



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 7 / 2017



Sommaire

Évolutions économiques et monétaires récentes	2
Synthèse	2
1 Environnement extérieur	5
2 Évolutions financières	9
3 Activité économique	12
4 Prix et coûts	16
5 Monnaie et crédit	19
Encadrés	24
1 Les échanges commerciaux contribuent-ils à expliquer la croissance de la productivité ?	24
2 Le recalibrage du programme d'achats d'actifs de la BCE	29
3 Les tendances récentes du crédit à la consommation dans la zone euro	32
Article	37
1 Croissance et rééquilibrage économiques en Chine et implications pour l'économie mondiale et les économies de la zone euro	37
Statistiques	S1

Évolutions économiques et monétaires récentes

Synthèse

L'expansion économique solide et généralisée se poursuit dans la zone euro ; les dernières données et les résultats des enquêtes récentes vont dans le sens d'une dynamique de croissance persistante au second semestre de l'année. Les mesures de politique monétaire de la BCE continuent de soutenir la demande intérieure, qui est une condition préalable pour de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. La consommation privée est confortée par la hausse de l'emploi, qui profite également des réformes antérieures des marchés du travail, et par l'augmentation de la richesse des ménages. Le rebond de l'investissement des entreprises bénéficie toujours des conditions de financement très favorables et de l'amélioration de leur rentabilité. Les investissements dans la construction se sont également accrus. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent globalement équilibrés. D'un côté, la forte dynamique conjoncturelle, que signalent les évolutions récentes des indicateurs de confiance, pourrait se traduire par de nouveaux développements plus positifs qu'attendu en matière de croissance. Mais, de l'autre, des risques à la baisse restent essentiellement associés à des facteurs mondiaux et aux évolutions sur les marchés des changes. Au niveau mondial, la croissance s'est également généralisée à l'ensemble des pays et les indicateurs tirés d'enquêtes font état d'une dynamique robuste. La croissance du commerce mondial s'est renforcée en juillet, après un ralentissement au deuxième trimestre 2017, et est restée soutenue en août, tirée principalement par les économies avancées. Les indicateurs avancés continuent de signaler des perspectives positives à court terme pour la croissance des échanges commerciaux.

La hausse annuelle de l'IPCH de la zone euro s'est établie à 1,5 % en septembre, sans changement par rapport à août. Les mesures de l'inflation sous-jacente ont augmenté modérément depuis le début de 2017, même si elles doivent encore montrer davantage de signes convaincants de remontée durable. La hausse des salaires s'est accélérée légèrement, mais les tensions sur les coûts d'origine interne demeurent globalement faibles. L'inflation totale mondiale s'est également accélérée en août, sous l'effet principalement des hausses des prix de l'énergie et des produits alimentaires. L'inflation sous-jacente au sein de la zone euro devrait continuer de progresser graduellement à moyen terme, soutenue par les décisions de politique monétaire de la BCE, la poursuite de la croissance économique, la résorption progressive correspondante de la sous-utilisation des capacités productives et l'accélération de la hausse des salaires. Dans les mois à venir, sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait diminuer temporairement vers la fin de l'année, principalement en raison d'effets de base relatifs aux prix de l'énergie.

La croissance de la monnaie au sens large est demeurée robuste et la reprise graduelle de la croissance des prêts se poursuit. Les contreparties domestiques de la monnaie au sens large, associées aux achats de l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) et à la reprise progressive de la croissance des crédits au secteur privé, ont été les principaux moteurs de la croissance de l'agrégat monétaire large. La dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro montre que la croissance des prêts continue d'être soutenue par l'augmentation de la demande de la part des entreprises et des ménages et par l'assouplissement des critères d'octroi des prêts aux ménages. Les coûts de financement des sociétés non financières (SNF) de la zone euro sont restés favorables, les taux débiteurs que leur appliquent les banques étant proches de leurs points bas historiques.

Les marchés financiers reflètent le raffermissement des perspectives économiques de la zone euro et les évolutions au niveau mondial. Les rendements des emprunts publics de la zone euro ont augmenté et la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est pentifiée depuis début septembre. L'amélioration des perspectives économiques et un certain apaisement des inquiétudes d'ordre géopolitique ont entraîné une hausse des indices boursiers, tandis que les écarts de rendement sur les titres de dette des sociétés se sont resserrés. La valeur de l'euro pondérée des échanges commerciaux est globalement inchangée, en dépit d'une dépréciation bilatérale vis-à-vis du dollar américain et de la livre sterling.

Lors de sa réunion de politique monétaire du 26 octobre 2017, le Conseil des gouverneurs a pris les décisions suivantes en vue de réaliser son objectif de stabilité des prix.

- Premièrement, les taux d'intérêt directeurs de la BCE ont été laissés inchangés et le Conseil des gouverneurs continue de penser qu'ils devraient rester à leurs niveaux actuels sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs.
- Deuxièmement, en ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, l'Eurosystème continuera d'effectuer des achats au titre de l'APP au rythme mensuel actuel de 60 milliards d'euros jusqu'en fin décembre 2017. À partir de janvier 2018, les achats nets d'actifs devraient se poursuivre à un rythme mensuel de 30 milliards d'euros, jusqu'en septembre 2018 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Si les perspectives deviennent moins favorables ou si les conditions financières ne permettent plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à accroître le volume et/ou à allonger la durée de l'APP.
- Troisièmement, l'Eurosystème procédera au réinvestissement des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la fin de ses achats nets d'actifs et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire. Cela contribuera

à assurer à la fois des conditions de liquidité favorables et une orientation appropriée de la politique monétaire.

- Quatrièmement, le Conseil des gouverneurs a également décidé de continuer à conduire les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la dernière période de constitution des réserves de 2019.

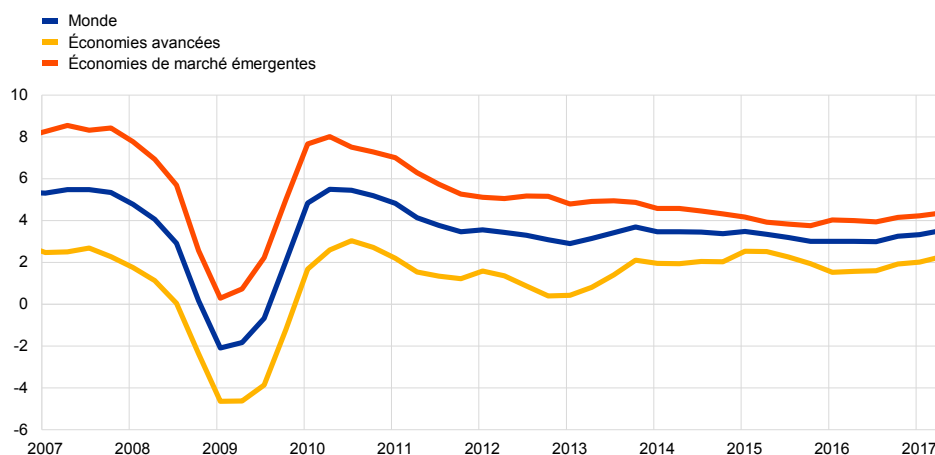
Le Conseil des gouverneurs a pris ces décisions afin de préserver les conditions de financement très favorables qui restent nécessaires pour assurer un retour durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Le recalibrage des achats d'actifs reflète une confiance croissante dans la convergence progressive des taux d'inflation vers l'objectif, cela étant, les tensions sur les prix d'origine intérieure restent globalement modérées et les perspectives économiques et l'évolution de l'inflation dépendent toujours du maintien du soutien apporté par la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs a conclu qu'un degré élevé de relance monétaire demeure par conséquent indispensable pour aviver progressivement les pressions inflationnistes sous-jacentes et soutenir l'inflation totale à moyen terme.

