+19,4)	631,8	(-39,4)	655,9	(-20,4)
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

¹⁷ Les engagements en euros de l'Eurosystème envers les non-résidents de la zone euro sont constitués principalement des dépôts libellés en euros sur des comptes ouverts auprès de l'Eurosystème par les banques centrales de pays n'appartenant pas à la zone euro. Les fins de trimestre, et dans une moindre mesure les fins de mois, donnent généralement lieu à des hausses de ces dépôts, les banques commerciales étant plus réticentes à accepter des espèces, que ce soit sur le marché des opérations en blanc ou sur celui des opérations garanties, à l'approche des dates d'arrêtés des bilans. Le 30 septembre 2018, les engagements libellés en euros envers des non-résidents de la zone euro sont ressortis en hausse à 301,7 milliards d'euros, contre une moyenne de 264,7 milliards au cours de la sixième période de constitution. Cela a représenté un effet moins prononcé que celui observé le 30 juin 2018, lorsque ces engagements avaient atteint 348 milliards d'euros, contre une moyenne de 281,4 milliards au cours de la quatrième période de constitution.

Actifs – Offre de liquidité (moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 1 ^{er} août 2018 au 30 octobre 2018						Période sous revue précédente : du 3 mai 2018 au 31 juillet 2018	
	Cinquième et sixième périodes de constitution		Cinquième période de constitution : du 1 ^{er} août au 18 septembre		Sixième période de constitution : du 19 septembre au 30 octobre		Troisième et quatrième périodes de constitution	
Facteurs autonomes de la liquidité	831,9	(+10,9)	837,4	(+15,9)	825,5	(-11,9)	821,0	(-20,6)
Avoirs extérieurs nets	631,8	(+1,9)	637,5	(+2,4)	625,2	(-12,3)	629,8	(+1,0)
Avoirs nets libellés en euros	200,1	(+8,9)	199,9	(+13,6)	200,3	(+0,4)	191,2	(-21,6)
Instruments de politique monétaire	3 344,1	(+53,0)	3 332,7	(+27,9)	3 357,6	(+24,9)	3 291,1	(+71,3)
Opérations d' <i>open market</i>	3 344,0	(+53,0)	3 332,6	(+27,9)	3 357,5	(+24,9)	3 291,0	(+71,3)
Opérations d'appels d'offres	739,1	(-14,0)	742,9	(-3,3)	734,7	(-8,2)	753,1	(-8,7)
Opérations principales de refinancement	4,8	(+2,9)	3,0	(+1,0)	6,9	(+3,9)	1,9	(+0,2)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	4,6	(-2,8)	5,4	(-1,9)	3,7	(-1,7)	7,4	(-0,3)
Opérations TLTRO I	5,5	(-5,6)	8,9	(-0,6)	1,5	(-7,4)	11,1	(-1,9)
Opérations TLTRO II	724,2	(-8,5)	725,6	(-1,8)	722,6	(-3,0)	732,7	(-6,6)
Portefeuilles d'achats fermes de titres	2 604,9	(+67,0)	2 589,7	(+31,2)	2 622,8	(+33,1)	2 537,9	(+79,9)
1 ^{er} programme d'achats d'obligations sécurisées	4,5	(-0,2)	4,5	(-0,0)	4,5	(-0,0)	4,7	(-1,1)
2 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	4,0	(-0,2)	4,0	(-0,1)	4,0	(-0,0)	4,2	(-0,3)
3 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	258,4	(+3,8)	257,2	(+1,8)	259,9	(+2,7)	254,6	(+5,7)
Programme pour les marchés de titres	74,2	(-9,3)	74,3	(-8,0)	74,0	(-0,3)	83,5	(-1,5)
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	27,3	(-0,2)	27,5	(-0,1)	27,1	(-0,4)	27,5	(+1,7)
Programme d'achats de titres du secteur public	2 067,8	(+63,6)	2 055,7	(+34,3)	2 081,9	(+26,2)	2 004,2	(+61,9)
Programme d'achats de titres du secteur des entreprises	168,7	(+9,5)	166,4	(+3,3)	171,4	(+5,0)	159,3	(+13,5)
Facilité de prêt marginal	0,1	(-0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(-0,0)	0,1	(+0,0)

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

	Période sous revue actuelle : du 1 ^{er} août 2018 au 30 octobre 2018						Période sous revue précédente : du 3 mai 2018 au 31 juillet 2018	
	Cinquième et sixième périodes de constitution		Cinquième période de constitution : du 1 ^{er} août au 18 septembre		Sixième période de constitution : du 19 septembre au 30 octobre		Troisième et quatrième périodes de constitution	
Besoin global de refinancement	1 459,8	(+32,3)	1 439,5	(-31,4)	1 483,4	(+43,9)	1 427,5	(+64,5)
Facteurs autonomes ²	1 333,1	(+29,8)	1 312,8	(-33,5)	1 356,7	(+43,9)	1 303,3	(+64,4)
Excédent de liquidité	1 884,3	(+20,8)	1 893,1	(+59,4)	1 874,0	(-19,0)	1 863,5	(+6,8)

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

	Période sous revue actuelle : du 1 ^{er} août 2018 au 30 octobre 2018						Période sous revue précédente : du 3 mai 2018 au 31 juillet 2018	
	Cinquième et sixième périodes de constitution		Cinquième période de constitution : du 1 ^{er} août au 18 septembre		Sixième période de constitution : du 19 septembre au 30 octobre		Troisième et quatrième périodes de constitution	
Opérations principales de refinancement	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilité de prêt marginal	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilité de dépôt	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)
Eonia	-0,363	(+0,00)	-0,359	(+0,00)	-0,366	(-0,01)	-0,363	(+0,00)

Source : BCE.

Notes : Tous les chiffres du tableau sont arrondis à la centaine de millions d'euros la plus proche. Les chiffres entre parenthèses indiquent la variation par rapport à la précédente période sous revue ou de constitution.

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

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

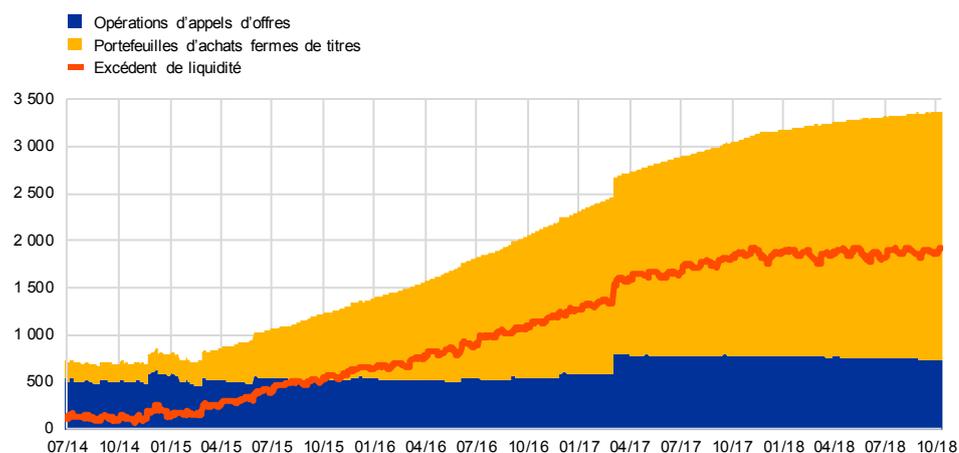
Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations d'open market (opérations d'appels d'offres et achats dans le cadre de l'APP) a augmenté de 53 milliards d'euros pour s'établir à 3 344,1 milliards (cf. graphique A). Cette hausse est entièrement attribuable aux achats nets dans le cadre de l'APP, tandis que la demande a légèrement diminué pour les opérations d'appels d'offres.

Graphique A

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

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des opérations d'appels d'offres a légèrement diminué durant la période sous revue, de 14 milliards d'euros, pour s'établir à 739,1 milliards. Cette diminution s'explique entièrement

par une baisse de l'encours moyen des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO), de 14,1 milliards d'euros. La diminution de l'encours des fonds empruntés dans le cadre de ces opérations résulte de l'arrivée à échéance des opérations TLTRO I et de remboursements volontaires de la première et de la deuxième opération TLTRO II en septembre 2018, pour un montant total de 12,6 milliards d'euros. La liquidité moyenne fournie par les opérations principales de refinancement a augmenté de 2,9 milliards d'euros, ressortant à 4,8 milliards, hausse presque entièrement compensée par une baisse de la liquidité fournie par les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois, qui a diminué de 2,8 milliards pour s'établir à 4,6 milliards.

Grâce aux achats nets réalisés dans le cadre de l'APP, la liquidité fournie par le biais des portefeuilles de titres de l'Eurosystème liés à la mise en œuvre de la politique monétaire a augmenté de 67 milliards d'euros pour s'établir à 2 604,9 milliards, en moyenne. La liquidité fournie par le programme d'achats de titres du secteur public, par le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées et par le programme d'achats de titres du secteur des entreprises a augmenté en moyenne de 63,6 milliards d'euros, de 3,8 milliards et de 9,5 milliards, respectivement. Toutefois, la liquidité apportée par le programme d'achats de titres adossés à des actifs a légèrement diminué, de 0,2 milliard d'euros en moyenne, en raison de remboursements nets sur portefeuilles de titres. Les remboursements d'obligations détenues dans le cadre du programme pour les marchés de titres et des deux programmes précédents d'achats d'obligations sécurisées se sont élevés au total à 9,7 milliards d'euros.

Excédent de liquidité

Par suite des évolutions examinées en détail précédemment, l'excédent de liquidité moyen a légèrement augmenté par rapport à la précédente période sous revue, de 20,8 milliards d'euros, pour s'établir à 1 884,3 milliards (cf. graphique A). Cette hausse reflète la liquidité fournie par les achats dans le cadre de l'APP, qui n'a été que partiellement absorbée par l'augmentation du solde des facteurs autonomes, essentiellement au cours de la sixième période de constitution. En effet, si l'excédent de liquidité a augmenté de 59,4 milliards d'euros pendant la cinquième période de constitution des réserves, il a de nouveau diminué de 19 milliards au cours de la sixième période. Cette inversion résulte en partie de l'évolution du solde des facteurs autonomes, qui a diminué de 33,5 milliards d'euros, puis de nouveau augmenté de 43,9 milliards pendant la cinquième et la sixième période de constitution, respectivement. S'agissant de la répartition de l'excédent de liquidité entre les comptes courants et la facilité de dépôt, les encours moyens sur les comptes courants ont augmenté de 26,2 milliards d'euros pour s'établir à 1 358 milliards, tandis que le recours moyen à la facilité de dépôt a légèrement diminué, de 2,9 milliards, pour s'établir à 653 milliards.

Évolutions des taux d'intérêt

Les taux sur le marché monétaire des prêts au jour le jour, en blanc et garantis, sont demeurés proches du taux de la facilité de dépôt de la BCE, ou légèrement inférieurs à ce taux pour des paniers de garanties spécifiques sur le compartiment des opérations garanties. Sur le compartiment des opérations en blanc, l'Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro) s'est établi en moyenne à – 0,363 %, sans changement par rapport à la précédente période sous revue. L'Eonia a fluctué entre un point bas de – 0,371 % observé le 12 septembre et le 17 octobre et un point haut de – 0,342 % le dernier jour d'août 2018. Sur le marché des opérations garanties, l'écart entre les taux moyens des opérations de pension au jour le jour pour le panier de garanties standard et le panier étendu sur le marché *general collateral (GC) Pooling*¹⁸ s'est nettement réduit dans un environnement de faibles volumes de transactions. Par rapport à la période précédente, le taux moyen des opérations de pension au jour le jour pour le panier de garanties standard a augmenté de 22 points de base, ressortant à – 0,419 %, tandis que celui du panier étendu a baissé de 10 points de base, à – 0,404 %.

La baisse de fin de trimestre observée en septembre des taux des pensions pour les garanties émises par la plupart des pays appartenant à la zone euro a été légèrement plus nette qu'en mars et en juin, à la fin des deux premiers trimestres, mais elle est restée relativement modérée par rapport aux fins de trimestre 2017. Tandis qu'à fin juin, les taux des pensions GC au jour le jour n'avaient baissé que de 2 points de base pour les garanties françaises et de 5 points de base pour les garanties allemandes, à fin septembre, ces mêmes taux ont diminué de 11 points de base et 15 points de base, respectivement, ressortant à – 0,61 % et – 0,65 %. Par ailleurs, le taux des pensions GC pour les garanties italiennes a augmenté de 6 points de base, à – 0,33 %, à fin septembre, après une hausse de 3 points de base à fin juin. Les taux des pensions pour l'ensemble des pays de la zone euro ont retrouvé leurs niveaux antérieurs immédiatement après la fin de trimestre. Globalement, la facilité de prêts de titres dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public de l'Eurosystème a continué de favoriser le bon fonctionnement des marchés des pensions.

¹⁸ Le marché GC Pooling permet de négocier les accords de pension sur la plateforme Eurex contre des paniers standardisés de garanties.

3 Comprendre le ralentissement de la croissance en 2018

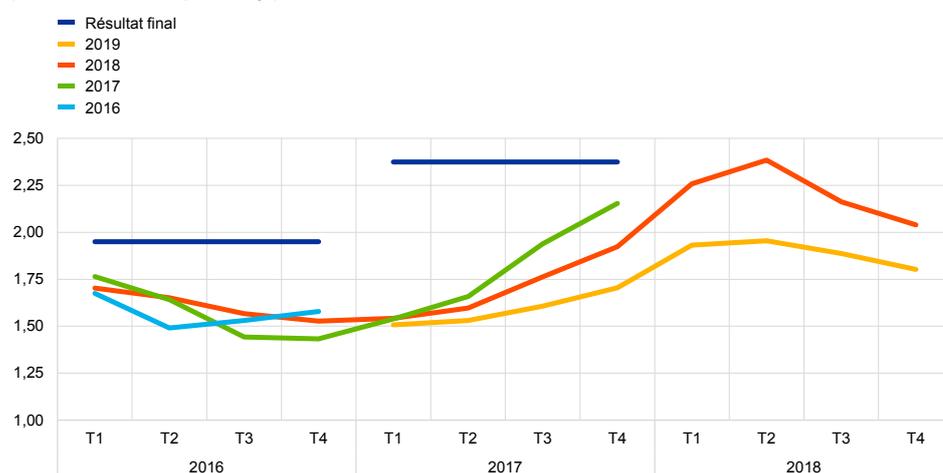
Maarten Dossche et Jaime Martinez-Martin

La croissance de l'activité économique s'est nettement ralentie dans la zone euro depuis fin 2017. En effet, la croissance du PIB en rythme trimestriel dans la zone euro s'est établie à 0,2 % au troisième trimestre 2018, après 0,7 % au quatrième trimestre 2017. Le présent encadré évalue les facteurs qui contribuent à ce ralentissement et cherche à déterminer s'il était ou non prévisible. En particulier, il examine si les facteurs sous-jacents sont de nature temporaire ou plus permanente, s'ils proviennent de la zone euro ou de l'extérieur, et si le ralentissement est dû à une faiblesse de la demande ou à un durcissement des conditions d'offre.

Graphique A

Anticipations des prévisionnistes professionnels relatives à la croissance du PIB

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et BCE.