La croissance mondiale s'est généralisée à l'ensemble des pays, tandis que les indicateurs tirés d'enquêtes font état d'une dynamique soutenue. Depuis le second semestre 2016, la reprise économique montre les signes d'une synchronisation croissante à l'échelle mondiale (cf. graphique 1). En outre, les indicateurs tirés d'enquêtes vont dans le sens d'une croissance soutenue au niveau mondial. Au troisième trimestre 2017, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale hors zone euro s'est maintenu à un niveau similaire à celui enregistré au premier semestre de l'année, proche des moyennes de long terme. S'agissant des principales économies avancées, l'indice des directeurs d'achat s'est redressé aux États-Unis, mais a fléchi au Japon (et, dans une moindre mesure, au Royaume-Uni) par rapport au deuxième trimestre. En ce qui concerne les économies de marché émergentes, l'indice trimestriel des directeurs d'achat a augmenté en Chine et s'est inscrit en légère hausse au Brésil, mais il a diminué en Russie et en Inde (passant dans ce dernier cas au-dessous du seuil d'expansion).

Graphique 1

Croissance du PIB à l'échelle mondiale, dans les économies avancées et dans les économies de marché émergentes

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Calculs de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2017.

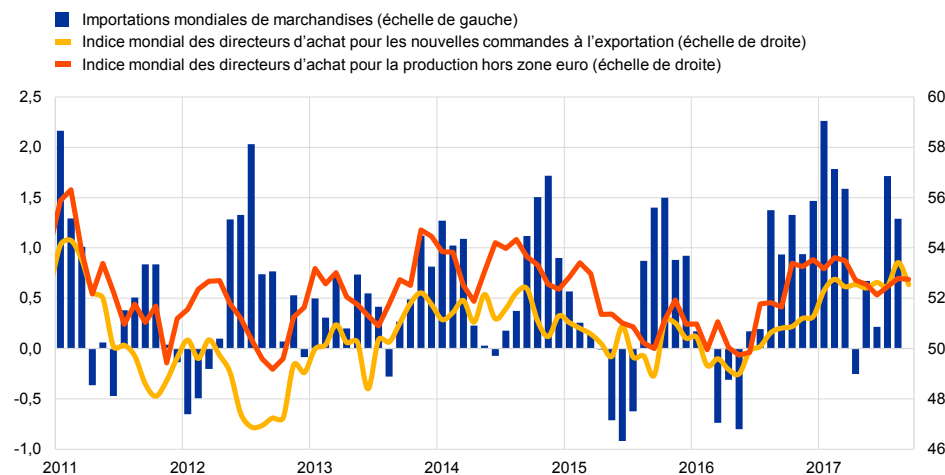
Les indicateurs font état d'un redressement du commerce mondial au troisième trimestre de l'année en cours.

Après une modération au deuxième trimestre 2017, la croissance du commerce mondial s'est renforcée en juillet et est demeurée robuste en août, les importations de marchandises en volume s'étant accrues au rythme soutenu de 1,5 % en glissement trimestriel en juillet, puis de 1,3 % en août (cf. graphique 2). La hausse enregistrée au cours de ces deux mois est principalement imputable aux économies avancées. Les indicateurs avancés continuent de signaler des perspectives positives à court terme. En particulier, l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation s'est inscrit à 52,8, au troisième trimestre 2017, soit un niveau proche de celui du premier semestre et supérieur à sa moyenne de long terme.

Graphique 2

Commerce mondial et enquêtes

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



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

Note : Les dernières observations se rapportent à août 2017 pour les importations mondiales de marchandises et à septembre 2017 pour les indices des directeurs d'achat.

L'inflation mondiale a augmenté en août. Après une légère accélération à 2,0 % en juillet, la hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) s'est encore accentuée pour s'inscrire à 2,2 % en août. Cette augmentation résulte essentiellement d'un rebond des prix de l'énergie, mais les prix des produits alimentaires ont également enregistré une hausse modérée. Dans les pays de l'OCDE, la hausse annuelle des prix hors produits alimentaires et énergie est restée inchangée à 1,8 % en août.

Les prix du pétrole ont suivi une tendance haussière ces dernières semaines.

Cette évolution reflète des signaux persistants d'un rééquilibrage en cours du marché, la demande continuant d'augmenter et les marchés anticipant plus fortement une prolongation de l'accord actuel de l'OPEP au-delà de mars 2018. Les tensions géopolitiques qui ont suivi le référendum organisé fin septembre sur l'indépendance de la région du Kurdistan irakien et les inquiétudes relatives aux sanctions des États-Unis contre l'Iran ont également soutenu la hausse des cours du pétrole. Les prix sont restés nettement supérieurs aux niveaux observés avant l'accord conclu par l'OPEP en novembre 2016.

Les données relatives à l'économie des États-Unis sont temporairement affectées par les récents ouragans.

Après s'être redressée pour s'établir au taux annualisé de 3,1 % au deuxième trimestre, la croissance du PIB en volume des États-Unis devrait se ralentir temporairement au troisième trimestre, reflétant l'impact économique des récents ouragans. Toutefois, l'expérience des ouragans précédents laisse penser que l'activité économique devrait rebondir ensuite sous l'effet de l'accélération des efforts de reconstruction. La baisse globale de l'emploi en septembre a également été influencée par les ouragans. La croissance de l'emploi hors des régions touchées a été assez robuste, en phase avec de nouvelles tensions sur le marché du travail. L'inflation annuelle totale s'est inscrite en hausse

à 2,2 % en septembre, renforcée par un renchérissement temporaire de l'essence à la suite des ouragans, tandis que la hausse annuelle des prix à la consommation hors produits alimentaires et énergie est demeurée stable à 1,7 % pour le cinquième mois consécutif. Lors de sa réunion de septembre, le Comité fédéral de l'*open market* a annoncé qu'il commencerait à normaliser son bilan en octobre. En particulier, il a indiqué que les remboursements au titre du principal provenant de ses portefeuilles de titres ne seraient réinvestis qu'au-delà d'un plafond qui sera relevé progressivement.

Au Japon, l'activité économique reste robuste et des tensions subsistent sur le marché du travail.

Au deuxième trimestre 2017, le PIB en volume a augmenté de 0,6 % en rythme trimestriel. Ce chiffre a été légèrement révisé à la baisse par rapport à l'estimation précédente, mais reste nettement supérieur à la croissance potentielle. Globalement, les perspectives de l'économie japonaise restent favorables, soutenues par des politiques accommodantes, le redressement de la demande extérieure et la robustesse du marché du travail. Le taux de chômage du pays s'est inscrit à 2,8 % en août, le taux d'emplois vacants s'élevant à un niveau sans précédent depuis le début des années 1990. Bien que la croissance des salaires de base soit restée faible, des gains de productivité du travail récents dans le secteur non financier suggèrent l'existence d'une marge de manœuvre accrue pour de plus fortes hausses des salaires. Dans le même temps, la hausse annuelle totale des prix à la consommation est ressortie à 0,7 % en août, reflétant une certaine dynamique haussière des mesures de l'inflation sous-jacente. Lors des élections générales qui se sont déroulées le 22 octobre, la coalition au pouvoir dirigée par le Premier ministre Shinzo Abe a remporté la victoire avec une majorité parlementaire des deux tiers.