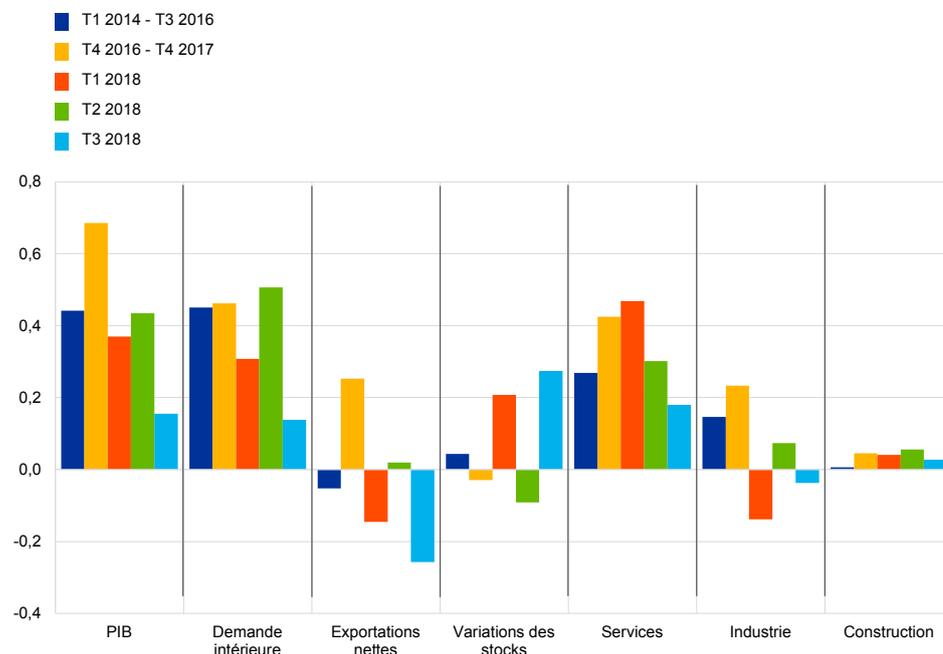
Notes : Les lignes en bleu foncé représentent les estimations finales de la croissance annuelle du PIB. Toutes les autres lignes représentent des prévisions de croissance pour une année donnée à différentes dates.

La croissance récente de la production a été décevante par rapport aux prévisions de croissance de fin 2017, mais pas par rapport aux prévisions antérieures. L'évolution favorable de la croissance, en forte accélération en 2017, a surpris la plupart des prévisionnistes professionnels (cf. graphique A). Ce renforcement de la croissance, qui a coïncidé avec un pic de croissance du commerce mondial (5,2 %), s'explique principalement par les exportations nettes. À l'inverse, la croissance de la demande intérieure est restée comparable aux niveaux observés dans la première partie de la période d'expansion économique allant de 2014 à 2016 (cf. graphique B). Depuis début 2018, les prévisions de croissance pour 2018 et 2019 ont été progressivement révisées à la baisse, mais elles tablent toujours sur une croissance annuelle du PIB en 2018 plus forte que prévu début 2017.

Graphique B

Croissance du PIB : ventilation des dépenses et de la production

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

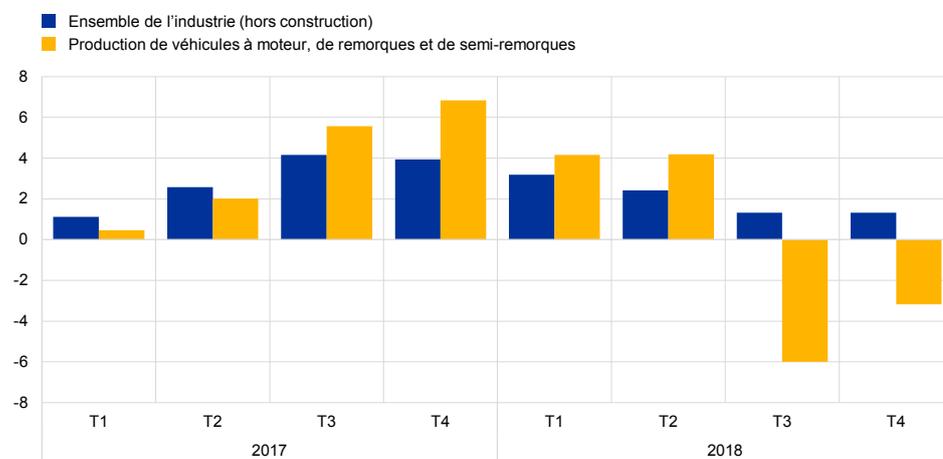
Note : Les chiffres pour la période allant du premier trimestre 2014 au troisième trimestre 2016 et pour la période allant du quatrième trimestre 2016 au quatrième trimestre 2017 représentent des moyennes des données trimestrielles concernées.

Le ralentissement observé en 2018 s'explique en grande partie par des facteurs externes, en particulier la faiblesse de la demande extérieure. En effet, comme le renforcement de la croissance en 2017, le ralentissement en 2018 s'explique par les exportations nettes (cf. graphique B). La dynamique des échanges s'est normalisée, la croissance mondiale revenant vers ses niveaux potentiels. En tant que principal producteur de biens exportables, c'est le secteur industriel qui a été le plus affecté par la baisse des exportations nettes. Dans le même temps, la croissance de la demande intérieure est généralement restée en phase avec la contribution moyenne apportée depuis le début de l'expansion économique. Même si des perturbations temporaires de la production automobile ont pesé sur la consommation privée au troisième trimestre 2018, la robustesse de la demande intérieure reflète le cercle vertueux entre emploi, revenu du travail et consommation. Les données disponibles indiquent que ce cercle vertueux n'a pas, jusqu'à présent, été perturbé par le récent ralentissement du rythme de la croissance.

Graphique C

Production industrielle

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les données relatives au quatrième trimestre 2018 sont établies à partir de chiffres mensuels pour octobre 2018 uniquement.

Plusieurs facteurs temporaires ont également pesé sur le profil de la croissance. Au premier semestre 2018, les conditions météorologiques, les absences pour maladie et les mouvements sociaux ont affecté la production dans un certain nombre de pays¹⁹. Au troisième trimestre, la production automobile a également enregistré des perturbations importantes en raison de l'introduction de normes d'émission applicables aux véhicules neufs le 1^{er} septembre (cf. graphique C). La production s'est ralentie, les constructeurs essayant d'éviter l'accumulation de stocks de modèles non testés, ce qui a pesé fortement sur les économies où les secteurs de l'automobile sont importants (comme l'Allemagne). En fait, l'économie allemande s'est contractée au troisième trimestre, faisant diminuer la croissance trimestrielle de la zone euro d'au moins 0,1 point de pourcentage. Toutefois, ce phénomène devrait être temporaire. Quand les tests auront été effectués, la production automobile devrait progressivement revenir à la normale au quatrième trimestre et l'effet sur la production devrait se dissiper. Effectivement, les dernières données indiquent que la production automobile a déjà commencé à se normaliser²⁰.

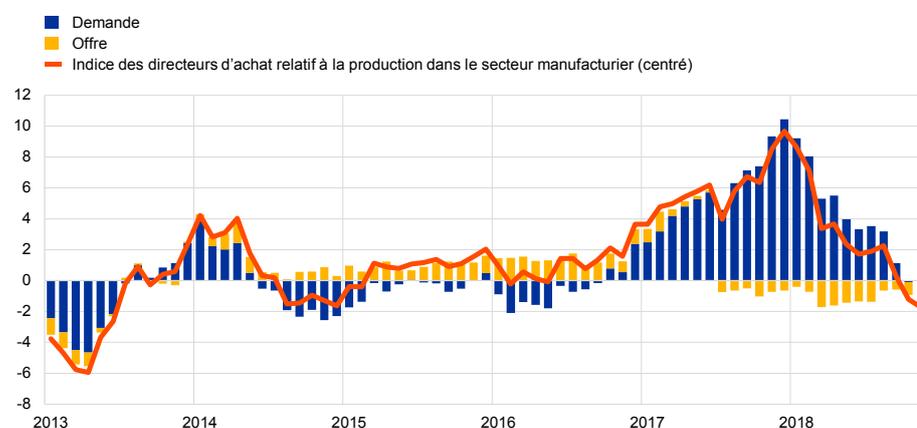
¹⁹ Cf. l'encadré intitulé « [Le récent ralentissement de la croissance de la production dans la zone euro reflète des facteurs à la fois cycliques et temporaires](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018.

²⁰ Selon les données de la fédération allemande de l'industrie automobile (VDA) jusqu'à novembre 2018

Graphique D

Décomposition de l'indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur manufacturier

(indice de diffusion ; contributions)



Sources : Markit et calculs de la BCE.

Notes : Décomposition historique de l'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier dans la zone euro à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif structurel (SVAR) avec des restrictions de signe, dans lequel la production et l'utilisation des capacités de production sont tirées de l'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier. Ce modèle utilise des restrictions de signe pour identifier les chocs de demande et d'offre. Les premiers sont ainsi définis comme les chocs qui font évoluer les indices relatifs à la production et à l'utilisation des capacités de production pour le secteur manufacturier dans la même direction, tandis que les derniers sont définis comme les chocs qui font évoluer les indices de la production et de l'utilisation des capacités de production pour le secteur manufacturier dans des directions opposées.

En dépit de cet affaiblissement de la demande, les niveaux actuellement élevés d'utilisation des capacités de production tendent à indiquer que les conditions d'offre dans l'industrie manufacturière demeurent restrictives.

Une décomposition fondée sur un modèle de l'indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur manufacturier montre que le récent ralentissement de l'activité est principalement lié à une faiblesse de la demande (cf. graphique D)²¹. Dans le même temps, les contraintes d'offre se sont progressivement renforcées depuis mi-2017. L'utilisation des capacités de production n'a baissé que légèrement alors que la croissance de la production s'est ralentie. Ce profil apparaît clairement dans le secteur manufacturier – surtout en Allemagne et, dans une moindre mesure, en France.

Globalement, le récent ralentissement de la croissance n'a pas, jusqu'à présent, remis en question les fondamentaux de l'expansion économique actuelle.

Le ralentissement est intervenu après une période de vigueur imprévue de la demande extérieure en 2017 et a été accentué par un certain nombre de facteurs temporaires. En effet, un ralentissement progressif de la croissance peut même être considéré comme normal au fur et à mesure que la croissance s'installe. Dans le même temps, l'incertitude relative aux évolutions extérieures a visiblement accru les risques pesant sur les perspectives économiques de la zone euro. Par conséquent, les implications éventuelles sur la demande intérieure et les fondamentaux de l'expansion doivent faire l'objet d'un suivi attentif.

²¹ Dans ce cadre, la perturbation temporaire ayant affecté récemment la production automobile est également considérée comme une baisse de la demande.

4 Les changements de composition à l'origine de la croissance de l'emploi dans la zone euro pendant la reprise

Katalin Bodnár

Au troisième trimestre 2018, le nombre total de personnes occupant un emploi dans la zone euro avait augmenté de 9,6 millions par rapport au deuxième trimestre 2013, son point le plus bas durant la crise. Cette hausse de l'emploi au cours de la reprise a plus que compensé la baisse observée durant la crise. En conséquence, l'emploi dans la zone euro est actuellement à son plus haut niveau jamais enregistré, soit 158,3 millions de personnes ²². Le présent encadré décrit la croissance nette de l'emploi dans la zone euro au cours de la reprise et la compare à celle de la période comprise entre le premier trimestre 1999 et le premier trimestre 2008 (c'est-à-dire de l'introduction de l'euro jusqu'au début de la crise), qui a également été caractérisée par une hausse continue de l'emploi dans l'ensemble de la zone.

Lors de la récente reprise, la composition par pays de la croissance de l'emploi a été légèrement différente de celle observée au cours de la période précédant la crise. L'augmentation du nombre de personnes employées dans la zone euro (9,6 millions) est du même ordre que celle enregistrée durant les cinq années précédant la crise (10 millions) ²³. La principale différence réside dans le fait que l'Allemagne représente aujourd'hui un pourcentage beaucoup plus élevé de la croissance de l'emploi qu'avant la crise, alors que les parts relatives des autres grands pays de la zone euro – en particulier l'Espagne – ont diminué (cf. graphique A). Cette évolution reflète dans une large mesure la vigueur relative de la croissance économique dans ces pays au cours des deux périodes. De même, alors que l'Espagne était le principal pays de destination des immigrants dans la zone euro avant la crise, pendant la reprise c'est l'Allemagne qui a enregistré les entrées d'immigrants les plus importantes. La Lituanie, l'Autriche, le Portugal et la Slovaquie ont également apporté une plus forte contribution à la croissance de l'emploi dans la zone euro lors de la récente reprise.

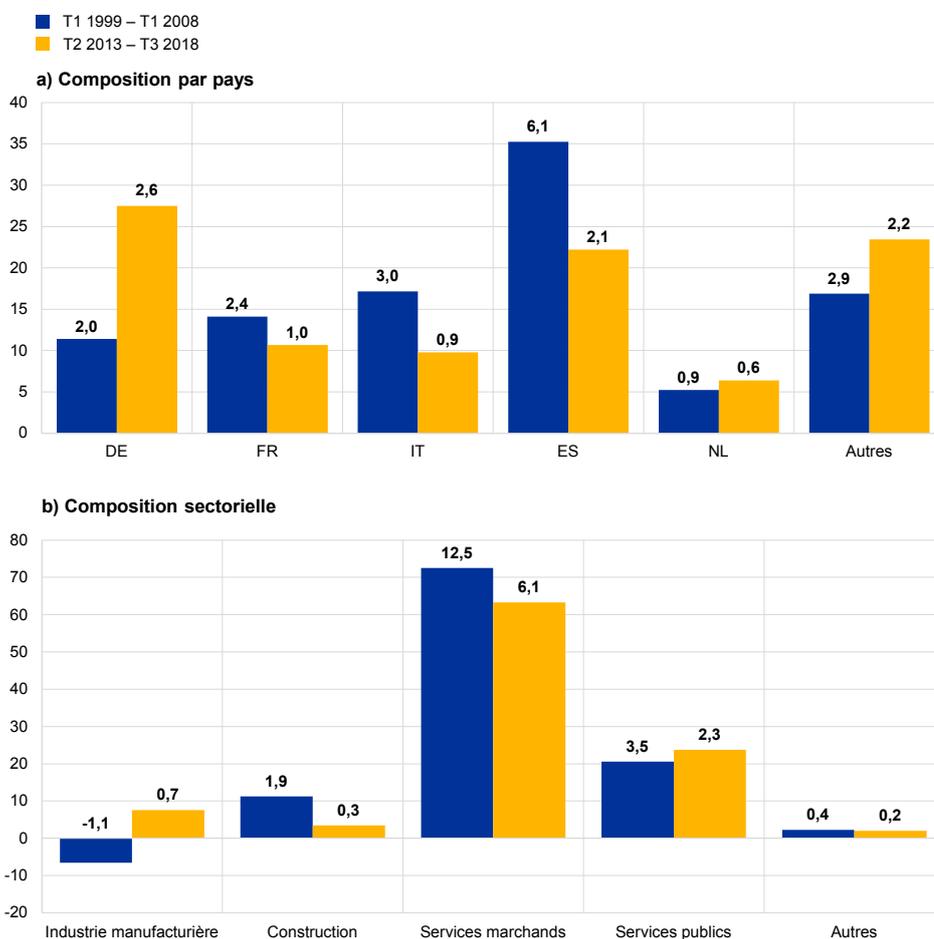
²² Les chiffres publiés dans cet encadré s'appuient sur les données des comptes nationaux. Ils permettent une ventilation par pays et par secteurs des évolutions de l'emploi dans la zone euro. Les données tirées de l'enquête de l'UE sur les forces de travail (*EU Labour Force Survey – LFS*) sont utilisées pour une ventilation détaillée de l'emploi selon les caractéristiques personnelles et les types de contrat. Si ces deux séries de statistiques ont une dynamique similaire, les niveaux d'emploi et les taux de croissance cumulés qui en résultent sont néanmoins légèrement différents pour des raisons méthodologiques. S'agissant des données tirées de l'enquête sur les forces de travail, par exemple, les chiffres s'appuient sur un concept national : certaines tranches de la population ne sont pas couvertes et les données relatives à l'emploi concernent les personnes âgées de 15 à 64 ans ou de 15 à 74 ans. En revanche, les données des comptes nationaux s'appuient sur un concept domestique : elles contiennent une estimation de l'emploi dans l'économie souterraine et couvrent toutes les tranches d'âge. Cf. [ici](#) pour une explication détaillée. Selon les données de l'enquête LFS, le nombre de personnes occupant un emploi a augmenté de 8,9 millions entre le premier trimestre 2013 (son point le plus bas d'après cette série de données) et le deuxième trimestre 2018 (le dernier point de données disponible pour ces statistiques).

²³ Cf. « *The outlook for the euro area economy* », discours de Mario Draghi, président de la BCE, au Congrès bancaire européen à Francfort sur le Main, 16 novembre 2018.

Graphique A

Ventilation de la croissance cumulée de l'emploi par pays et par secteurs durant la période précédant la crise et durant la reprise

(axe des ordonnées : parts en pourcentage de la croissance cumulée de l'emploi ; libellés de données : croissance cumulée de l'emploi en millions)



Sources : Eurostat et comptes nationaux.