Au Royaume-Uni, l'activité économique s'est nettement ralentie au premier semestre 2017.

Cette évolution fait suite à deux trimestres de résistance inattendue de la croissance après le résultat du référendum organisé l'an dernier par le pays sur son appartenance à l'UE. Au deuxième trimestre 2017, la croissance du PIB en volume s'est établie à 0,3 % en glissement trimestriel, globalement conforme à celle du trimestre précédent, mais en baisse par rapport au quatrième trimestre 2016 (0,7 %). Les répercussions de la dépréciation de la livre sterling sur les prix à la consommation ont fortement freiné la croissance, affectant la consommation par l'érosion du pouvoir d'achat des ménages. Selon les indicateurs récents, l'activité économique restera encore modérée au second semestre. La hausse des prix à la consommation est ressortie en hausse à 3,0 % en septembre. Conformément à l'article 50 du Traité sur l'Union européenne, cinq cycles de négociations relatifs au Brexit se sont déroulés entre l'Union européenne et le Royaume-Uni après l'ouverture officielle des négociations le 19 juin 2017, mais peu de décisions ont été prises s'agissant des conditions du règlement définitif.

L'activité économique reste vigoureuse en Chine. Après une forte hausse au premier semestre, la croissance du PIB en volume de la Chine s'est un peu ralentie au troisième trimestre 2017, à 6,8 % en glissement annuel, contre 6,9 % au trimestre précédent. Cette légère modération est conforme aux données récentes relatives à la production industrielle, à la FBCF et aux ventes au détail. Cependant, les données

disponibles tirées d'enquêtes pour septembre sont demeurées robustes. La hausse des prix à la consommation reste modérée et a fléchi en septembre, alors que la hausse annuelle des prix à la production est ressortie en hausse à 6,9 % après 6,3 % en août, les prix des matières premières ayant continué d'augmenter fortement et les biens manufacturés se renchérissant également. Le 19^e congrès national du Parti communiste chinois qui s'est réuni en octobre a confirmé le gouvernement et défini de grandes orientations politiques pour les cinq prochaines années.

Les rendements des emprunts publics de la zone euro ont généralement augmenté depuis début septembre.

Au cours de la période sous revue (du 7 septembre au 25 octobre), le rendement des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans dans la zone euro et le rendement des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro (mesuré par sa moyenne pondérée du PIB des pays) ont augmenté de quelque 15 points de base pour s'inscrire à 0,72 % et 1,09 %, respectivement. Les écarts de rendement des obligations souveraines par rapport au taux sans risque des OIS sont demeurés pratiquement inchangés au cours de la période sous revue, sauf au Portugal, où ils ont diminué de quelque 60 points de base en réponse à un relèvement par Standard & Poor's de la notation de crédit à *investment grade*. Au Royaume-Uni et aux États-Unis, les rendements des obligations souveraines ont augmenté de 40 points de base environ pour s'inscrire à 1,41 % et 2,43 %, respectivement, principalement sous l'effet des anticipations des marchés relatives à l'orientation future de la politique monétaire dans ces deux pays.

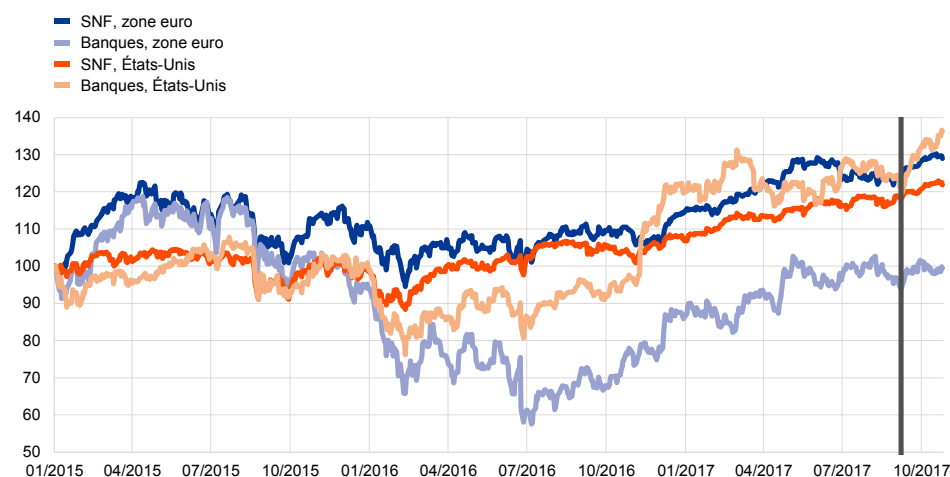
Les indices larges des cours boursiers dans la zone euro ont augmenté au cours de la période sous revue (cf. graphique 3).

Les prix des actions des sociétés non financières (SNF) de la zone euro ont augmenté de 3,3 % environ, et ceux des actions bancaires de la zone euro de 6 %. Ces hausses sont largement imputables à une baisse de la prime de risque sur actions, corroborant la perception d'un allègement des risques géopolitiques. Dans l'ensemble, les anticipations d'une croissance robuste des bénéfices continuent de soutenir les cours boursiers dans la zone euro, reflétant l'amélioration généralisée de l'environnement macroéconomique de la zone. Aux États-Unis, les prix des actions des SNF et des banques ont également augmenté au cours de la période sous revue, de 2,6 % et 14 %, respectivement. Les anticipations des marchés relatives à la volatilité des cours boursiers dans la zone euro et aux États-Unis sont restées globalement inchangées à environ 10 % et 7 %, respectivement, soit des niveaux comparativement bas d'un point de vue historique.

Graphique 3

Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

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



Source : Thomson Reuters.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (le 7 septembre 2017). La dernière observation se rapporte au 25 octobre 2017.

Les écarts de rendement des obligations émises par les SNF ont diminué au cours de la période sous revue.

Le 19 octobre, les écarts de rendement des obligations bien notées des SNF (par rapport à la courbe correspondante des rendements moyens de la zone euro pour les notations AAA) étaient inférieurs de 7 points de base en moyenne à leurs niveaux de début septembre et de quelque 80 points de base à ceux de mars 2016, avant l'annonce puis le lancement du programme d'achats de titres du secteur des entreprises. Les écarts de rendement des obligations de moins bonne qualité émises par les SNF ont également diminué au cours de la période sous revue, de 30 points de base, tandis que les écarts de rendement sur les titres de créance du secteur financier sont restés largement inchangés. Ces bas niveaux des écarts de rendement des obligations d'entreprise et la poursuite de leur resserrement sont cohérents avec un raffermissement de la reprise économique.

Le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) est demeuré globalement inchangé, à – 0,36 % environ, sur la même période.