Les services marchands sont à l'origine de la croissance de l'emploi durant les deux périodes, même s'ils ont représenté un pourcentage plus faible de la croissance de l'emploi total au cours de la récente reprise. Durant les deux périodes, la croissance de l'emploi dans les services marchands a été déterminée essentiellement par les services professionnels et administratifs, ainsi que par le commerce et les transports. Dans le même temps, la contribution de la construction durant la récente reprise a été moins importante qu'avant la crise. En revanche, l'emploi dans le secteur manufacturier a apporté une faible contribution positive depuis le deuxième trimestre 2013, après avoir diminué lors de la période précédant la crise. Enfin, le secteur public a représenté un cinquième environ de la croissance cumulée de l'emploi durant la récente reprise, à peu près comme avant la crise.

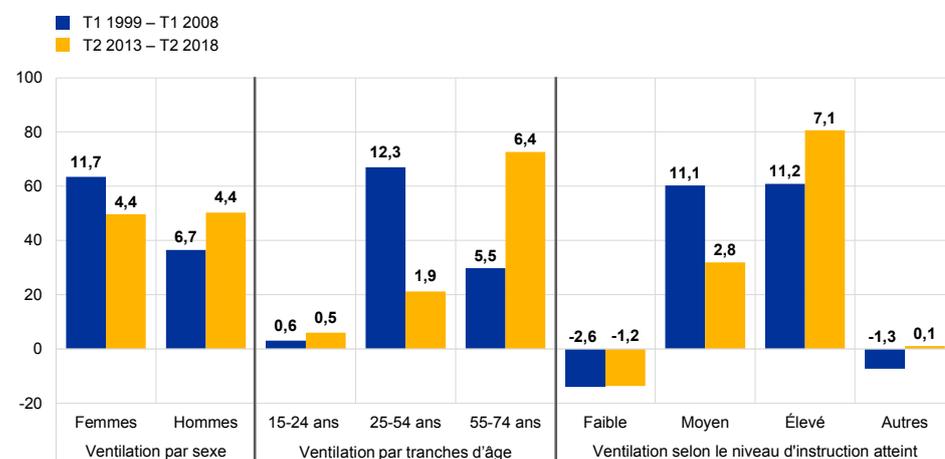
La croissance de l'emploi a été répartie de façon assez égale entre les hommes et les femmes pendant la récente reprise (cf. graphique B). Avant la crise, l'emploi a connu une très forte croissance chez les femmes, en liaison avec l'augmentation de leur taux d'activité et de leur niveau d'instruction, les réformes sur le marché du travail

et l'importance croissante des services dans l'économie. Plus récemment, toutefois, le taux d'activité des femmes a augmenté de façon moins soutenue, les facteurs à l'origine des hausses passées ayant commencé à se stabiliser ; c'est ce qui ressort également de la contribution des femmes à la croissance de l'emploi. Dans le même temps, l'emploi chez les hommes a diminué durant la crise et, bien qu'il se redresse, il n'a pas encore renoué avec ses niveaux d'avant la crise. Reflétant ces tendances, la part des femmes dans le stock d'emploi s'est récemment stabilisée à 46,3 % (après 42,6 % au premier trimestre 1999 et légèrement au-dessus des 45,9 % constatés au deuxième trimestre 2013).

Graphique B

Ventilation de la croissance cumulée de l'emploi en fonction des caractéristiques personnelles durant la période précédant la crise et durant la reprise

(axe des ordonnées : parts en pourcentage de la croissance cumulée de l'emploi ; libellés de données : croissance cumulée de l'emploi en millions)



Sources : Eurostat et enquête LFS.

Notes : S'agissant du niveau d'études atteint, les personnes « faiblement » qualifiées sont celles qui ont suivi moins qu'un enseignement primaire, un enseignement primaire, ou un premier cycle d'enseignement secondaire, le niveau des personnes « moyennement » qualifiées correspond à un deuxième cycle de l'enseignement secondaire et à un enseignement post-secondaire non supérieur, les personnes « hautement » qualifiées sont celles qui ont suivi des études supérieures, et la rubrique « autres » correspond à une non-réponse. Le pourcentage négatif de la rubrique « autres » au cours de la période précédant la crise reflète très probablement une amélioration du taux de réponse au cours de cette période.

Il y a eu une modification dans la ventilation par tranches d'âge de la croissance cumulée de l'emploi, les travailleurs plus âgés apportant une contribution nettement plus importante durant la récente reprise

(cf. graphique B). Avant la crise, la population âgée de 25 à 54 ans représentait plus des deux tiers de la croissance de l'emploi, mais cette tranche d'âge n'a contribué que pour un cinquième à la croissance de l'emploi lors de la récente reprise. En revanche, les personnes âgées de 55 à 74 ans ont contribué pour les trois-quarts à la croissance cumulée de l'emploi durant la récente reprise, après moins d'un tiers avant la crise. La contribution des jeunes (personnes âgées de 15 à 24 ans) a été limitée au cours de la récente reprise, tout comme pendant la période précédant la crise.

Les évolutions démographiques et les réformes des régimes de retraite sont probablement les principaux facteurs qui expliquent les changements intervenus dans la ventilation par tranches d'âge de la croissance de l'emploi.

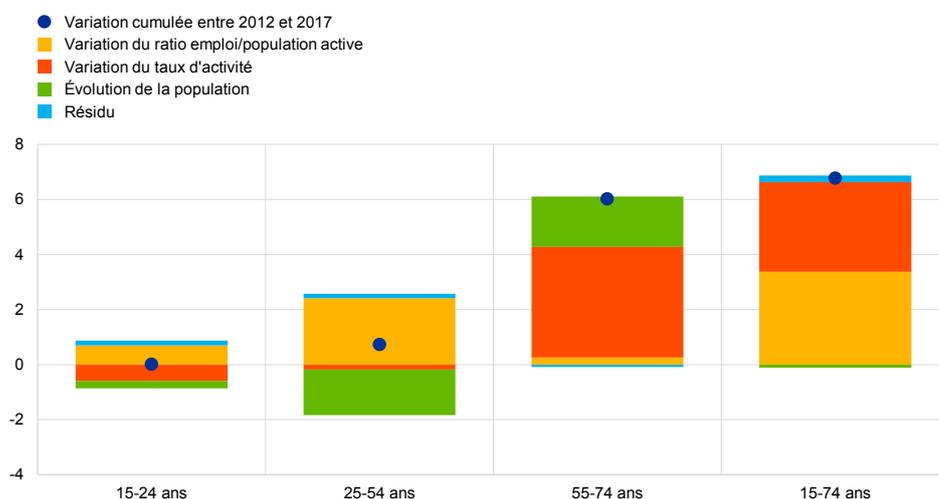
Ces changements reflètent dans une large mesure l'évolution de l'offre de travail. Le nombre de personnes plus âgées s'élève à mesure que la génération du

« baby boom » entre dans la tranche des 55-74 ans, tandis que le nombre de personnes âgées de moins de 55 ans diminue ²⁴. Dans le même temps, le taux d'activité des personnes plus âgées a lui aussi fortement augmenté ²⁵. Lors de la récente reprise, environ un tiers de la hausse de l'emploi des personnes âgées de 55 à 74 ans a résulté de leur nombre croissant et les deux autres tiers s'expliquent par l'augmentation de leur taux d'activité (cf. graphique C). L'une des raisons de la hausse du taux d'activité des personnes âgées de 55 à 74 ans est l'augmentation du niveau d'instruction de cette tranche d'âge, qui est positivement corrélé au taux d'activité. Toutefois, cela n'explique qu'un faible pourcentage de l'augmentation globale du taux d'activité. Il semble plus probable que le principal facteur à l'origine de la hausse du taux d'activité ait été le relèvement de l'âge légal et de l'âge effectif de départ à la retraite dans l'ensemble de la zone euro ²⁶.

Graphique C

Ventilation de la croissance cumulée de l'emploi par tranches d'âge durant la reprise

(variations en pourcentage ; contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, enquête LFS et calculs de la BCE.

Note : Ces données sont établies à partir de chiffres annuels.

La croissance de l'emploi lors de la récente reprise a été essentiellement le fait de personnes diplômées de l'enseignement supérieur.

En effet, ces personnes ont représenté presque 80 % de la croissance de l'emploi total durant la reprise actuelle, contre 60 % avant la crise, tandis que la contribution des personnes ayant atteint un niveau d'études moyen a fortement diminué. L'emploi des personnes ayant un faible niveau d'instruction a diminué lors de la récente reprise, tout comme durant la période précédant la crise. Ces évolutions sont également liées aux évolutions de la population : le nombre de personnes ayant un faible niveau d'instruction diminue et celui des personnes diplômées de l'enseignement supérieur augmente.

²⁴ Cf. l'encadré intitulé « Évolutions récentes de l'offre de main-d'œuvre dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2017.

²⁵ Le taux d'activité de cette tranche d'âge a suivi une tendance haussière au fil du temps, s'établissant à 22,4 % au premier trimestre 1999, à 33,6 % au deuxième trimestre 2013 et à 39 % au deuxième trimestre 2018. Cf. également l'article intitulé « Offre de main-d'œuvre et croissance de l'emploi », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2018.

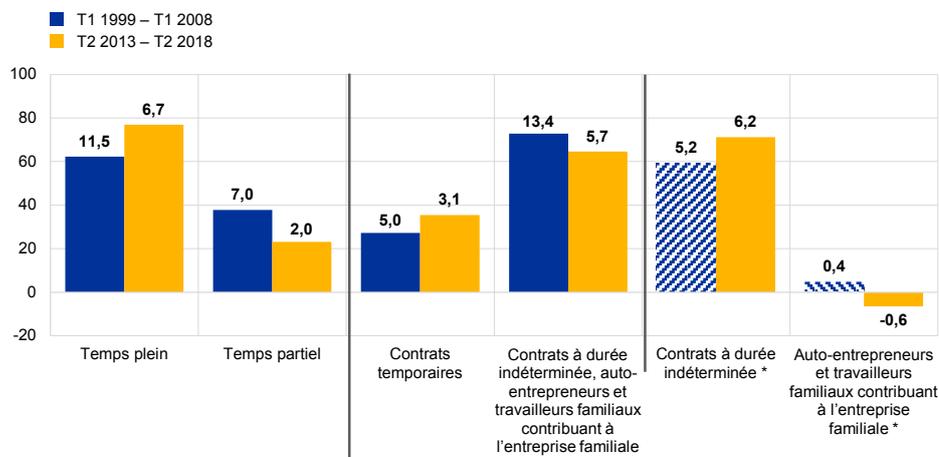
²⁶ Une simple analyse de la variation des parts montre que le taux d'activité aurait quand même augmenté fortement si la composition en termes de niveau d'instruction était demeurée inchangée.

La croissance de l'emploi dans la zone euro pendant la récente reprise est attribuable aux contrats à temps plein et la plupart du temps à durée indéterminée, la croissance résultant pour près de 80 % d'une hausse de l'emploi à temps plein. Cela étant, l'emploi à temps plein demeure inférieur à son niveau d'avant la crise après la forte baisse qu'il a connue durant la crise. L'emploi à temps partiel a augmenté tout au long de la crise, et durant la reprise également, mais sa contribution à la croissance de l'emploi a diminué récemment tandis que sa part dans l'emploi total s'est réduite. Cette évolution peut s'expliquer par la baisse du nombre de travailleurs à temps partiel sous-employés (personnes cherchant à travailler un plus grand nombre d'heures), tandis que la contribution des travailleurs n'étant pas en situation de sous-emploi (personnes satisfaites de travailler à temps partiel) est du même ordre que celle observée avant la crise ²⁷. Dans le même temps, si la croissance de l'emploi demeure concentrée sur les contrats à durée indéterminée, l'emploi temporaire représente actuellement un pourcentage plus élevé de la croissance de l'emploi, alors que les contrats d'auto-entrepreneur diminuent (cf. graphique D).

Graphique D

Ventilation de la croissance cumulée de l'emploi selon les caractéristiques des contrats durant la période précédant la crise et durant la reprise

(axe des ordonnées : parts en pourcentage de la croissance cumulée de l'emploi ; libellés de données : croissance cumulée de l'emploi en millions)



Sources : Eurostat, enquête LFS et calculs de la BCE.

Note : Les données ont été corrigées des variations de niveau par les services de la BCE.

* Les données séparées relatives aux contrats à durée indéterminée et aux contrats d'auto-entrepreneur ainsi qu'aux travailleurs familiaux collaborant à l'entreprise familiale ne sont disponibles que depuis 2005.

²⁷ Cf. l'encadré intitulé « Évolutions récentes de l'emploi à temps partiel », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2018.

5 Évolutions récentes du glissement conjoncturel des salaires dans la zone euro

Gerrit Koester et Justine Guillochon

Le glissement conjoncturel des salaires mesure les écarts entre les évolutions des salaires effectifs et celles des salaires négociés. Il s'agit d'un élément important dans l'analyse macroéconomique de la rémunération des salariés car il devrait être étroitement lié aux évolutions conjoncturelles sur le marché du travail. Dans un contexte d'accroissement des tensions sur le marché du travail, les employeurs pourraient être contraints de proposer des échelles de rémunération supérieures à celles des conventions collectives, d'accorder aux salariés des promotions à des échelons plus élevés dans les grilles de salaires négociées collectivement, ou simplement de verser des primes en plus des salaires convenus afin de récompenser et de retenir leurs employés. Compte tenu des reculs prolongés du chômage observés récemment et des signes croissants de pénurie de main-d'œuvre, le présent encadré examine le rôle du glissement conjoncturel des salaires dans les évolutions récentes de la rémunération par tête.

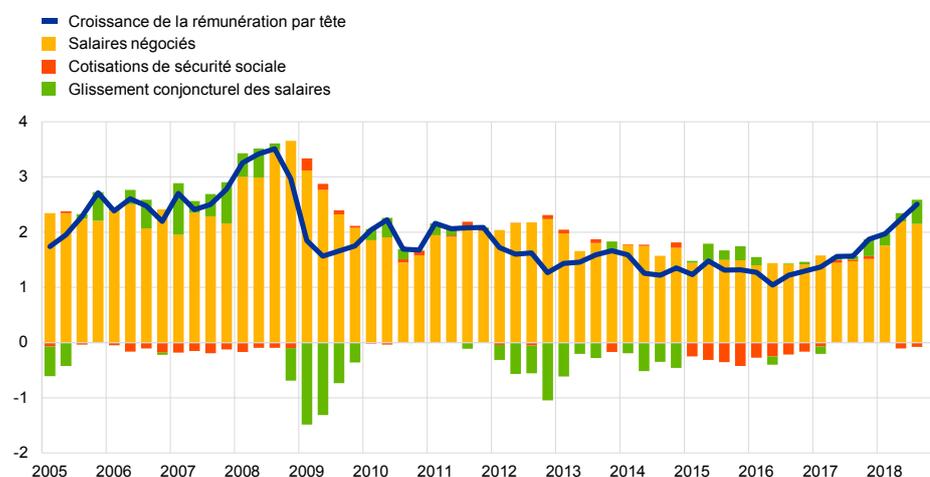
En termes agrégés, le glissement conjoncturel des salaires n'est pas observable et il est calculé ici comme la différence entre les taux de croissance des salaires et traitements bruts par tête et ceux des salaires négociés. Cela signifie que la croissance totale des salaires telle que mesurée par la rémunération par tête peut être ventilée entre la croissance des salaires négociés, le glissement conjoncturel des salaires et l'impact des variations des cotisations de sécurité sociale, ce dernier étant défini comme la différence entre le taux de croissance annuel de la rémunération par tête et le taux de croissance annuel des salaires et traitements bruts par tête. Calculé de cette manière, le glissement conjoncturel des salaires prend également inévitablement en compte les modifications de la structure de l'emploi dans une économie, dans la mesure où les entreprises sont liées par des conventions collectives, ainsi que les évolutions du nombre moyen d'heures travaillées par personne employée – et il recouvre donc davantage que la seule influence des évolutions du marché du travail sur les primes salariales.