L'excédent de liquidité dans le système bancaire s'est accru de quelque 52 milliards d'euros pour s'établir à 1 825 milliards. Cette augmentation est imputable aux achats de titres en cours dans le cadre du programme d'achats d'actifs de la BCE.

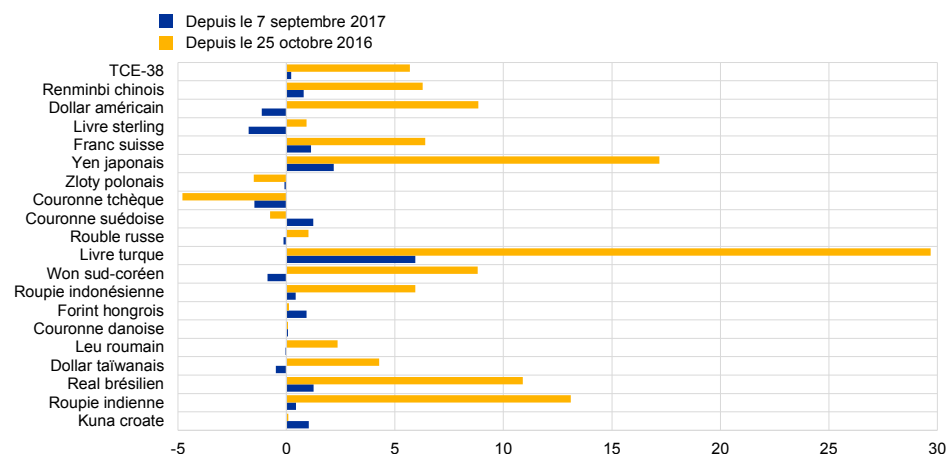
La courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est légèrement déplacée vers le haut au cours de la période sous revue. Ce mouvement vers le haut a été impulsé par les échéances supérieures à trois ans, pour lesquelles les taux anticipés de l'Eonia ont augmenté de 15 points de base environ. La pente graduellement ascendante de la courbe implique que les intervenants de marché continuent de prévoir une période prolongée de taux négatifs, jusqu'à mi-2020 environ.

Sur les marchés des changes, la valeur de l'euro est restée pratiquement inchangée en termes effectifs nominaux au cours de la période sous revue.

L'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar (de 1,6 %) et de la livre sterling (de 2,8 %), reflétant les anticipations des marchés relatives à l'orientation de la politique monétaire dans ces deux pays. Toutefois, cette dépréciation a été largement contrebalancée par d'autres évolutions, l'euro s'étant apprécié vis-à-vis de la majorité des autres grandes devises, notamment du renminbi chinois (de 0,8 %), du yen japonais (de 3,1 %) et du franc suisse (de 2,4 %). En outre, l'euro s'est également apprécié vis-à-vis des devises de la plupart des principales économies émergentes, ainsi que de celles de la plupart des États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro, à l'exception de la couronne tchèque et du zloty polonais (cf. graphique 4).

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le TCE-38 est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 25 octobre 2017.

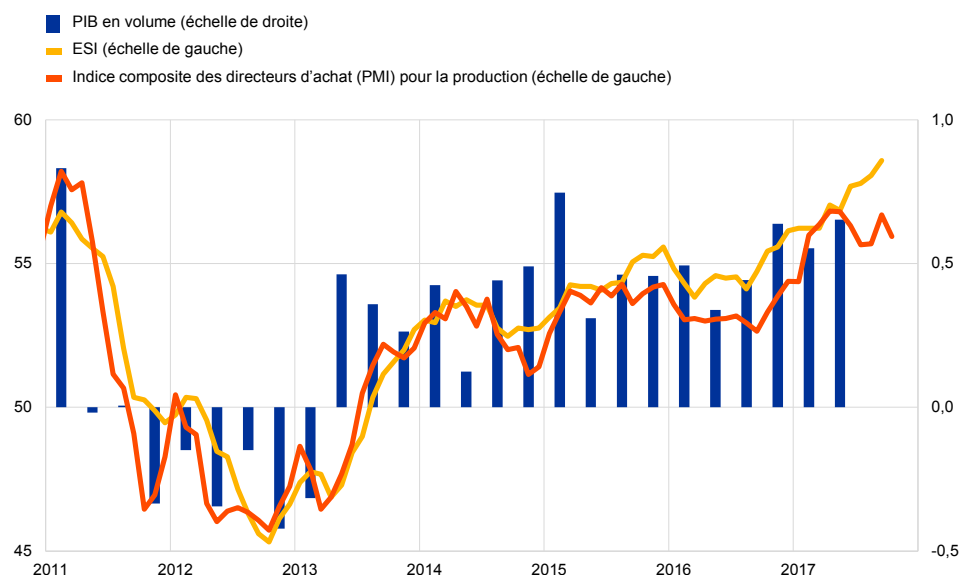
L'expansion économique solide et généralisée se poursuit dans la zone euro.

Au deuxième trimestre 2017, le PIB en volume a augmenté de 0,7 % en rythme trimestriel, après 0,6 % au trimestre précédent (cf. graphique 5), à la faveur d'une forte contribution positive de la demande intérieure. Dans le même temps, les exportations nettes ont apporté une contribution négative à la croissance du PIB au deuxième trimestre, tandis que les variations des stocks ont apporté une contribution neutre. Les indicateurs économiques les plus récents – les données solides ainsi que les résultats d'enquêtes – demeurent élevés et confirment la perspective d'une croissance robuste au second semestre 2017, à un rythme proche de celui des deux trimestres précédents.

Graphique 5

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

(taux de croissance trimestriel en pourcentage ; indice de diffusion)



Sources : Eurostat, Commission européenne, Markit et BCE.

Notes : L'ESI est normé et recalculé pour obtenir la moyenne et l'écart type du PMI pour la production. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2017 pour le PIB en volume, à septembre 2017 pour l'ESI et à octobre 2017 pour le PMI.

La consommation privée continue d'augmenter et demeure un facteur déterminant de l'expansion économique en cours.

Au deuxième trimestre 2017, la consommation privée a augmenté de 0,5 % en rythme trimestriel, après un taux de croissance légèrement plus faible au trimestre précédent. Ce résultat reflète largement la hausse du pouvoir d'achat liée à une baisse de 10 % des prix du pétrole exprimés en euros entre le premier et le deuxième trimestre 2017. En rythme annuel, la consommation a augmenté de 1,6 % au deuxième trimestre, soit le même taux qu'au premier trimestre 2017. Ce profil stable contraste avec le ralentissement de la croissance du revenu réel disponible des ménages, qui est ressortie à 1,4 %, en rythme annuel, au deuxième trimestre, contre 1,6 % au trimestre précédent. Au deuxième trimestre 2017, en phase avec la croissance inchangée de la consommation et le ralentissement de la croissance du revenu, le taux de variation

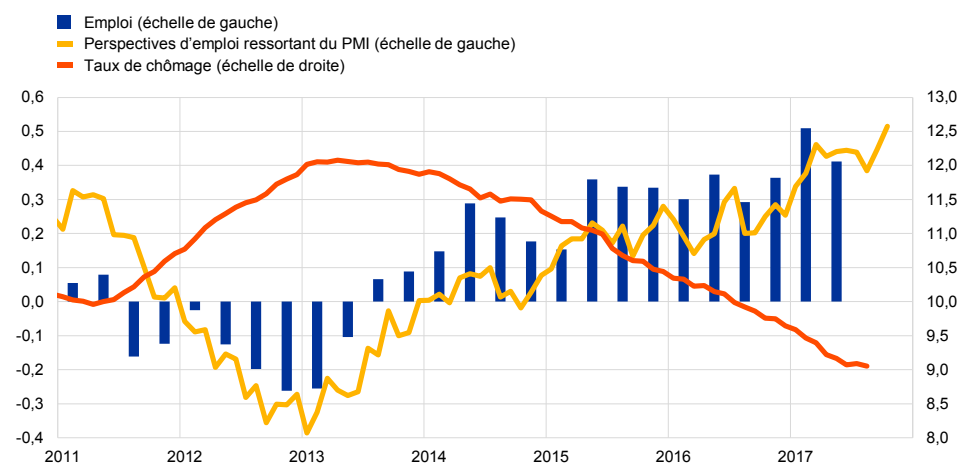
annuel de l'épargne a reculé, conduisant à un taux d'épargne historiquement bas de 12 %.