Le glissement conjoncturel des salaires a été le principal moteur de l'accélération de la croissance des salaires durant la phase initiale du renforcement de cette croissance, mais elle est à présent également soutenue par les salaires négociés. Entre le deuxième trimestre 2016 et le quatrième trimestre 2017, la variation de 0,4 point de pourcentage enregistrée par le glissement conjoncturel des salaires a constitué la contribution individuelle la plus importante à l'accélération de la croissance de la rémunération par tête, qui est passée de 1,0 % à 1,8 % (cf. graphique A). La croissance des salaires négociés a été largement atone sur cette période, ne commençant à se redresser qu'en 2018 : elle est passée de 1,5 % au dernier trimestre 2017 à 2,1 % au troisième trimestre 2018. L'accélération récente de la croissance de la rémunération par tête, passée de 1,9 % au quatrième trimestre 2017 à 2,5 % au troisième trimestre 2018 a par conséquent été également fortement soutenue par la hausse des salaires négociés.

Graphique A

Décomposition de la croissance de la rémunération par tête

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



Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2018.

Les variations du nombre d'heures travaillées n'ont pas été déterminantes pour les évolutions récentes du glissement conjoncturel des salaires.

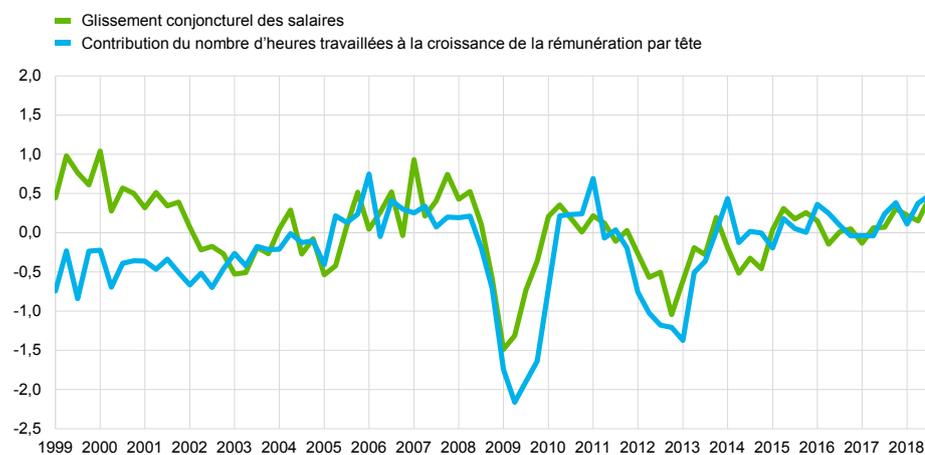
En supposant que, dans la plupart des cas, la croissance des salaires négociés se rapporte implicitement à la rémunération horaire, le glissement conjoncturel des salaires calculé ici peut être affecté par des variations du nombre moyen d'heures travaillées par salarié, comme celles résultant des heures supplémentaires ou de changements entre emploi à temps plein et emploi à temps partiel²⁸. La comparaison entre les variations de la contribution du nombre d'heures travaillées par salarié à la croissance de la rémunération par tête et le glissement conjoncturel des salaires montre que les réductions importantes du nombre d'heures travaillées par salarié intervenues en 2008-2009 et 2012-2013 se sont – sans surprise – reflétées dans les contributions fortement négatives du glissement des salaires à la hausse globale des salaires. Depuis 2014, toutefois, les variations du nombre d'heures travaillées par salarié n'ont été que faiblement liées aux évolutions du glissement conjoncturel des salaires pour les différents trimestres, indiquant que les variations du nombre d'heures travaillées jouent un rôle limité dans les évolutions du glissement des salaires en termes agrégés.

²⁸ L'évaluation du glissement conjoncturel des salaires appelle un certain nombre de réserves. Par exemple, les données relatives aux salaires négociés dans la zone euro, qui sont nécessaires pour calculer le glissement conjoncturel des salaires, sont élaborées à partir de données par pays non harmonisées. Cela pourrait également affecter la fiabilité du calcul du glissement conjoncturel des salaires. De plus, le glissement des salaires est calculé comme la différence entre le taux de croissance annuel des salaires et traitements bruts et celui des salaires négociés, plutôt que comme la contribution des salaires négociés à la croissance globale des salaires. Cela est lié au fait qu'à la différence des données relatives à la rémunération, les salaires négociés ne sont généralement pas disponibles par niveaux.

Graphique B

Glissement conjoncturel des salaires et contribution du nombre d'heures travaillées à la croissance de la rémunération par tête

(contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2018.

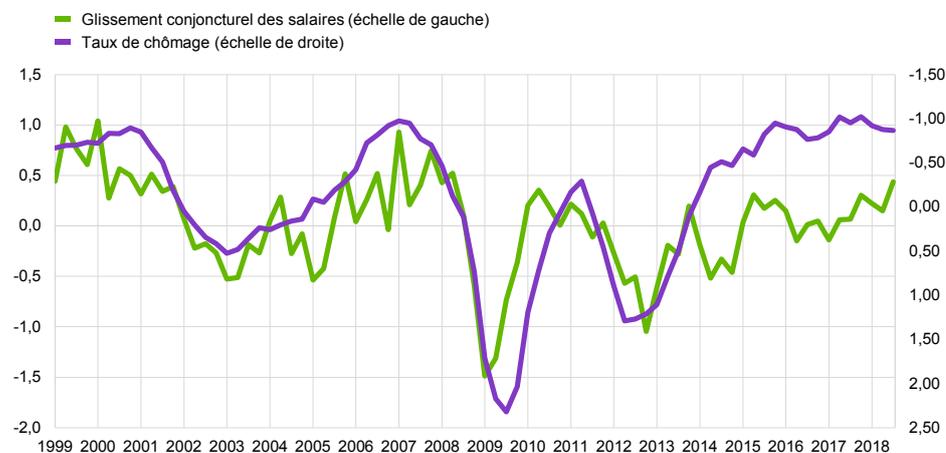
Le glissement conjoncturel des salaires a tendance à réagir relativement rapidement aux variations de la situation conjoncturelle sur le marché du travail.

Comme le montre le graphique C, la réaction du glissement conjoncturel des salaires aux variations de la situation conjoncturelle sur le marché du travail, telle que mesurée par l'évolution du taux de chômage, ne se produit généralement qu'avec un léger décalage. La réaction directe du glissement des salaires au cycle conjoncturel est cohérente avec l'utilisation des primes et des rémunérations spéciales lors des phases du cycle caractérisées par une augmentation de la productivité et de la rentabilité. Toutefois, il convient de noter que les liens classiques entre le glissement conjoncturel des salaires et les évolutions du marché du travail liées au cycle ont été beaucoup moins visibles au cours de la période de hausse modérée des salaires entre 2013 et 2016. Au cours de cette période, la modération salariale semble avoir été également appliquée aux éléments variables de la rémunération tels que les primes.

Graphique C

Glissement conjoncturel des salaires au cours du cycle

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



Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

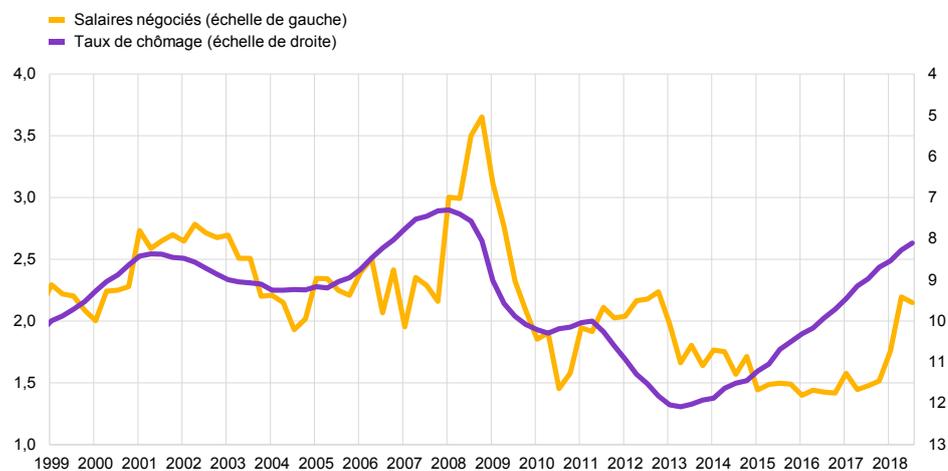
Notes : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2018. Les séries relatives au taux de chômage reflètent la variation annuelle de ce taux. L'échelle de droite est inversée.

La croissance des salaires négociés est généralement de nature plus durable que le glissement conjoncturel des salaires. Par exemple, elle réagit moins directement aux variations du taux de chômage mais dépend davantage du niveau de ce taux (cf. graphique D). De fait, en phase avec le signal global donné par le taux de chômage s'agissant de l'état du marché du travail et donc pour le processus de négociation salariale, les salaires négociés réagissent seulement aux variations cumulées du taux de chômage dans un sens et répondent par conséquent aux évolutions cycliques du marché du travail avec un plus grand décalage. Ce décalage dans le temps et la persistance plus forte de la croissance des salaires négociés sont conformes aux processus de négociations salariales dans les principaux pays de la zone euro, qui fixent souvent les salaires pour des périodes supérieures à un an. De plus, les chevauchements de calendrier dans les négociations salariales sectorielles impliquent que, normalement, tous les contrats ne sont pas négociés la même année et que cela peut donc prendre un certain temps pour que les évolutions conjoncturelles se reflètent en totalité dans la croissance agrégée des salaires négociés.

Graphique D

Évolution de la croissance des salaires négociés et du taux de chômage

(échelle de gauche : variations annuelles en pourcentage ; échelle de droite : pourcentage)



Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2018. L'échelle de droite est inversée.

La persistance plus forte de la croissance des salaires négociés renforce la confiance dans le fait que l'accélération récente de la croissance des salaires sera durable. La croissance des salaires négociés reflète la fixation des évolutions des rémunérations pour une certaine durée à venir et constitue donc un fondement pour les évolutions effectives des rémunérations. Cela contribue à des perspectives de croissance des salaires plus optimistes que si le redressement était simplement lié au glissement conjoncturel des salaires, qui réagit plus rapidement aux changements sur le marché du travail. Même s'il n'est pas impossible, de manière générale, que le glissement conjoncturel des salaires puisse même devenir négatif si des évolutions macroéconomiques défavorables venaient à se matérialiser, l'impact de celles-ci devrait également être inhabituellement important pour compenser l'effet positif de l'accélération récente de la croissance des salaires négociés. À terme, les récents accords salariaux et la généralisation de la croissance des salaires dans les différents pays et secteurs confortent l'anticipation d'un nouveau redressement de la hausse des salaires.

Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier et Nadine Leiner-Killinger

Le 21 novembre 2018, la Commission européenne a publié ses avis sur les projets de plans budgétaires nationaux des États de la zone euro pour 2019, ainsi qu'une analyse de la situation budgétaire de la zone euro dans son ensemble. Chaque avis inclut une évaluation de la conformité du projet concerné avec le Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Cet exercice est important dans la mesure où il évalue si les pays ont intégré ou non dans leurs projets les recommandations par pays en matière de politique budgétaire qui leur ont été adressées dans le cadre du Semestre européen 2018, telles qu'adoptées par le Conseil « Affaires économiques et financières » le 13 juillet 2018²⁹. Ces recommandations proposent notamment que les pays affichant des ratios dette publique/PIB élevés visent une diminution suffisamment rapide de leur endettement. Cela renforcerait leur résilience en cas de ralentissement économique futur³⁰.

Les avis de la Commission font état d'évolutions budgétaires très hétérogènes entre les États de la zone euro. D'une part, en s'appuyant sur ses prévisions économiques de l'automne 2018, la Commission estime que dix projets de plans budgétaires – soit un nombre sans précédent – respectent le PSC³¹. Il s'agit des projets de l'Allemagne, de l'Irlande, de la Grèce, de Chypre, de la Lituanie, du Luxembourg, de Malte, des Pays-Bas, de l'Autriche et de la Finlande (tous dans le cadre du volet préventif du PSC, cf. graphique A). Ces pays devraient afficher des situations budgétaires saines en 2019, comme il ressort de leurs objectifs budgétaires à moyen terme (OMT)³². La Commission juge également que les projets de plans budgétaires de trois autres pays sont « globalement conformes » au PSC³³. Il s'agit des projets de l'Estonie, de la Lettonie et de la Slovaquie. D'autre part, les projets de plans budgétaires des pays les plus éloignés de situations budgétaires saines présentent les risques les plus importants de non-conformité avec le PSC. Sur la base des prévisions économiques de la Commission, les efforts structurels de ces pays devraient s'avérer largement insuffisants par rapport à leurs engagements dans le cadre du PSC (cf. graphique B). Cela vaut en particulier pour la plupart des pays qui devraient enregistrer des ratios de dette publique élevés, dépassant 90 % du PIB,

²⁹ Pour plus d'informations, cf. les [Recommandations par pays en matière de politique budgétaire dans le cadre du Semestre européen 2018](#). Pour davantage d'informations de fond et de plus amples détails, cf. l'encadré intitulé « Recommandations par pays en matière de politique budgétaire dans le cadre du Semestre européen 2018 », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, juin 2018.

³⁰ L'examen des projets de plans budgétaires a inclus la Grèce, qui a participé à cet exercice pour la première fois depuis qu'elle est sortie de son programme d'ajustement financier en août.

³¹ C'est quatre fois plus que le nombre de pays dont les projets ont été jugés totalement conformes l'année dernière.

³² La Grèce n'a pas encore d'OMT, mais son excédent est évalué par la Commission comme étant supérieur à un nouvel objectif devant être fixé. D'après le vade-mecum de la Commission sur le Pacte de stabilité et de croissance, des pays affichant un solde structurel se situant dans la marge de tolérance de leur OMT de 0,25 % du PIB sont considérés comme ayant atteint leur OMT.

³³ Pour les pays relevant du volet préventif du PSC, les projets de plans budgétaires sont « globalement conformes » si, selon les prévisions de la Commission, le plan pourrait conduire à s'écarter quelque peu de l'OMT ou de la trajectoire d'ajustement y menant, mais que l'écart par rapport à l'ajustement requis ne devrait pas être significatif. Les écarts par rapport aux objectifs budgétaires au titre du volet préventif sont qualifiés de « significatifs » s'ils dépassent 0,5 % du PIB au cours d'une année ou 0,25 % du PIB en moyenne au cours de deux années consécutives.

en 2019 (cf. graphique A)³⁴. Plus précisément, les projets de plans budgétaires de cinq pays sont considérés comme présentant un « risque de non-conformité avec le PSC »³⁵. Il s'agit du projet de l'Espagne, qui relève actuellement du volet correctif du PSC – dont la date butoir de correction dans le cadre de la procédure de déficit excessif (PDE) est fixée à 2018 –, et, dans le cadre du volet préventif, des projets de la Belgique, de la France, du Portugal et de la Slovénie. Cette dernière a présenté son projet sur la base d'une politique inchangée, son gouvernement étant nouvellement élu. L'Eurogroupe invite les pays concernés à « envisager rapidement les mesures supplémentaires nécessaires pour faire face aux risques recensés par la Commission et pour garantir que leur budget 2019 respectera les dispositions du PSC ».

Dans le cas de l'Italie, la Commission européenne a émis pour la première fois un avis établissant la non-conformité particulièrement grave d'un plan budgétaire avec les exigences du PSC³⁶. Lorsqu'un risque de non-conformité particulièrement grave avec les dispositions du PSC est décelé – c'est-à-dire quand un plan envisage des efforts structurels clairement insuffisants par rapport aux exigences –, la Commission peut demander à l'État membre concerné de fournir un plan budgétaire actualisé. Pareille demande a été adressée à l'Italie le 23 octobre. Le plan budgétaire revu soumis par les autorités italiennes le 13 novembre maintenait les objectifs de déficit inchangés, ce qui a amené la Commission à confirmer le 21 novembre son évaluation de non-conformité particulièrement grave. Dans le même temps, les plans budgétaires de l'Italie pour 2019 ont été évalués par la Commission comme un changement significatif des facteurs pertinents tels qu'analysés par la Commission dans le rapport établi dans le cadre de l'article 126, paragraphe 3 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE), qui avait été publié en mai 2018. En conséquence, la Commission a également publié le 21 novembre un nouveau rapport dans le cadre de l'article 126, paragraphe 3 du TFUE, se fondant sur les données déclarées pour 2017. Dans ce rapport, la Commission est arrivée à la conclusion que le critère de la dette devrait être considéré comme non conforme, ouvrant la voie à l'engagement d'une PDE basée sur la dette pour l'Italie. Dans sa déclaration du 3 décembre, l'Eurogroupe a soutenu l'évaluation de la Commission et a recommandé à l'Italie de prendre les mesures nécessaires pour se conformer au PSC. Le 19 décembre 2018, la Commission a envoyé une lettre aux autorités italiennes prenant note des nouvelles mesures budgétaires présentées par le gouvernement italien et a fait savoir que, si celles-ci étaient adoptées par le Parlement italien avant la fin de l'année, « cela permettrait à la Commission européenne de ne pas recommander l'engagement d'une procédure de déficit excessif à ce stade »³⁷.