Les marchés du travail de la zone euro continuent de s'améliorer, soutenant ainsi le revenu et les dépenses de consommation des ménages. L'emploi a encore augmenté au deuxième trimestre 2017, de 0,4 % en rythme trimestriel, portant la hausse annuelle à 1,6 %. L'emploi s'établit actuellement près de 1 % au-dessus de son pic d'avant la crise enregistré au premier trimestre 2008. Le taux de chômage s'élevait à 9,1 % en août 2017 dans la zone euro, soit un taux identique à celui des deux mois précédents et 3 points de pourcentage au-dessous du pic d'après la crise observé en avril 2013 (cf. graphique 6). Cette baisse a concerné l'ensemble des chômeurs, indépendamment de la tranche d'âge ou du sexe. Le chômage de longue durée (c'est-à-dire le nombre de personnes au chômage depuis au moins 12 mois exprimé en pourcentage de la population active) continue aussi de baisser, mais demeure bien au-dessus de son niveau d'avant la crise. Les informations tirées d'enquêtes vont dans le sens d'une poursuite de l'amélioration sur les marchés du travail pour la période à venir. Dans le même temps, dans certains pays et certains secteurs, on observe des signes croissants de pénuries de main-d'œuvre.

Graphique 6

Emploi dans la zone euro, perspectives d'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 : Le PMI est exprimé comme un écart par rapport à 50 divisé par 10. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2017 pour l'emploi, à octobre 2017 pour le PMI et à août 2017 pour le chômage.

En l'absence de volatilité à court terme, la croissance de la consommation devrait rester solide.

Les données récentes relatives au commerce de détail et aux nouvelles immatriculations de voitures particulières indiquent actuellement un ralentissement de la croissance trimestrielle des dépenses de consommation au troisième trimestre 2017 par rapport au deuxième trimestre. Toutefois, ces données tendent à afficher une certaine volatilité, tandis que d'autres indicateurs font état d'une robustesse de la dynamique sous-jacente de la consommation. Par exemple, la poursuite de la croissance de l'emploi, comme le laissent penser les derniers indicateurs tirés d'enquêtes, devrait également continuer de soutenir le revenu

global, et donc les dépenses de consommation. De plus, le patrimoine net des ménages a continué de s'accroître à des niveaux robustes, soutenant ainsi davantage encore les dépenses de consommation. Ces facteurs peuvent expliquer en partie pourquoi la confiance des consommateurs a poursuivi son amélioration au troisième trimestre avant d'atteindre en octobre sa valeur la plus élevée depuis avril 2001.

Après un deuxième trimestre solide, l'investissement des entreprises devrait continuer à croître au troisième trimestre 2017. L'investissement hors construction, qui a augmenté de 3,5 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2017, a été soutenu par l'investissement en droits de propriété intellectuelle et en machines et équipements non liés au transport. S'agissant du troisième trimestre, la persistance de conditions favorables dans le secteur des biens d'équipement, telles que l'augmentation de l'utilisation des capacités de production, la hausse des commandes, le renforcement de la confiance et la hausse de la demande, indiquent dans l'ensemble la poursuite de la dynamique des investissements en cours. Les données mensuelles sur la production des biens d'équipement jusqu'en août suggèrent également une hausse des investissements des entreprises au début du troisième trimestre. S'agissant de l'investissement dans la construction, les données mensuelles relatives à la production dans la construction vont dans le sens d'un ralentissement de la croissance au troisième trimestre 2017. Toutefois, les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs à la situation de la demande et à l'évaluation des carnets de commande dans ce secteur, ainsi que le nombre de permis de construire délivrés, confirment encore une dynamique sous-jacente positive à court terme.

À l'avenir, l'investissement devrait continuer de contribuer de manière importante à la croissance. L'investissement devrait continuer de bénéficier du niveau élevé de la confiance des chefs d'entreprises et de la diminution de l'incertitude, de l'augmentation de l'utilisation des capacités de production, des conditions de financement très favorables, de la hausse des bénéfices des entreprises et du besoin croissant de modernisation du stock de capital. D'après les comptes sectoriels de la zone euro, l'excédent brut d'exploitation des entreprises a augmenté au deuxième trimestre 2017, mais à un rythme annuel plus lent qu'au trimestre précédent, et les anticipations de bénéfices pour les entreprises cotées dans la zone euro, disponibles jusqu'en août, demeurent à des niveaux élevés. S'agissant de l'investissement dans la construction, des facteurs comme la hausse du revenu disponible des ménages et l'amélioration des conditions de crédit devraient conforter la demande dans le secteur. Dans le même temps, certains facteurs devraient continuer de peser sur les perspectives d'investissement, notamment les anticipations d'un affaiblissement de la croissance à moyen terme et les limites quant à la capacité d'intermédiation des banques dans certains pays.

En dépit de la perspective d'un ralentissement de la croissance au troisième trimestre 2017, les indicateurs relatifs aux échanges commerciaux vont dans le sens d'une dynamique soutenue dans les prochains mois. Les exportations totales de la zone euro ont augmenté de 0,9 % au deuxième trimestre grâce à la vigueur des exportations de biens. Les chiffres mensuels des échanges de biens

jusqu'en août laissent penser que les exportations hors zone euro continueront d'afficher une croissance positive au troisième trimestre 2017, en phase avec la reprise de la demande étrangère, mais à un rythme plus lent qu'au deuxième trimestre. Au cours des deux premiers mois du troisième trimestre 2017, les exportations semblent avoir été soutenues par la demande en provenance de Chine, des États-Unis, d'Amérique latine et, dans une moindre mesure, des pays de l'UE hors zone euro, tandis que le Royaume-Uni et l'Asie (hors Chine) ont apporté des contributions négatives. Les indicateurs avancés, tels que les résultats tirés d'enquêtes, continuent de faire état d'améliorations en cours de la demande étrangère, tandis que les nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier en provenance de l'extérieur de la zone euro ont encore augmenté.

Globalement, les indicateurs économiques les plus récents confirment, dans l'ensemble, la poursuite d'une croissance robuste au deuxième semestre 2017.

La production industrielle (hors construction) a fortement augmenté en août. En conséquence, en juillet et août, la production s'est établie en moyenne 1,0 % au-dessus de son niveau du deuxième trimestre 2017, où elle avait augmenté de 1,2 % en rythme trimestriel. Des données d'enquêtes plus récentes indiquent également une dynamique de croissance robuste à court terme. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production s'est établi en moyenne à 56,0 au troisième trimestre 2017, après 56,6 au deuxième trimestre, avant de reculer entre septembre et octobre pour ressortir à 55,9. Dans le même temps, l'ESI de la Commission européenne a atteint 112,1 au troisième trimestre après 110,0 au deuxième trimestre (cf. graphique 5). L'ESI et le PMI restent bien supérieurs à leurs moyennes de long terme respectives.

À plus long terme, l'expansion économique soutenue et généralisée en cours devrait se poursuivre. Les mesures de politique monétaire de la BCE ont facilité le processus de désendettement et continuent de soutenir la demande intérieure. La consommation privée est confortée par la hausse de l'emploi, qui profite également des réformes antérieures des marchés du travail, et par l'augmentation de la richesse des ménages. Le rebond de l'investissement des entreprises bénéficie toujours des conditions de financement très favorables et de l'amélioration de la rentabilité des entreprises. Les investissements dans la construction se sont également accrus. De plus, la reprise mondiale généralisée favorise les exportations de la zone euro. Les résultats de la dernière [enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels](#), menée début octobre, montrent que les prévisions de croissance du PIB dans le secteur privé ont été révisées à la hausse pour 2017, 2018 et 2019 par rapport à la campagne d'enquête précédente réalisée début juillet.

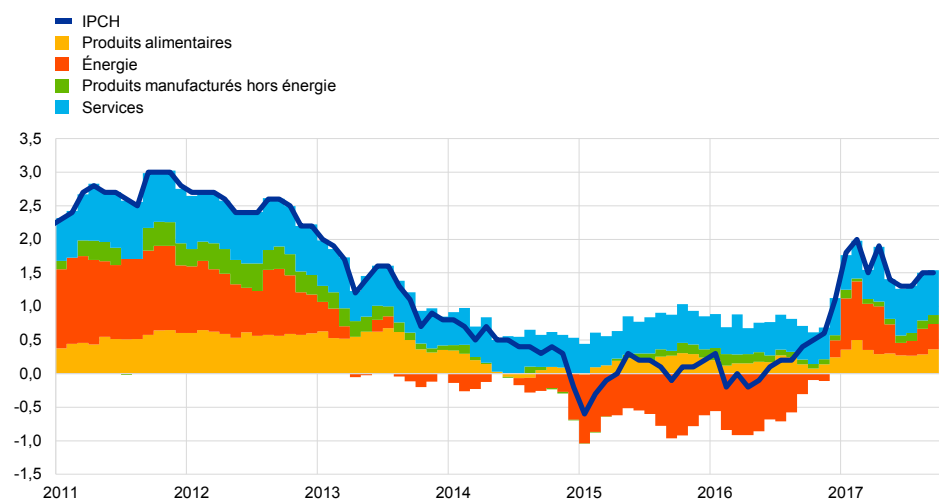
Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent globalement équilibrés. D'un côté, la forte dynamique conjoncturelle, que signalent les évolutions récentes des indicateurs de confiance, pourrait se traduire par de nouveaux développements plus positifs qu'attendu en matière de croissance. Mais, de l'autre, des risques à la baisse restent essentiellement associés à des facteurs mondiaux et aux évolutions sur les marchés des changes.

La hausse de l'IPCH total s'est établie à 1,5 % en septembre, sans changement par rapport à août (cf. graphique 7). La stabilité du taux d'inflation masque une accélération de la hausse des prix des produits alimentaires, qui a été contrebalancée par un léger ralentissement de la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie (qui est revenue à 1,1 % en septembre après 1,2 % en août). Ce fléchissement de l'inflation hors produits alimentaires et énergie reflète principalement une réduction du taux d'inflation pour la sous-composante volatile des services de transport.

Graphique 7

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

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à septembre 2017.

De nombreuses mesures de l'inflation sous-jacente ont enregistré une hausse modérée depuis début 2017. La hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie a comblé plus de la moitié de l'écart entre la moyenne de 0,8 % enregistrée au quatrième trimestre 2016 et sa moyenne de long terme de 1,4 %, en partie en raison de fortes accélérations de l'inflation pour les sous-composantes services de transport et d'hébergement. Toutefois, les mesures de l'inflation sous-jacente doivent encore montrer davantage de signes convaincants d'un ajustement durable à la hausse.

La croissance annuelle du déflateur du PIB, qui peut être considérée comme un indicateur large de l'évolution sous-jacente des prix intérieurs, s'est accélérée pour s'établir à 1,0 % au deuxième trimestre 2017, contre 0,7 % le trimestre précédent. Même si la contribution des coûts unitaires de main-d'œuvre a légèrement diminué, cette évolution a été plus que compensée par un renforcement des bénéfices unitaires (qui peut refléter la volatilité liée à la faiblesse observée le trimestre précédent mais pourrait également résulter d'une atténuation de l'effet de ralentissement exercé par les termes de l'échange). Avec sa récente hausse, le

déflateur du PIB se rapproche des évolutions de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie ¹.

L'appréciation du taux de change de l'euro au cours de l'été a permis d'atténuer les tensions sur les prix d'origine externe.

La hausse du taux de change effectif nominal de l'euro observée au cours de l'été s'est traduite par un fléchissement de la hausse des prix à l'importation. La variation annuelle des prix à l'importation des biens de consommation hors produits alimentaires, qui devrait se répercuter sur la hausse des prix à la consommation des produits manufacturés hors énergie, s'est établie à - 0,1 % en juillet et à - 0,3 % en août, en recul par rapport au pic récent de 1,3 % atteint en avril. Cependant, de manière plus générale, la répercussion de l'appréciation de l'euro tout au long des chaînes intérieures de production et de distribution est entourée d'une grande incertitude et dépend, entre autres, de l'ajustement potentiel des marges bénéficiaires. Jusqu'à présent, la hausse des prix à la production des biens de consommation non alimentaires est restée stable, ressortant à 0,3 % en rythme annuel en août, soit un niveau inchangé depuis juin et seulement légèrement supérieur à ceux observés début 2016.

La croissance des salaires s'est légèrement accélérée mais demeure bien inférieure aux moyennes historiques.

La croissance annuelle de la rémunération par tête s'est établie à 1,6 % au deuxième trimestre 2017, après 1,5 % le trimestre précédent, poursuivant une tendance haussière depuis le point bas de 1,1 % enregistré au deuxième trimestre 2016. En dépit de cette accélération, la croissance des salaires est restée nettement inférieure à sa moyenne de 2,1 % depuis 1999. À la suite de révisions des données, la hausse annuelle de la rémunération horaire a affiché des évolutions globalement similaires à celles de la croissance annuelle de la rémunération par tête ces dernières années. Les facteurs ayant pu peser sur la croissance des salaires incluent d'importantes capacités inutilisées sur le marché du travail, une faible croissance de la productivité, la faible inflation observée dans le passé et l'incidence exercée actuellement par les réformes du marché du travail mises en œuvre dans certains pays durant la crise financière.