³⁴ À l'exception de la Slovénie, ces pays ne devraient pas ramener leur dette publique vers la valeur de référence de 60 % du PIB en 2019, conformément à la règle de la dette du PSC.

³⁵ Pour les pays relevant du volet préventif du PSC, la Commission évalue un projet de plan budgétaire comme présentant un « risque de non-conformité avec le PSC » si elle prévoit un écart significatif en 2019 par rapport à l'OMT ou à la trajectoire d'ajustement requise pour y parvenir et/ou le non-respect du critère de réduction de la dette lorsque ce critère est applicable.

³⁶ Il s'agit de cas où il est prévu que l'amélioration du solde structurel par rapport à l'OMT spécifique au pays manquerait significativement à ses engagements, c'est-à-dire à hauteur de plus de 0,5 point de pourcentage du PIB, soit le seuil de la procédure concernant les écarts significatifs dans le cadre du volet préventif du PSC.

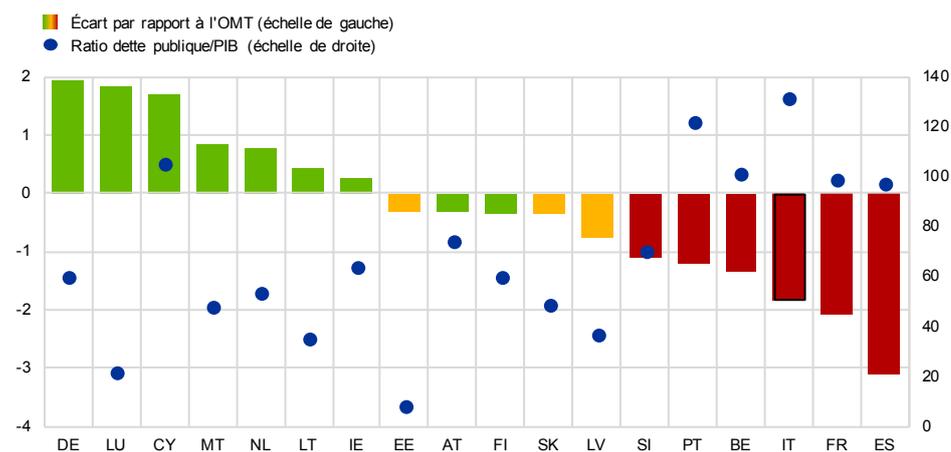
³⁷ Cf. le [communiqué de presse de la Commission](#) pour plus de détails.

L’incapacité prolongée des pays affichant une dette publique élevée de constituer des réserves budgétaires constitue une source d’inquiétude, puisque cette situation accroît le risque que ces pays soient contraints de resserrer leurs politiques budgétaires en cas de repli économique futur. Un des principaux enseignements tirés de la dernière crise est que des situations budgétaires solides offrent aux pays la marge de manœuvre budgétaire dont ils peuvent avoir besoin pour résister à des chocs imprévus. Étant donné le manque de suivi des recommandations qu’il a émises l’année dernière, l’Eurogroupe répète dès lors « que la lenteur de la réduction de la dette par rapport aux niveaux élevés constatés dans un certain nombre d’États membres demeure préoccupante et qu’il conviendrait d’y remédier avec fermeté ». Il a également souligné que « les conditions économiques actuelles entraînent un besoin urgent de reconstituer des réserves budgétaires, en particulier dans les États membres qui n’ont pas atteint leurs objectifs budgétaires à moyen terme ».

Graphique A

Dettes publiques et différences entre les soldes structurels et les OMT en 2018

(en pourcentage du PIB)



Sources : Commission européenne (prévisions économiques d’automne 2018) et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente l’écart des soldes structurels des pays en 2018 par rapport à leurs OMT. Les barres vertes (orange) indiquent les pays dont le projet de plan budgétaire pour 2019 est considéré par la Commission européenne comme (globalement) conformes au PSC. Les barres rouges indiquent les pays dont le projet de plan budgétaire pour 2019 est considéré par la Commission européenne comme présentant un risque de non-conformité avec le PSC. La barre rouge entourée de noir dans le cas de l’Italie reflète l’avis de la Commission selon lequel le projet de plan budgétaire présente un risque particulièrement grave de non-conformité avec le PSC. La Grèce n’est pas incluse dans ce graphique puisqu’elle ne dispose actuellement pas d’un OMT. Son projet de plan budgétaire pour 2019 a été jugé conforme au PSC par la Commission.

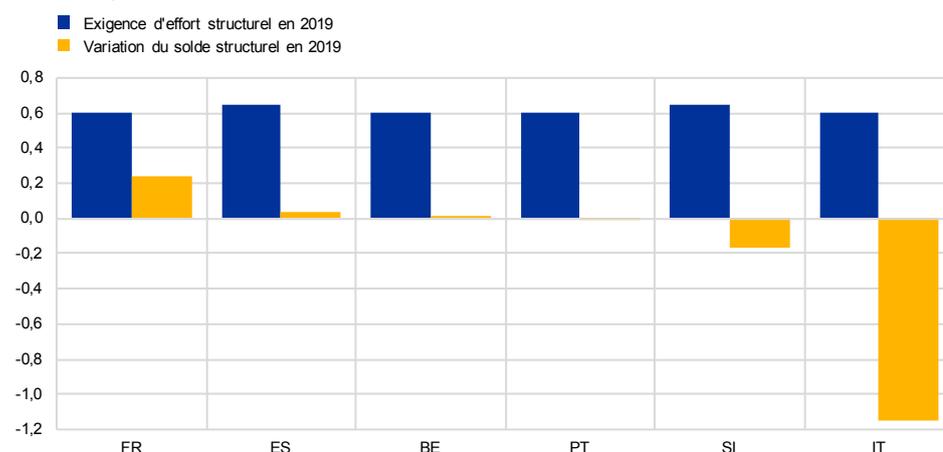
Il convient de prendre en compte les raisons pour lesquelles certains pays n’enregistrent pas de progrès suffisants en vue d’atteindre des situations budgétaires solides. Tout d’abord, s’agissant du volet correctif du PSC, cela nécessite une révision des « stratégies nominales ». Dans le cadre de telles stratégies, les pays soumis à une PDE ne parviennent pas à respecter leurs exigences d’efforts structurels, alors qu’ils respectent leurs objectifs de déficit nominal. Dès lors, de nombreux pays sont sortis de leur PDE à l’issue de la crise en affichant toujours des déficits structurels considérables, qui les rendent vulnérables en cas de ralentissement. Ensuite, dans le cadre du volet préventif du PSC, il convient de

prendre en compte l'application de la flexibilité³⁸. D'après la position commune sur la flexibilité, approuvée par le Conseil Ecofin au début de 2016, les exigences d'ajustement budgétaire sur le cycle économique peuvent être modulées en fonction d'une matrice qui précise que des efforts budgétaires plus importants (plus limités) sont requis pour des États membres affichant une conjoncture économique favorable (défavorable) et/ou des niveaux élevés (modestes) d'endettement public. Elle permet également une réduction des efforts structurels en échange de réformes structurelles et d'investissements supplémentaires. Tant un rapport spécial de la Cour des comptes européenne de 2018 sur le volet préventif du PSC que le rapport annuel 2018 du Comité budgétaire européen soulignent qu'en raison des effets cumulés de différentes formes de flexibilité, il n'est pas garanti que les États membres, en particulier ceux affichant un endettement élevé, convergent vers leurs OMT dans un délai raisonnable. Cela peut les amener à se retrouver dans une position précaire à l'arrivée d'une nouvelle récession.

Graphique B

Ajustements recommandés et attendus du solde structurel pour 2019 – Projets de plans budgétaires présentant un risque de non-conformité avec le PSC et des risques particulièrement graves de non-conformité

(en pourcentage du PIB)



Sources : Commission européenne 2018, projections économiques d'automne et recommandations par pays en matière de politique budgétaire, telles qu'adoptées par le Conseil « Affaires économiques et financières » le 13 juillet 2018.

À plus long terme, un fonctionnement intégral du cadre budgétaire de l'UE est essentiel en vue d'un nouvel approfondissement de l'Union économique et monétaire. L'examen à venir des réglementations dans le cadre du « six-pack » et du « two-pack », qui ont été mis en œuvre respectivement en 2011 et 2013 en vue de renforcer les règles, constitue une opportunité d'identifier et de corriger les lacunes de l'ensemble de règles actuel.

³⁸ En mai 2018, la Commission a publié son analyse de la flexibilité dans le cadre du PSC qui avait été instaurée en 2015. L'analyse – qui se concentre sur l'élaboration des règles plutôt que sur leur mise en œuvre – suggère que la modulation des efforts budgétaires en fonction de la « matrice des exigences » ne réduit pas le rythme normal de l'ajustement budgétaire nécessaire et qu'elle soutient donc la réalisation d'une situation budgétaire saine à moyen terme, n'entravant dès lors pas le rythme d'allègement de la dette. Néanmoins, l'analyse indique également que les efforts budgétaires réellement fournis par les États membres se sont avérés insuffisants par rapport aux efforts requis.

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	1,2	6,9	2,1	0,7	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,2	1,6	1,8	0,6	6,7	1,9	1,6	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,7	2,2	1,7	1,9	6,9	2,4	2,3	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2017 T4	0,9	0,6	0,4	0,4	1,5	0,7	2,3	1,9	2,1	3,0	0,6	1,8	1,4
2018 T1	0,9	0,5	0,1	-0,3	1,5	0,4	2,2	1,9	2,2	2,7	1,3	2,2	1,3
T2	1,0	1,0	0,4	0,7	1,7	0,4	2,5	2,0	2,7	2,4	0,7	1,8	1,7
T3	.	0,9	0,6	-0,6	1,6	0,2	2,9	2,2	2,6	.	1,1	2,3	2,1
2018 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.	-	-	-	-	-	-	2,9	2,3	2,3	2,4	1,2	2,5	2,1
Octobre	-	-	-	-	-	-	.	.	2,5	2,4	1,4	2,5	2,2
Nov. ³⁾	-	-	-	-	-	-	2,0

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

1) Données trimestrielles cvs; données annuelles brutes.

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

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

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

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

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

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

2) Hors zone euro.

2 Évolutions financières

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; valeurs moyennes sur la période)

	Zone euro ¹⁾					États-Unis	Japon
	Dépôts à vue (Eonia)	Dépôts à 1 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Euribor)	Dépôts à 6 mois (Euribor)	Dépôts à 12 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Libor)	Dépôts à 3 mois (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2017	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018							
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
Octobre	-0,37	-0,37	-0,32	-0,26	-0,15	2,46	-0,08
Novembre	-0,36	-0,37	-0,32	-0,26	-0,15	2,65	-0,10

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												
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
Octobre	-0,75	-0,73	-0,63	-0,17	0,43	1,17	0,48	0,67	-0,66	-0,37	0,60	1,31
Novembre	-0,67	-0,70	-0,64	-0,23	0,37	1,06	0,30	0,57	-0,68	-0,45	0,50	1,28

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														
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
Octobre	359,0	3 244,5	733,7	253,2	657,3	349,6	160,1	607,6	483,0	269,0	277,7	783,7	2 785,5	22 690,8
Nov.	351,3	3 186,4	692,3	258,1	649,3	328,6	157,2	589,4	459,6	277,1	293,9	757,5	2 723,2	21 967,9

Source : BCE.

2 Évolutions financières

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

		Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement				Indicateur composite du coût d'emprunt		
		À vue	Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux	Taux variable et période ≤ 1 an	Taux > 1 an		TAEG ³⁾	Par période de fixation initiale du taux				TAEG ³⁾	
				≤ 2 ans	> 2 ans								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	Novembre	0,04	0,44	0,33	0,75	6,21	16,83	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	16,86	4,47	5,39	5,80	2,31	1,68	1,86	1,92	1,87	2,15	1,83	
2018	Janvier	0,04	0,44	0,36	0,69	6,16	16,92	5,02	5,83	6,28	2,30	1,67	1,87	1,91	1,90	2,14	1,84	
	Février	0,04	0,44	0,34	0,69	6,19	16,88	4,72	5,70	6,19	2,37	1,64	1,88	1,93	1,91	2,14	1,84	
	Mars	0,04	0,45	0,35	0,67	6,14	16,89	4,71	5,57	6,05	2,34	1,63	1,84	1,95	1,91	2,14	1,84	
	Avril	0,04	0,45	0,34	0,61	6,12	16,87	4,95	5,67	6,15	2,36	1,62	1,85	1,96	1,90	2,13	1,83	
	Mai	0,04	0,46	0,34	0,57	6,10	16,89	4,83	5,88	6,39	2,39	1,58	1,85	1,97	1,90	2,13	1,83	
	Juin	0,03	0,46	0,33	0,63	6,04	16,84	4,47	5,64	6,10	2,31	1,60	1,81	1,97	1,88	2,12	1,82	
	Juillet	0,03	0,45	0,33	0,63	6,01	16,80	4,85	5,75	6,22	2,40	1,63	1,83	1,93	1,85	2,12	1,81	
	Août	0,03	0,45	0,30	0,63	6,02	16,78	5,44	5,88	6,41	2,39	1,63	1,83	1,92	1,85	2,12	1,81	
	Septembre	0,03	0,45	0,30	0,69	6,05	16,71	5,30	5,74	6,27	2,37	1,60	1,82	1,91	1,85	2,09	1,79	
	Octobre ^(p)	0,03	0,45	0,29	0,73	5,98	16,74	5,04	5,72	6,19	2,44	1,59	1,80	1,91	1,87	2,09	1,80	

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAEG).

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

		Dépôts			Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur composite du coût d'emprunt
		À vue	D'une durée :			≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros			
			≤ 2 ans	> 2 ans		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	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	0,43	2,37	2,37	2,48	2,33	1,66	1,62	1,74	1,18	1,34	1,64	1,70
	Mars	0,04	0,08	0,40	2,33	2,39	2,53	2,34	1,67	1,61	1,70	1,26	1,39	1,66	1,73
	Avril	0,04	0,06	0,31	2,32	2,36	2,42	2,33	1,67	1,61	1,74	1,23	1,29	1,65	1,70
	Mai	0,03	0,08	0,43	2,28	2,31	2,47	2,37	1,65	1,61	1,74	1,08	1,22	1,65	1,62
	Juin	0,04	0,07	0,74	2,29	2,27	2,44	2,31	1,64	1,56	1,70	1,21	1,33	1,70	1,68
	Juillet	0,03	0,08	0,38	2,27	2,16	2,41	2,28	1,67	1,59	1,68	1,14	1,30	1,66	1,63
	Août	0,03	0,08	0,60	2,25	2,21	2,42	2,35	1,66	1,63	1,74	1,10	1,27	1,69	1,64
	Septembre	0,03	0,09	0,44	2,22	2,21	2,34	2,32	1,65	1,55	1,69	1,12	1,40	1,68	1,65
	Octobre ^(p)	0,03	0,08	0,52	2,22	2,14	2,42	2,33	1,65	1,62	1,71	1,23	1,10	1,66	1,64

Source : BCE.

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

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

2 Évolutions financières

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

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

	Encours							Émissions brutes ¹⁾						
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques	
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques
Court terme														
2015	1 269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1 241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1 241	519	156	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2018														
Mai	1 318	539	170	.	99	445	66	387	182	42	.	44	79	41
Juin	1 307	523	177	.	90	457	59	388	157	71	.	43	82	36
Juillet	1 310	526	175	.	96	453	60	434	191	75	.	48	79	42
Août	1 306	525	174	.	95	447	65	405	201	58	.	31	82	33
Septembre	1 282	531	166	.	89	444	52	364	156	66	.	42	72	28
Octobre	1 271	524	163	.	92	439	53	402	175	66	.	47	77	38
Long terme														
2015	15 250	3 786	3 244	.	1 102	6 481	637	215	68	45	.	14	80	9
2016	15 393	3 695	3 217	.	1 197	6 643	641	220	62	53	.	19	78	8
2017	15 362	3 560	3 081	.	1 258	6 821	642	247	66	74	.	17	83	7
2018														
Mai	15 534	3 586	3 127	.	1 273	6 927	621	202	49	53	.	17	80	3
Juin	15 540	3 572	3 137	.	1 266	6 944	620	229	64	71	.	14	72	7
Juillet	15 555	3 570	3 133	.	1 275	6 956	621	220	54	55	.	17	87	8
Août	15 563	3 578	3 141	.	1 258	6 964	622	131	50	38	.	2	38	3
Septembre	15 688	3 616	3 159	.	1 283	7 007	623	253	79	56	.	31	82	4
Octobre	15 741	3 673	3 178	.	1 282	6 980	628	210	60	57	.	14	69	9

Source : BCE.

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

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

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

	Titres de créance							Actions cotées			
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques				
Encours											
2015	16 518,8	4 303,2	3 390,4	.	1 163,8	6 958,9	702,4	6 814,4	584,3	968,3	5 261,9
2016	16 633,9	4 213,3	3 353,0	.	1 255,9	7 108,1	703,5	7 089,5	537,6	1 080,2	5 471,6
2017	16 603,0	4 079,8	3 236,7	.	1 327,9	7 258,9	699,8	7 954,8	612,5	1 249,5	6 092,8
2018											
Mai	16 852,5	4 125,8	3 296,4	.	1 371,9	7 371,5	686,8	8 028,1	531,2	1 289,8	6 207,1
Juin	16 846,6	4 095,3	3 313,6	.	1 356,4	7 401,4	679,8	7 959,8	543,5	1 267,0	6 149,3
Juillet	16 865,3	4 096,0	3 308,3	.	1 370,9	7 409,1	681,0	8 168,6	576,1	1 293,7	6 298,8
Août	16 869,4	4 102,6	3 315,0	.	1 353,3	7 411,0	687,5	8 020,0	521,1	1 282,6	6 216,3
Septembre	16 969,9	4 147,0	3 324,9	.	1 372,3	7 451,0	674,8	7 955,8	543,5	1 294,0	6 118,3
Octobre	17 011,9	4 197,0	3 340,7	.	1 373,6	7 419,1	681,5	7 548,9	515,4	1 202,0	5 831,6
Taux de croissance											
2015	0,2	-7,0	5,5	.	4,9	1,8	0,6	1,1	4,2	1,8	0,6
2016	0,4	-3,0	-1,1	.	6,5	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	-0,1	.	6,2	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3
2018											
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	0,6	.	4,4	2,4	-2,5	1,2	0,4	4,8	0,6
Août	1,3	-0,2	0,9	.	3,8	2,2	-2,6	1,2	0,5	4,7	0,5
Septembre	1,7	0,9	0,9	.	4,9	2,4	-3,7	1,1	0,5	3,9	0,5
Octobre	1,8	0,9	1,6	.	4,5	2,4	-3,1	1,0	0,5	3,1	0,6

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs ¹⁾

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

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

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 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
Octobre	7,948	7,425	25,819	7,460	323,843	129,617	4,305	0,883	4,6658	10,384	1,141	1,148
Novembre	7,888	7,428	25,935	7,461	322,330	128,789	4,302	0,881	4,6610	10,292	1,138	1,137
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2018 Novembre	-0,8	0,0	0,4	0,0	-0,5	-0,6	-0,1	-0,2	-0,1	-0,9	-0,3	-1,0
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2018 Novembre	1,5	-1,6	1,6	0,3	3,3	-2,7	1,8	-0,8	0,6	4,5	-2,3	-3,2

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

		Total ¹⁾			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute
		Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)													
2017	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	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	-
	T3	89,2	-17,2	106,4	-19,4	5,7	45,2	-55,4	21,2	41,0	32,5	1,2	-
2018	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	104,3	95,9	8,4	-1,0	16,9	42,9	8,5	5,7	61,1	70,5	-4,3	-
	Août	19,8	-10,3	30,1	10,3	7,5	20,7	-53,4	7,8	-22,3	35,7	3,3	-
	Septembre	-34,9	-102,8	67,9	-28,7	-18,6	-18,5	-10,5	7,7	2,2	-73,6	2,3	-
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>													
2018	Septembre	723,3	288,4	434,9	17,9	-131,9	324,2	97,7	61,7	298,5	322,6	21,0	-
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>													
2018	Septembre	6,3	2,5	3,8	0,2	-1,1	2,8	0,9	0,5	2,6	2,8	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 intellectu- elle					
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	1 053,2	679,3	472,3	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 T4	2 844,2	2 703,4	1 531,0	576,1	588,3	287,3	185,4	114,2	7,9	140,8	1 361,4	1 220,6
2018 T1	2 865,1	2 725,0	1 543,6	578,1	592,1	291,4	184,2	115,0	11,2	140,0	1 356,6	1 216,6
T2	2 889,6	2 757,0	1 553,2	585,2	603,8	297,8	188,7	115,9	14,8	132,6	1 378,0	1 245,3
T3	2 905,1	2 784,5	1 561,7	587,6	610,2	300,5	191,2	117,1	24,9	120,7	1 387,6	1 266,9
<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 T4	0,7	0,3	0,2	0,2	1,2	0,1	2,6	1,8	-	-	2,2	1,6
2018 T1	0,4	0,5	0,5	0,0	0,1	0,6	-0,7	0,2	-	-	-0,7	-0,5
T2	0,4	0,4	0,2	0,4	1,5	1,3	2,5	0,5	-	-	1,0	1,1
T3	0,2	0,4	0,1	0,2	0,2	0,0	0,5	0,2	-	-	-0,1	0,5
<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	2,7	5,8	4,3	-	-	3,0	4,2
2017	2,4	1,7	1,6	1,2	2,6	3,9	5,0	-3,6	-	-	5,2	3,9
2017 T4	2,7	1,3	1,6	1,2	2,5	3,9	6,9	-6,8	-	-	6,4	3,7
2018 T1	2,4	1,9	1,7	1,0	3,5	3,4	5,5	0,4	-	-	3,8	2,7
T2	2,2	1,6	1,4	1,1	3,0	4,1	6,4	-4,7	-	-	3,8	2,7
T3	1,6	1,7	1,0	0,9	3,1	2,0	4,9	2,9	-	-	2,4	2,8
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>												
2017 T4	0,7	0,3	0,1	0,0	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,1	0,4	-	-
2018 T1	0,4	0,5	0,3	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	-	-
T2	0,4	0,4	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,0	-	-
T3	0,2	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,3	-	-
<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 T4	2,7	1,3	0,8	0,2	0,5	0,4	0,4	-0,3	-0,3	1,4	-	-
2018 T1	2,4	1,8	0,9	0,2	0,7	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,6	-	-
T2	2,2	1,5	0,8	0,2	0,6	0,4	0,4	-0,2	-0,1	0,7	-	-
T3	1,6	1,7	0,6	0,2	0,6	0,2	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-

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 T4	2 551,4	43,7	520,0	131,5	486,3	119,0	114,0	285,3	284,8	479,7	86,9	292,8
2018 T1	2 568,5	43,1	518,5	134,3	489,9	120,9	114,4	287,5	289,1	483,1	87,6	296,6
T2	2 589,5	42,9	521,1	137,1	494,2	122,4	114,2	289,5	292,0	488,3	87,7	300,1
T3	2 603,6	43,7	523,1	139,4	496,4	123,5	114,5	291,3	293,3	490,5	88,0	301,5
<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 T4	0,7	0,8	1,2	1,2	0,7	0,3	0,3	0,3	0,8	0,3	0,2	0,6
2018 T1	0,4	0,7	-0,7	0,8	0,8	1,7	-0,4	0,6	1,0	0,3	0,1	0,3
T2	0,4	-0,5	0,4	1,1	0,5	1,4	0,6	0,0	0,7	0,2	-0,1	0,6
T3	0,2	-0,3	-0,2	0,6	0,2	0,9	0,3	0,4	0,0	0,2	0,0	0,1
<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 T4	2,8	2,5	3,9	4,3	3,4	3,7	0,0	1,3	4,4	1,2	1,0	2,1
2018 T1	2,5	1,8	3,1	3,8	2,9	4,8	0,0	1,5	3,4	1,4	1,2	1,6
T2	2,2	1,3	2,4	3,7	2,6	5,1	0,5	1,2	3,2	1,2	0,6	1,8
T3	1,6	0,7	0,8	3,7	2,2	4,4	0,9	1,3	2,5	1,0	0,3	1,6
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2017 T4	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	–
2018 T1	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	–
T2	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	–
T3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	–
<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 T4	2,8	0,0	0,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,5	0,2	0,0	–
2018 T1	2,5	0,0	0,6	0,2	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	–
T2	2,2	0,0	0,5	0,2	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	–
T3	1,6	0,0	0,2	0,2	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi ¹⁾

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

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

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Popu- 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							
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	17,470	10,9	5,6	14,305	9,8	3,165	22,3	9,262	10,7	8,208	11,1	1,5
2016	162,029	4,3	16,252	10,0	5,0	13,289	9,0	2,963	20,9	8,482	9,7	7,770	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,763	9,1	4,4	12,095	8,1	2,668	18,8	7,637	8,7	7,126	9,5	1,9
2017 T4	163,133	3,9	14,184	8,7	4,2	11,637	7,8	2,547	17,9	7,318	8,3	6,866	9,1	2,0
2018 T1	162,591	4,0	13,932	8,5	4,2	11,429	7,7	2,503	17,6	7,190	8,2	6,742	8,9	2,1
T2	163,179	3,9	13,506	8,3	3,9	11,062	7,4	2,444	17,1	6,966	7,9	6,540	8,7	2,1
T3	.	.	13,198	8,1	.	10,752	7,2	2,446	17,0	6,819	7,8	6,378	8,5	.
2018 Mai	-	-	13,443	8,2	-	11,014	7,4	2,429	17,0	6,930	7,9	6,513	8,6	-
Juin	-	-	13,408	8,2	-	10,970	7,4	2,438	17,1	6,912	7,9	6,496	8,6	-
Juillet	-	-	13,269	8,1	-	10,846	7,3	2,423	17,0	6,851	7,8	6,417	8,5	-
Août	-	-	13,164	8,1	-	10,722	7,2	2,443	17,0	6,800	7,8	6,364	8,4	-
Septembre	-	-	13,160	8,1	-	10,689	7,2	2,471	17,1	6,806	7,8	6,354	8,4	-
Octobre	-	-	13,172	8,1	-	10,669	7,2	2,503	17,3	6,796	7,7	6,375	8,4	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données brutes.

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

3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

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

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

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)							Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)				
	Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier		Indicateur de confiance des 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	84,0	-1,8	6,7	1,5	14,8	90,4	54,3	54,0	54,4	54,3
2018 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	84,2	-0,5	5,4	0,3	15,3	90,6	55,1	54,4	54,2	54,3
Août	111,6	5,6	–	-1,9	6,4	1,9	14,4	–	54,6	54,7	54,4	54,5
Septembre	110,9	4,7	–	-2,9	8,3	2,4	14,7	–	53,2	52,7	54,7	54,1
Octobre	109,7	3,0	83,9	-2,7	7,9	-0,8	13,3	90,1	52,0	51,3	53,7	53,1
Novembre	109,5	3,4	–	-3,9	7,9	-0,6	13,3	–	51,8	50,7	53,4	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 pourcentage du PIB	Variations annuelles en pourcentage			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015	12,5	93,9	1,7	2,1	1,2	3,0	1,8	33,9	6,2	138,4	5,1	7,7	2,9
2016	12,4	94,1	1,8	2,1	6,2	3,4	2,7	34,3	6,8	139,0	4,8	6,1	3,0
2017	11,9	93,9	1,3	1,9	7,0	4,3	4,6	34,8	8,4	136,7	3,5	5,3	1,8
2017 T3	11,9	93,9	1,5	1,9	7,1	4,1	3,9	34,4	7,3	136,9	4,0	3,0	2,3
T4	11,9	93,9	1,5	1,9	7,1	4,3	4,6	34,8	8,4	136,7	3,5	1,0	1,8
2018 T1	11,9	93,6	1,7	1,9	5,8	4,0	5,1	35,0	8,5	136,2	3,0	-1,3	1,4
T2	12,0	93,7	1,8	1,9	8,1	4,0	4,9	35,2	8,5	136,5	3,2	1,3	1,5

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital ¹⁾		
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires		Crédit	Débit
		Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
2017	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
	T3	997,5	936,6	60,9	583,0	526,1	219,6	191,7	166,8	150,2	28,0	68,6	7,6	5,5
2018	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	329,0	309,4	19,6	192,2	173,4	73,2	62,9	54,6	50,2	9,0	23,0	2,7	1,7
	Août	333,8	309,6	24,3	195,8	174,0	72,9	64,1	55,7	48,8	9,4	22,7	2,7	1,7
	Septembre	334,6	317,6	17,0	195,0	178,6	73,4	64,8	56,5	51,3	9,6	22,9	2,2	2,2
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2018	Septembre	4 013,3	3 656,7	356,7	2 327,5	2 017,1	873,4	756,7	699,7	628,3	112,6	254,5	36,7	29,1
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2018	Septembre	34,9	31,8	3,1	20,2	17,5	7,6	6,6	6,1	5,5	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)					
		Exp-ortations	Impor-tations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés	Total			Pour mémoire :			
				Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
<i>Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>														
2017	T4	6,2	8,1	562,0	268,4	116,1	166,8	471,7	502,3	286,1	81,8	125,6	363,0	58,8
2018	T1	2,0	2,3	560,7	270,3	113,7	167,7	469,5	504,5	291,5	81,6	123,6	358,1	65,1
	T2	4,3	5,8	565,6	270,9	117,2	166,5	473,3	514,8	300,7	79,4	126,6	363,3	65,6
	T3	4,6	9,6	572,2	.	.	.	475,7	529,6	.	.	.	368,9	.
2018	Avril	8,1	8,5	187,2	88,9	39,4	55,2	156,5	169,5	98,3	26,0	42,5	119,8	21,1
	Mai	-0,9	0,7	187,6	90,3	38,2	54,7	157,3	171,0	99,2	26,7	42,0	122,1	21,4
	Juin	6,0	8,8	190,8	91,7	39,7	56,5	159,5	174,3	103,2	26,7	42,1	121,4	23,0
	Juillet	9,3	13,8	189,2	91,6	38,6	55,2	155,9	176,8	103,4	28,5	42,1	124,0	22,7
	Août	5,7	8,7	193,0	93,6	38,7	56,6	161,4	176,2	103,1	28,1	42,0	122,9	23,0
	Septembre	-0,9	6,4	190,0	.	.	.	158,4	176,6	.	.	.	122,0	.
<i>Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>														
2017	T4	4,6	4,6	126,6	125,8	125,6	130,4	127,0	115,0	115,0	114,3	115,8	119,3	105,9
2018	T1	2,2	2,5	125,8	125,5	123,2	131,4	126,1	114,5	114,8	113,8	115,2	117,7	110,2
	T2	3,0	2,5	125,6	124,2	126,4	129,3	126,2	115,1	115,3	111,4	118,0	119,0	101,6
	T3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018	Mars	-2,7	-0,8	125,8	123,4	123,8	133,5	126,2	115,0	114,6	116,2	117,1	118,5	106,3
	Avril	8,0	7,9	125,6	123,3	127,6	129,7	125,7	115,0	115,5	109,1	119,0	118,1	104,4
	Mai	-2,0	-1,8	124,9	124,5	123,6	126,7	125,8	115,5	114,8	113,6	118,2	120,9	99,1
	Juin	3,5	1,9	126,3	124,9	128,0	131,4	127,1	114,8	115,6	111,6	116,8	118,1	101,4
	Juillet	6,3	6,5	124,7	124,5	124,1	127,3	123,7	115,9	115,4	118,3	115,7	120,1	100,0
	Août	1,9	0,0	126,9	126,9	123,8	130,1	127,7	115,0	115,0	115,7	114,1	118,4	102,3

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	0,6	1,1	0,1	2,6	0,1	1,5	1,2
2018 T1	102,3	1,3	1,0	1,2	1,3	0,5	0,7	0,1	0,1	1,9	0,5	1,2	1,9
T2	103,7	1,7	0,9	2,0	1,3	0,5	0,8	0,8	0,1	1,9	0,4	1,7	1,6
T3	103,9	2,1	1,0	2,7	1,3	0,6	0,3	0,8	0,1	2,7	0,3	2,0	2,4
2018 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	0,8	0,0	1,2	0,1	2,0	2,4
Octobre	104,5	2,2	1,1	2,8	1,5	0,2	0,1	-0,3	0,1	1,8	0,1	2,1	2,8
Novembre ³⁾	104,3	2,0	1,0	.	1,3	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	.	.