Les mesures des anticipations d'inflation à long terme extraites des instruments de marché et tirées d'enquêtes sont demeurées globalement stables (cf. graphique 8).

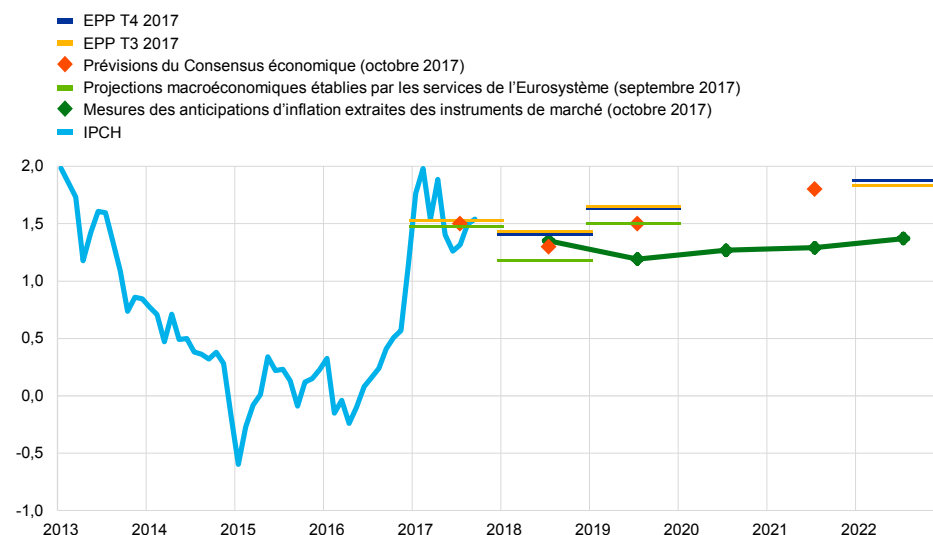
Le 25 octobre 2017, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans ressortait à 1,64 %. Le profil anticipé des mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché continue d'indiquer une période prolongée de faible inflation, avec un retour seulement très progressif à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. La probabilité de déflation ressortant des marchés d'options sur l'inflation demeure très faible et continue d'indiquer que le risque de déflation demeure contenu. Selon l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le quatrième trimestre 2017, les anticipations d'inflation à plus long terme pour la zone euro ont été révisées à la hausse, à 1,9 % (passant de 1,83 % à 1,88 %).

¹ Cf. l'encadré intitulé « Les facteurs explicatifs du récent découplage entre le déflateur du PIB et l'IPCH hors énergie et produits alimentaires dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2016.

Graphique 8

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

(variations annuelles en pourcentage)



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

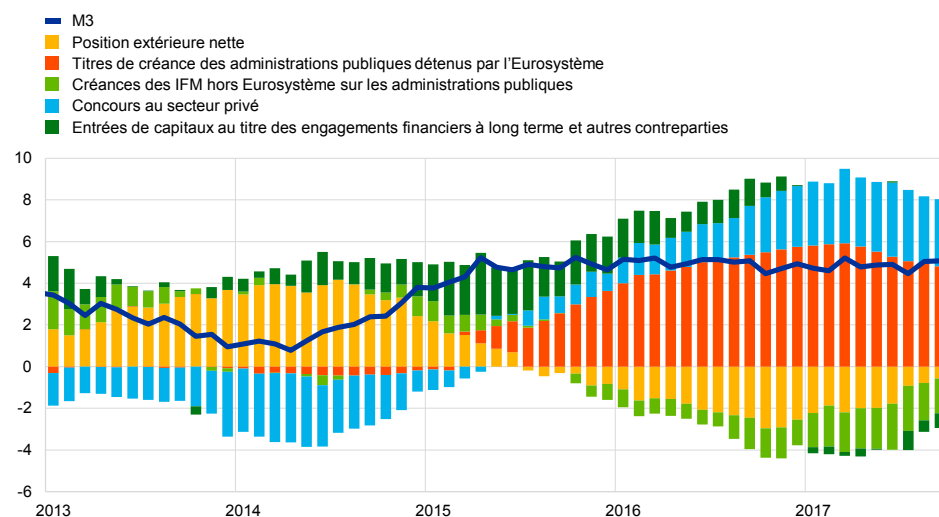
Notes : Les données observées relatives à l'IPCH vont jusqu'à septembre 2017. Les projections du Consensus économique pour 2019 et 2021 sont issues des prévisions d'octobre. Les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché sont établies à partir des *swaps* zéro coupon indexés sur l'inflation mesurée par l'IPCH par exclusion (IPCH hors tabac de la zone euro). Les dernières observations se rapportent au 25 octobre 2017.

La hausse des prix de l'immobilier résidentiel s'est encore accélérée dans la zone euro au deuxième trimestre 2017. Selon l'indicateur des prix de l'immobilier résidentiel établi par la BCE, les prix des maisons et des appartements dans la zone euro ont augmenté de 4,1 %, en rythme annuel, au deuxième trimestre 2017, après 3,8 % au premier trimestre, confirmant un nouveau renforcement et une généralisation du cycle des prix des logements.

La croissance de la monnaie au sens large est demeurée robuste. Le taux de croissance annuel de M3 a augmenté en septembre 2017, à 5,1 % après 5,0 % en août, oscillant autour de ce niveau depuis mi-2015 (cf. graphique 9). Le faible coût d'opportunité de la détention de dépôts liquides dans un environnement de très bas niveau des taux d'intérêt et l'impact des mesures de politique monétaire de la BCE ont continué de soutenir la croissance de M3. La croissance annuelle de M1 s'est inscrite en hausse, à 9,7 % en septembre (après 9,5 % en août), et a continué d'apporter la principale contribution à la croissance de M3.

Graphique 9
M3 et ses contreparties

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



Source : BCE.

Notes : Les concours au secteur privé recouvrent les prêts des institutions financières monétaires (IFM) au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres émis par le secteur privé non-IFM de la zone euro. Par conséquent, ils comprennent les titres de créance détenus par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). La dernière observation se rapporte à septembre 2017.

Les contreparties domestiques demeurent le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large. En premier lieu, les achats d'obligations d'État par l'Eurosystème réalisés dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) ont continué d'avoir un impact positif considérable sur la croissance de M3 (cf. les barres orange du graphique 9). Deuxièmement, le redressement graduel de la croissance des concours au secteur privé a également eu des effets positifs sur la croissance de M3 (cf. les barres bleues du graphique 9). Cela concerne à la fois les concours des IFM au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres émis par le secteur privé non-IFM de la zone euro. Ces derniers incluent également les achats réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du CSPP. Troisièmement, le taux de variation annuel négatif des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) a soutenu la croissance de M3 (incluse avec les autres contreparties de M3 dans les barres vert foncé du graphique 9). Cette évolution s'explique en partie par l'attractivité limitée des dépôts à long terme et des obligations bancaires dans un environnement de courbe des rendements

relativement plate. En revanche, la contribution à M3 des créances des IFM hors Eurosystem sur les administrations publiques est restée négative (cf. les barres vert clair du graphique 9).