	Biens						Services					
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement	Transports	Communications	Services de loisirs et personnels	Divers	
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie						Loyers
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% du total en 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 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	2,8	0,3	9,5	1,1	1,1	1,3	-1,2	1,9	1,3
Octobre	2,2	2,2	2,1	3,1	0,4	10,7	1,2	1,1	1,8	-1,5	2,0	1,7
Novembre ³⁾	2,0	2,0	1,8	.	0,4	9,1	.	.	.	.	.	.

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

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

4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production dans l'industrie hors construction ¹⁾										Construction	Prix de l'immobilier résidentiel ²⁾	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commercial ²⁾
	Total (indice : 2015 = 100)	Total	Industrie hors construction et énergie							Énergie			
			Secteur manufacturier	Total	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation						
							Total	Produits alimentaires, boissons et tabac	Produits non alimentaires				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% du total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2015	100,0	-2,6	-2,3	-0,5	-1,2	0,6	-0,6	-1,0	0,2	-8,6	0,3	1,7	2,3
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,5	3,4	5,0
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,8	0,2	5,7	2,1	3,7	5,1
2017 T4	101,7	2,5	2,5	2,0	3,2	1,0	1,5	2,0	0,3	3,6	2,4	3,9	6,6
2018 T1	102,4	1,7	1,6	1,5	2,4	0,9	0,8	1,0	0,5	2,0	2,3	4,3	4,5
T2	103,1	2,8	2,6	1,4	2,5	1,0	0,3	0,1	0,6	6,7	2,3	4,2	2,3
T3	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,4	.	.	.
2018 Mai	103,3	3,0	2,8	1,4	2,5	1,0	0,3	0,1	0,7	7,5	-	-	-
Juin	103,7	3,6	3,3	1,5	3,1	1,0	0,2	-0,2	0,6	9,3	-	-	-
Juillet	104,4	4,2	3,3	1,6	3,2	1,0	0,1	-0,2	0,7	12,0	-	-	-
Août	104,8	4,3	3,3	1,6	3,3	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,3	-	-	-
Septembre	105,4	4,6	3,0	1,5	2,8	1,1	0,0	-0,4	0,7	12,9	-	-	-
Octobre	106,2	4,9	3,2	1,5	2,6	1,2	0,2	-0,3	0,8	14,6	-	-	-

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	-0,3	3,7	-4,5	-0,3	1,7	-2,9
2016	106,9	0,8	0,5	0,4	0,5	0,7	-1,4	-2,5	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	108,0	1,1	1,5	1,4	1,4	1,5	1,9	2,9	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2017 T4	108,5	1,3	1,5	1,4	1,6	1,6	1,2	1,8	52,2	-3,5	-11,4	4,9	-1,8	-8,7	6,8
2018 T1	108,9	1,4	1,4	1,2	1,5	1,7	0,4	0,3	54,6	-8,9	-14,6	-3,2	-7,6	-12,9	-1,4
T2	109,4	1,4	1,8	1,4	1,9	1,9	1,1	2,0	62,6	2,1	-6,0	10,3	1,9	-6,3	11,7
T3	109,8	1,4	2,2	1,8	1,9	2,2	2,3	4,0	64,8	2,0	-3,4	7,1	3,1	-2,2	8,8
2018 Juin	-	-	-	-	-	-	-	-	64,4	6,1	-4,7	17,4	5,7	-5,0	18,7
Juillet	-	-	-	-	-	-	-	-	63,7	2,1	-6,3	10,5	2,4	-5,9	12,2
Août	-	-	-	-	-	-	-	-	63,3	3,1	-0,8	6,7	4,6	0,7	8,7
Septembre	-	-	-	-	-	-	-	-	67,6	0,8	-3,0	4,2	2,3	-1,0	5,7
Octobre	-	-	-	-	-	-	-	-	70,1	2,6	-0,9	5,7	2,9	-0,4	6,4
Novembre	-	-	-	-	-	-	-	-	57,4	1,8	-0,8	4,1	1,7	-1,1	4,8

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	50,2
2016	-1,0	2,2	4,1	-7,2	0,2	49,8	53,9	49,3	49,0
2017	8,7	5,0	6,7	2,6	12,3	64,6	56,3	55,1	50,2
2017 T4	10,9	7,1	8,2	8,2	13,8	67,9	56,9	56,3	50,8
2018 T1	12,5	6,7	8,9	10,9	17,4	68,4	57,2	57,9	51,4
T2	9,8	6,7	9,0	12,2	18,5	65,6	57,6	56,5	50,6
T3	10,6	7,3	8,9	12,5	21,0	65,2	58,4	55,5	50,0
2018 Juin	10,1	6,8	9,0	12,5	21,1	67,6	58,6	55,7	51,1
Juillet	9,6	6,8	9,0	12,3	20,7	66,6	57,9	55,6	50,3
Août	10,5	7,8	9,3	13,2	19,6	65,3	58,1	55,1	50,3
Septembre	11,6	7,3	8,3	12,0	22,6	63,6	59,1	55,7	49,5
Octobre	9,7	8,9	8,5	12,9	24,4	65,1	58,5	54,8	49,5
Novembre	11,3	7,2	9,7	12,3	23,8	63,6	58,9	54,7	49,4

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 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
T3							2,1

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données expérimentales établies à partir de sources non harmonisées (cf. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html 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-tr ation 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	1,8
2017 T4	106,5	0,8	-1,4	-0,6	-0,1	-0,1	1,6	-1,4	4,4	2,3	1,7	1,7
2018 T1	107,0	1,1	0,2	0,0	-0,4	0,6	0,6	0,8	3,3	2,4	1,7	1,6
T2	107,6	1,6	0,8	1,3	0,4	0,8	0,2	0,6	3,1	2,8	2,1	2,5
T3	108,4	2,2	1,3	2,8	0,8	1,5	1,0	0,5	3,4	3,2	2,4	2,7
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 T4	112,1	1,9	2,3	1,9	1,6	1,8	2,3	0,1	4,1	3,3	1,6	1,6
2018 T1	112,6	2,0	3,0	1,6	1,2	2,0	2,8	1,8	3,2	2,7	1,9	2,2
T2	113,3	2,2	2,6	2,1	1,5	2,1	2,7	1,9	2,6	3,0	2,2	2,4
T3	114,1	2,5	1,8	2,3	2,0	2,3	2,1	2,7	3,7	3,2	2,3	3,8
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 T4	105,3	1,1	3,8	2,5	1,7	1,9	0,7	1,6	-0,3	1,0	-0,1	-0,1
2018 T1	105,3	0,9	2,8	1,5	1,6	1,4	2,2	1,0	-0,1	0,3	0,2	0,7
T2	105,3	0,6	1,7	0,8	1,1	1,3	2,5	1,3	-0,4	0,2	0,0	-0,1
T3	105,3	0,3	0,5	-0,5	1,2	0,8	1,1	2,1	0,2	0,0	-0,1	1,1
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 T4	113,2	1,5	1,5	1,1	0,6	1,6	2,1	0,3	2,0	2,8	1,4	1,8
2018 T1	113,8	1,9	2,9	1,4	0,3	2,2	2,9	1,9	1,9	2,3	1,9	2,0
T2	114,3	1,9	1,0	1,9	0,9	2,0	2,0	1,5	2,1	2,3	1,9	1,9
T3	114,8	2,0	1,9	1,7	1,2	2,2	1,8	2,4	2,5	2,5	2,1	2,0
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 T4	107,1	0,9	3,2	1,9	0,7	1,9	0,7	1,9	-2,1	0,7	-0,2	0,4
2018 T1	107,2	0,9	3,0	1,4	1,3	1,7	2,4	1,0	-1,4	0,2	0,3	1,0
T2	107,0	0,5	1,0	0,6	1,0	1,5	2,0	0,9	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1
T3	106,7	0,0	0,4	-0,9	0,4	0,9	0,8	1,8	0,0	-0,6	-0,2	0,1

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5 Monnaie et crédit

5.1 Agrégats monétaires ¹⁾

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			Pensions	Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans				
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours												
2015	1 037,3	5 574,7	6 612,0	1 445,6	2 159,4	3 605,0	10 217,0	73,7	486,7	74,7	635,1	10 852,1
2016	1 075,3	6 082,8	7 158,1	1 329,3	2 221,0	3 550,3	10 708,4	69,6	524,4	91,9	685,9	11 394,3
2017	1 111,6	6 637,2	7 748,8	1 196,9	2 260,8	3 457,7	11 206,5	74,7	510,6	75,9	661,2	11 867,8
2017 T4	1 111,6	6 637,2	7 748,8	1 196,9	2 260,8	3 457,7	11 206,5	74,7	510,6	75,9	661,2	11 867,8
2018 T1	1 116,9	6 744,0	7 860,9	1 170,3	2 259,8	3 430,1	11 291,1	71,4	509,4	65,7	646,5	11 937,5
T2	1 133,6	6 892,4	8 025,9	1 178,1	2 270,8	3 448,8	11 474,8	73,7	507,4	70,8	652,0	12 126,7
T3	1 150,5	7 010,1	8 160,6	1 126,6	2 285,0	3 411,6	11 572,2	71,4	495,4	65,0	631,9	12 204,1
2018 Mai	1 128,6	6 844,3	7 972,9	1 164,7	2 266,4	3 431,1	11 404,0	71,9	506,0	66,7	644,5	12 048,5
Juin	1 133,6	6 892,4	8 025,9	1 178,1	2 270,8	3 448,8	11 474,8	73,7	507,4	70,8	652,0	12 126,7
Juillet	1 137,3	6 916,3	8 053,5	1 155,9	2 277,2	3 433,0	11 486,5	68,5	508,4	65,5	642,5	12 129,0
Août	1 143,8	6 951,5	8 095,3	1 140,1	2 281,1	3 421,2	11 516,5	71,8	501,7	69,2	642,7	12 159,2
Septembre	1 150,5	7 010,1	8 160,6	1 126,6	2 285,0	3 411,6	11 572,2	71,4	495,4	65,0	631,9	12 204,1
Octobre ^(p)	1 154,4	7 047,2	8 201,6	1 143,7	2 285,3	3 429,0	11 630,6	72,0	501,8	67,3	641,2	12 271,8
Flux												
2015	66,5	565,9	632,4	-132,2	12,3	-119,9	512,5	-47,2	49,6	-27,0	-24,5	488,0
2016	38,1	541,7	579,8	-107,3	16,1	-91,2	488,5	-4,3	37,5	18,1	51,4	539,9
2017	36,4	590,8	627,1	-109,3	36,2	-73,1	554,0	6,6	-13,8	-19,1	-26,3	527,7
2017 T4	7,7	119,4	127,0	-18,8	9,5	-9,3	117,8	7,6	-19,1	-8,3	-19,9	97,9
2018 T1	5,3	103,6	108,9	-25,0	7,6	-17,3	91,5	-3,1	-1,1	-9,2	-13,4	78,2
T2	16,6	137,8	154,4	4,5	10,2	14,7	169,1	-0,9	-1,6	3,3	0,8	169,9
T3	16,0	115,9	131,9	-51,7	14,2	-37,6	94,3	-2,4	-12,2	-5,4	-19,9	74,4
2018 Mai	5,7	66,0	71,7	-1,6	2,0	0,4	72,0	-5,0	-4,9	-7,2	-17,1	54,9
Juin	4,9	47,3	52,3	13,7	3,9	17,6	69,9	1,9	1,7	3,9	7,5	77,4
Juillet	2,7	24,8	27,5	-21,2	6,4	-14,8	12,7	-5,1	0,8	-5,1	-9,4	3,2
Août	6,5	33,7	40,3	-16,4	3,9	-12,5	27,7	3,2	-6,7	3,4	-0,1	27,7
Septembre	6,8	57,4	64,2	-14,1	3,9	-10,2	53,9	-0,5	-6,2	-3,8	-10,5	43,5
Octobre ^(p)	3,9	33,8	37,7	12,3	3,1	15,4	53,1	0,4	6,4	1,1	7,8	60,9
Taux de croissance												
2015	6,9	11,3	10,6	-8,4	0,6	-3,2	5,3	-39,0	11,3	-25,6	-3,7	4,7
2016	3,7	9,7	8,8	-7,5	0,7	-2,5	4,8	-5,8	7,7	24,1	8,1	5,0
2017	3,4	9,7	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,6	-20,9	-3,8	4,6
2017 T4	3,4	9,7	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,6	-20,9	-3,8	4,6
2018 T1	2,5	8,4	7,5	-8,8	1,7	-2,2	4,4	-1,6	-4,7	-25,7	-7,0	3,7
T2	3,5	8,1	7,4	-5,6	1,7	-0,9	4,7	5,3	-1,1	-13,6	-2,0	4,4
T3	4,1	7,3	6,8	-7,5	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,4	-23,3	-7,7	3,6
2018 Mai	3,3	8,2	7,5	-7,5	1,7	-1,6	4,6	-3,4	-3,0	-21,2	-5,3	4,0
Juin	3,5	8,1	7,4	-5,6	1,7	-0,9	4,7	5,3	-1,1	-13,6	-2,0	4,4
Juillet	3,6	7,6	7,0	-6,5	1,9	-1,1	4,4	-1,8	-1,3	-19,3	-3,6	4,0
Août	3,9	7,0	6,5	-7,6	1,8	-1,5	4,0	-2,5	-3,3	-10,6	-4,1	3,5
Septembre	4,1	7,3	6,8	-7,5	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,4	-23,3	-7,7	3,6
Octobre ^(p)	4,1	7,3	6,8	-6,0	1,7	-1,0	4,4	-0,6	-4,3	-12,0	-4,8	3,9

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	1 960,9	1 512,5	323,5	116,9	8,1	5 753,0	3 061,3	695,3	1 993,5	2,9	946,9	226,7	365,9
2016	2 093,3	1 630,4	295,1	159,6	8,2	6 055,5	3 402,3	644,9	2 006,3	2,1	970,6	199,5	383,8
2017	2 255,6	1 801,7	285,8	159,1	9,1	6 304,9	3 698,7	561,9	2 043,6	0,7	993,9	204,0	411,1
2017 T4	2 255,6	1 801,7	285,8	159,1	9,1	6 304,9	3 698,7	561,9	2 043,6	0,7	993,9	204,0	411,1
2018 T1	2 260,5	1 821,6	274,0	157,2	7,6	6 376,4	3 787,5	543,5	2 043,8	1,6	983,2	210,4	415,1
T2	2 296,8	1 855,2	277,8	156,7	7,0	6 462,3	3 870,1	535,2	2 055,9	1,1	1 010,5	219,8	425,6
T3	2 323,7	1 891,5	268,0	157,4	6,8	6 538,7	3 945,4	524,6	2 067,6	1,1	982,2	211,8	436,8
2018 Mai	2 293,2	1 858,0	271,7	156,6	6,9	6 435,0	3 844,6	537,1	2 052,0	1,3	984,9	214,6	419,6
Juin	2 296,8	1 855,2	277,8	156,7	7,0	6 462,3	3 870,1	535,2	2 055,9	1,1	1 010,5	219,8	425,6
Juillet	2 296,6	1 860,7	272,0	156,6	7,4	6 490,0	3 894,7	532,0	2 061,5	1,8	989,9	216,0	425,2
Août	2 305,8	1 872,8	268,8	157,5	6,7	6 515,4	3 921,6	528,2	2 063,8	1,8	974,8	214,3	434,2
Septembre	2 323,7	1 891,5	268,0	157,4	6,8	6 538,7	3 945,4	524,6	2 067,6	1,1	982,2	211,8	436,8
Octobre ^(p)	2 316,7	1 892,0	274,7	144,0	5,9	6 587,1	3 984,0	521,6	2 080,4	1,1	992,6	208,3	443,6
Flux													
2015	90,3	127,8	-31,4	4,9	-11,1	196,1	304,7	-109,6	1,4	-0,4	83,4	-1,1	30,1
2016	131,8	156,6	-25,2	0,3	0,1	300,4	333,9	-46,5	13,9	-0,9	23,3	-28,4	19,1
2017	179,1	181,3	-3,1	-0,1	1,0	254,8	304,4	-81,6	33,4	-1,3	56,3	6,4	27,6
2017 T4	37,6	32,5	0,4	0,9	3,8	53,0	67,4	-20,4	7,2	-1,2	29,0	2,8	-4,7
2018 T1	7,8	22,1	-10,9	-2,0	-1,4	73,7	81,9	-18,1	9,0	0,9	-8,8	6,7	3,8
T2	28,8	29,0	1,0	-0,7	-0,7	83,6	81,7	-9,1	11,6	-0,5	20,1	9,0	10,0
T3	26,4	36,0	-10,0	0,6	-0,2	76,3	75,4	-10,7	11,6	0,0	-29,8	-8,1	11,1
2018 Mai	17,7	19,5	-1,5	0,6	-0,8	26,4	28,5	-3,8	2,0	-0,3	12,8	3,3	1,0
Juin	2,8	-3,4	6,1	0,0	0,1	27,3	25,5	-1,5	3,6	-0,2	25,6	5,3	5,8
Juillet	0,9	6,2	-5,5	-0,1	0,4	28,1	24,8	-3,1	5,6	0,8	-20,2	-3,7	-0,3
Août	8,4	11,6	-3,5	0,9	-0,7	25,0	26,7	-3,9	2,3	0,0	-16,2	-1,8	9,0
Septembre	17,2	18,2	-1,0	-0,1	0,1	23,2	23,9	-3,7	3,8	-0,8	6,5	-2,6	2,4
Octobre ^(p)	3,2	1,3	4,3	-1,4	-0,9	38,3	37,2	-4,0	5,0	0,1	6,2	-3,8	5,7
Taux de croissance													
2015	4,8	9,2	-8,8	4,4	-58,0	3,5	11,1	-13,6	0,1	-12,2	9,7	-0,5	9,0
2016	6,8	10,4	-7,9	0,3	1,4	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,3	2,4	-12,5	5,2
2017	8,6	11,2	-1,1	-0,1	12,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,5	5,9	3,2	7,2
2017 T4	8,6	11,2	-1,1	-0,1	12,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,5	5,9	3,2	7,2
2018 T1	5,3	8,0	-7,8	-0,2	19,2	4,0	8,3	-12,5	1,7	-42,0	4,4	10,4	5,5
T2	4,8	7,1	-5,5	-1,2	7,0	4,4	8,6	-10,9	1,8	-53,9	5,8	12,8	5,8
T3	4,5	6,8	-6,8	-0,7	27,4	4,6	8,4	-10,0	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,9
2018 Mai	5,6	8,5	-7,7	-0,9	7,7	4,2	8,5	-11,6	1,7	-48,4	3,8	10,8	4,6
Juin	4,8	7,1	-5,5	-1,2	7,0	4,4	8,6	-10,9	1,8	-53,9	5,8	12,8	5,8
Juillet	4,5	6,8	-6,5	-1,0	20,4	4,6	8,7	-10,4	1,9	-13,6	2,0	11,6	3,8
Août	4,2	6,5	-7,2	-0,7	13,8	4,6	8,6	-10,4	1,9	-10,7	-1,7	8,1	4,7
Septembre	4,5	6,8	-6,8	-0,7	27,4	4,6	8,4	-10,0	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,9
Octobre ^(p)	4,1	6,0	-4,0	-2,0	5,7	4,7	8,4	-9,6	2,0	-45,3	3,0	2,8	5,9

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

5.3 Créances sur les résidents de la zone euro ¹⁾

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

	Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro								
	Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts						Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires
					Total	Aux sociétés non financières ³⁾	Aux ménages ⁴⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension ³⁾	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension	Titres de créance		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours												
2015	3 898,4	1 114,1	2 781,8	12 601,6	10 510,6	10 806,0	4 287,1	5 309,7	789,3	124,5	1 309,5	781,5
2016	4 389,4	1 084,1	3 292,1	12 881,0	10 710,9	10 981,6	4 311,4	5 449,4	836,5	113,5	1 387,5	782,6
2017	4 625,9	1 033,3	3 578,7	13 116,7	10 874,3	11 170,8	4 326,4	5 599,1	839,2	109,6	1 442,5	799,8
2017 T4	4 625,9	1 033,3	3 578,7	13 116,7	10 874,3	11 170,8	4 326,4	5 599,1	839,2	109,6	1 442,5	799,8
2018 T1	4 605,0	1 023,1	3 568,0	13 196,5	10 941,2	11 233,7	4 343,7	5 633,0	851,7	112,8	1 467,8	787,5
T2	4 600,8	1 017,7	3 568,8	13 278,0	10 990,7	11 328,2	4 358,0	5 659,7	853,2	119,8	1 498,5	788,8
T3	4 627,4	1 003,5	3 609,9	13 363,1	11 064,6	11 398,2	4 396,9	5 701,3	841,9	124,4	1 513,8	784,8
2018 Mai	4 582,2	1 023,9	3 544,1	13 297,0	11 007,6	11 301,8	4 380,9	5 649,9	857,1	119,7	1 489,9	799,5
Juin	4 600,8	1 017,7	3 568,8	13 278,0	10 990,7	11 328,2	4 358,0	5 659,7	853,2	119,8	1 498,5	788,8
Juillet	4 621,6	1 010,4	3 596,8	13 325,6	11 023,4	11 351,6	4 381,8	5 674,6	846,6	120,4	1 512,1	790,1
Août	4 612,1	1 004,0	3 593,9	13 352,8	11 054,9	11 383,1	4 394,3	5 693,2	847,2	120,2	1 515,4	782,6
Septembre	4 627,4	1 003,5	3 609,9	13 363,1	11 064,6	11 398,2	4 396,9	5 701,3	841,9	124,4	1 513,8	784,8
Octobre ^(p)	4 609,1	1 000,6	3 594,5	13 393,6	11 089,9	11 422,6	4 403,4	5 715,9	849,7	120,8	1 524,5	779,2
Flux												
2015	294,1	-21,2	315,0	84,9	57,9	77,4	-11,4	97,2	-22,3	-5,6	25,8	1,1
2016	486,0	-34,4	520,3	319,4	235,7	259,6	82,5	121,1	43,2	-11,0	80,1	3,6
2017	289,6	-43,0	332,0	361,8	273,3	315,2	83,0	173,5	20,3	-3,6	64,6	23,9
2017 T4	87,7	-14,0	101,5	90,3	76,1	93,8	31,8	48,1	-2,0	-1,8	9,4	4,8
2018 T1	-30,6	-9,7	-20,8	112,6	94,6	94,5	38,2	39,4	13,8	3,2	27,9	-9,8
T2	32,3	-6,0	37,9	87,5	55,9	104,2	17,0	35,2	-3,2	6,9	31,1	0,5
T3	50,3	-16,1	66,7	103,7	91,2	88,3	48,9	49,9	-12,1	4,5	16,7	-4,2
2018 Mai	24,1	1,2	22,5	49,4	42,3	45,3	23,7	9,9	6,6	2,0	6,4	0,7
Juin	9,2	-6,2	15,5	-9,6	-8,7	35,5	-20,8	13,7	-1,8	0,2	9,2	-10,0
Juillet	29,0	-5,8	34,8	49,9	37,6	28,4	26,0	17,0	-5,9	0,5	13,4	-1,1
Août	14,6	-6,5	21,2	30,0	31,1	30,4	13,6	18,0	-0,3	-0,2	4,3	-5,4
Septembre	6,7	-3,7	10,7	23,8	22,5	29,4	9,4	14,9	-6,0	4,2	-1,0	2,3
Octobre ^(p)	-12,6	-3,3	-9,3	32,4	21,6	20,4	4,8	15,3	5,2	-3,7	12,1	-1,3
Taux de croissance												
2015	8,2	-1,9	12,7	0,7	0,6	0,7	-0,3	1,9	-2,7	-4,3	2,0	0,1
2016	12,4	-3,1	18,7	2,5	2,3	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,1	0,5
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,2	4,7	3,1
2017 T4	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,2	4,7	3,1
2018 T1	3,9	-3,9	6,4	2,6	2,6	3,0	2,3	3,0	1,9	-0,4	4,0	0,0
T2	3,9	-3,9	6,4	2,8	2,9	3,5	2,5	3,0	3,0	6,8	4,9	-1,3
T3	3,1	-4,4	5,3	3,0	2,9	3,4	3,2	3,1	-0,4	11,6	5,9	-1,1
2018 Mai	3,4	-3,6	5,6	3,2	3,0	3,3	2,8	3,1	3,6	8,0	4,6	2,0
Juin	3,9	-3,9	6,4	2,8	2,9	3,5	2,5	3,0	3,0	6,8	4,9	-1,3
Juillet	3,8	-3,9	6,2	3,0	3,0	3,4	3,0	3,3	1,3	5,5	4,9	-1,1
Août	3,3	-4,4	5,6	3,0	3,0	3,4	3,1	3,2	0,8	4,6	6,1	-1,8
Septembre	3,1	-4,4	5,3	3,0	2,9	3,4	3,2	3,1	-0,4	11,6	5,9	-1,1
Octobre ^(p)	2,6	-4,2	4,7	3,0	2,8	3,3	2,8	3,2	-0,5	7,3	7,2	-1,5

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

5.5 Contreparties de M3 autres que les créances sur les résidents de la zone euro ¹⁾

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

	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	282,8	6 999,2	2 119,1	80,0	2 255,2	2 544,9	1 352,2	281,9	205,9	135,6
2016	307,7	6 956,9	2 090,5	70,9	2 145,9	2 649,7	1 135,0	253,6	205,9	121,6
2017	343,4	6 767,3	1 968,3	59,7	2 013,0	2 726,2	935,9	299,9	143,5	92,5
2017 T4	343,4	6 767,3	1 968,3	59,7	2 013,0	2 726,2	935,9	299,9	143,5	92,5
2018 T1	340,8	6 745,7	1 952,7	59,4	2 015,0	2 718,5	906,6	315,9	135,9	86,2
T2	330,4	6 705,8	1 950,6	58,4	2 022,9	2 674,0	862,1	422,1	174,1	183,8
T3	403,4	6 693,5	1 934,7	56,9	2 048,5	2 653,4	885,5	425,1	177,3	183,0
2018 Mai	336,1	6 750,6	1 950,8	58,8	2 029,4	2 711,6	860,4	395,6	177,3	186,6
Juin	330,4	6 705,8	1 950,6	58,4	2 022,9	2 674,0	862,1	422,1	174,1	183,8
Juillet	354,8	6 695,1	1 951,4	57,7	2 018,6	2 667,3	847,8	384,0	184,1	192,4
Août	391,6	6 676,5	1 942,9	57,3	2 016,2	2 660,2	851,0	411,3	181,4	189,0
Septembre	403,4	6 693,5	1 934,7	56,9	2 048,5	2 653,4	885,5	425,1	177,3	183,0
Octobre ^(p)	398,2	6 794,6	1 936,6	56,6	2 109,9	2 691,5	996,2	465,7	167,1	174,4
Flux										
2015	6,2	-216,1	-106,4	-13,4	-210,8	114,6	-87,2	-13,7	21,4	-4,0
2016	22,0	-122,7	-69,6	-9,1	-118,5	74,5	-274,8	-91,4	12,8	-12,0
2017	39,4	-82,2	-84,8	-8,6	-73,0	84,2	-98,2	-68,3	-60,9	-27,6
2017 T4	-11,8	-31,9	-17,5	-1,8	-14,0	1,5	-62,8	-60,9	3,2	7,9
2018 T1	-2,7	7,7	-15,2	-1,4	10,6	13,8	55,6	-54,4	-7,6	-6,3
T2	-10,4	-16,8	-5,3	-1,1	-18,0	7,6	-62,5	85,4	16,4	19,4
T3	76,4	32,6	-16,0	-1,5	21,9	28,3	39,6	-10,2	3,2	-0,8
2018 Mai	-13,4	-12,1	-6,5	-0,4	-5,4	0,2	-41,7	-2,3	30,3	34,7
Juin	-5,7	-10,3	-0,4	-0,4	-6,6	-3,0	20,5	41,2	-3,2	-2,8
Juillet	24,3	11,6	1,4	-0,7	-0,4	11,2	0,1	-39,9	10,0	8,6
Août	36,7	-6,6	-9,0	-0,4	-5,8	8,6	-5,7	18,9	-2,6	-3,5
Septembre	15,4	27,7	-8,4	-0,5	28,1	8,5	45,2	10,8	-4,1	-6,0
Octobre ^(p)	-5,5	13,6	0,5	-0,3	9,9	3,5	18,0	31,3	-10,2	-8,6
Taux de croissance										
2015	2,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,6	4,6	-	-	11,6	-2,9
2016	7,8	-1,7	-3,3	-11,4	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,7	-1,2	-4,1	-12,4	-3,5	3,2	-	-	-29,7	-22,7
2017 T4	12,7	-1,2	-4,1	-12,4	-3,5	3,2	-	-	-29,7	-22,7
2018 T1	12,0	-0,9	-4,1	-12,5	-1,5	2,5	-	-	-25,6	-22,2
T2	6,7	-1,1	-3,2	-10,8	-2,6	2,0	-	-	-3,6	-18,0
T3	14,5	-0,1	-2,7	-9,3	0,0	1,9	-	-	7,7	4,9
2018 Mai	6,2	-1,0	-3,6	-10,3	-2,4	2,4	-	-	-6,8	-12,4
Juin	6,7	-1,1	-3,2	-10,8	-2,6	2,0	-	-	-3,6	-18,0
Juillet	10,3	-0,8	-2,5	-10,4	-2,7	2,3	-	-	22,7	23,3
Août	16,4	-0,8	-2,7	-9,9	-2,6	2,1	-	-	24,6	34,2
Septembre	14,5	-0,1	-2,7	-9,3	0,0	1,9	-	-	7,7	4,9
Octobre ^(p)	18,3	0,4	-1,7	-8,8	0,8	1,9	-	-	-9,9	-22,0

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	43,9	25,8	47,9	9,8	82,0	18,8	31,8	41,1	89,7	2,1
2015	89,9	2,8	16,2	70,9	44,1	27,3	45,7	9,1	80,8	17,5	31,2	41,2	87,8	2,1
2016	89,1	2,7	15,4	71,0	46,6	30,5	42,5	8,8	80,3	17,1	29,9	42,1	87,0	2,1
2017	86,8	2,6	14,2	70,0	47,3	31,9	39,5	8,0	78,8	15,9	28,8	42,2	85,0	1,8
2017 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	Émissions	Remboursements	
	1	2	3	4	5		6	7	8	9			10	11	12	13
2015	14,6	12,8	4,3	1,9	0,5	6,6	2,9	1,4	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2017 T3	13,0	11,3	3,7	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1
T4	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018 T1	12,9	11,3	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
T2	12,8	11,2	3,6	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9
2018 Mai	12,8	11,2	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	11,2	3,6	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9
Juillet	12,8	11,3	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,2	2,7	2,4	0,4	1,0
Août	12,8	11,2	3,8	1,6	0,4	7,2	2,3	1,1	-0,2	2,7	2,5	0,4	1,0
Septembre	13,1	11,5	3,8	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9
Octobre	13,2	11,7	3,5	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,5	1,0

Source : BCE.

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

6 Évolutions budgétaires

6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

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

	Belgique	Allemagne	Estonie	Irlande	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2014	-3,1	0,6	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 et la Banque nationale de Belgique).

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 12 décembre 2018.

ISSN 2363-3425 (PDF)
Numéro de catalogue UE QB-BP-18-008-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général