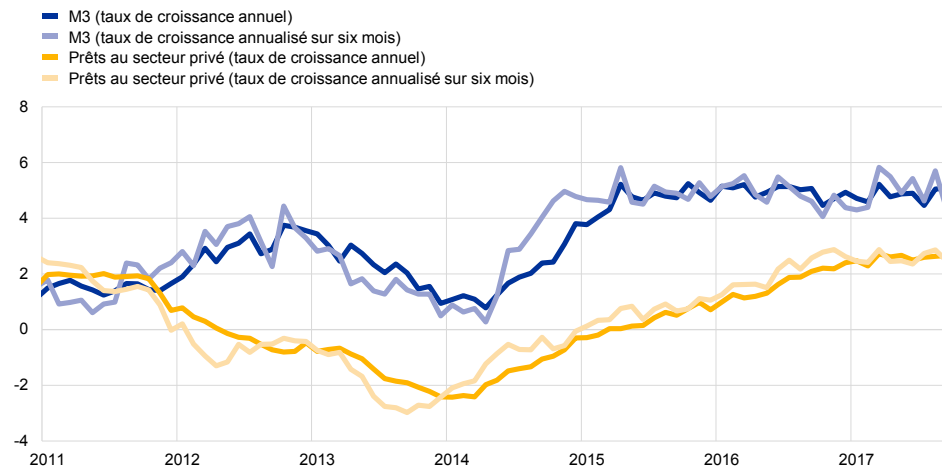
La position extérieure nette des IFM a continué d'exercer une pression à la baisse sur la croissance annuelle de M3 (cf. les barres jaunes dans le graphique 9), ce qui s'explique en partie par les cessions d'emprunts publics de la zone euro effectuées par les non-résidents dans le cadre du PSPP. Dans le même temps, les sorties annuelles enregistrées au titre de la position extérieure nette se sont légèrement atténuées, en partie sous l'effet d'une hausse des achats nets de titres de la zone euro autres que des emprunts publics par les non-résidents, qui n'a pas complètement contrebalancé les cessions nettes par les non-résidents d'emprunts publics de la zone euro.

Le redressement graduel de la croissance des prêts se poursuit. Le taux de croissance annuel des prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle) a légèrement augmenté en septembre (cf. graphique 10). Dans les différents secteurs, le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières (SNF) a légèrement augmenté, ressortant à 2,5 % en septembre (après 2,4 % en août), tandis que celui des prêts aux ménages est demeuré inchangé, à 2,7 % (cf. l'encadré intitulé « Les tendances récentes du crédit à la consommation dans la zone euro » dans ce numéro du *Bulletin économique*). La baisse significative des taux débiteurs bancaires observée dans la zone euro depuis mi-2014 (notamment en raison des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE) et l'amélioration globale des conditions d'octroi des prêts bancaires ont favorisé le redressement de la croissance des prêts. De plus, les banques ont réalisé des progrès en matière d'assainissement de leur bilan, même si le niveau des créances douteuses demeure élevé dans certains pays et pourrait peser sur la capacité d'intermédiation des banques.

Graphique 10

M3 et prêts au secteur privé

(taux de croissance annuel et taux de croissance annualisé sur six mois)



Source : BCE.

Notes : Les prêts sont corrigés des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dernière observation se rapporte à septembre 2017.

L'enquête d'octobre 2017 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro

suggère que la croissance des prêts continue d'être soutenue par

l'augmentation de la demande des entreprises et des ménages et par

l'assouplissement des critères d'octroi des prêts aux ménages.

Au troisième trimestre 2017, les critères d'octroi des prêts au logement accordés aux ménages se sont assouplis, tandis qu'ils sont demeurés globalement inchangés pour les prêts aux entreprises. Les pressions concurrentielles et la perception d'une réduction des risques liée à l'amélioration des perspectives économiques ont eu un effet d'assouplissement des critères d'octroi tant pour les prêts aux entreprises que pour les prêts aux ménages. Les banques ont également déclaré que la demande nette était en hausse pour toutes les catégories de prêts. La croissance de la FBCF, l'activité de fusion-acquisition, la faiblesse générale des taux d'intérêt et les perspectives favorables sur le marché de l'immobilier résidentiel ont apporté de fortes contributions positives à la demande de prêts. Selon les établissements interrogés, le programme d'achats d'actifs de la BCE a continué d'exercer un effet d'assouplissement sur les modalités et conditions attachées aux prêts au cours des six derniers mois, tout en ayant une incidence négative sur la rentabilité des banques. Les banques de la zone euro ont également déclaré que le taux négatif de la facilité de dépôt de la BCE continuait de peser sur leurs taux débiteurs et d'avoir un effet positif sur les volumes de prêts accordés aux entreprises et aux ménages de la zone euro au cours des six derniers mois.

Les taux débiteurs bancaires appliqués aux prêts aux SNF et aux ménages se sont maintenus à leurs points bas historiques, ou à des niveaux proches.

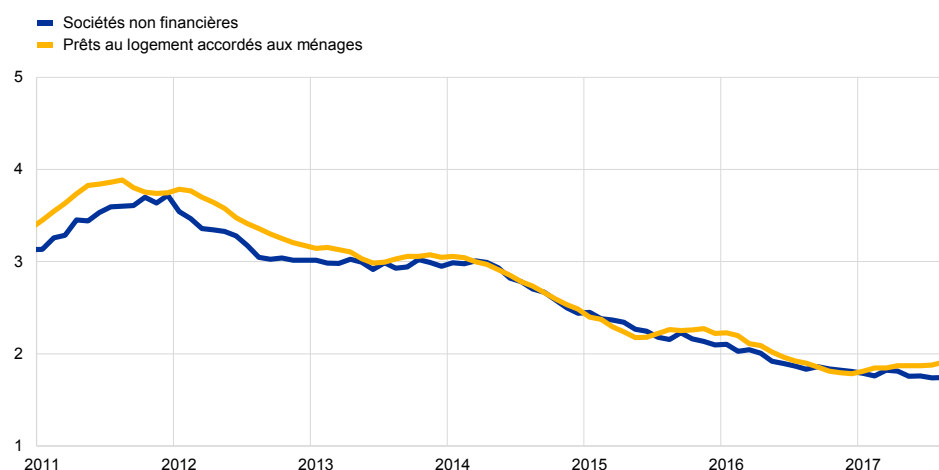
En août 2017, le taux d'intérêt composite sur les prêts aux SNF s'est maintenu au point bas historique de 1,74 %, qu'il avait atteint en juillet. Pour les ménages, le taux débiteur composite sur les prêts au logement a continué de s'inscrire en faible hausse, à 1,91 % en août, par rapport à son point bas historique de 1,78 % atteint en décembre 2016 (cf. graphique 11). Les taux d'intérêt composites sur les prêts

consentis aux SNF et aux ménages ont enregistré un recul plus marqué que les taux de référence du marché depuis l'annonce, en juin 2014, des mesures d'assouplissement du crédit de la BCE. Entre mai 2014 et août 2017, les taux débiteurs composites des prêts consentis aux SNF et aux ménages de la zone euro ont fléchi de 119 et 100 points de base, respectivement. La réduction des taux des prêts bancaires consentis aux SNF a été particulièrement forte dans les pays vulnérables, ce qui indique une transmission plus homogène de la politique monétaire aux taux débiteurs des banques dans la zone euro. Au cours de la même période, l'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de très faible montant (inférieur ou égal à 250 000 euros) et ceux pratiqués sur les prêts de montant élevé (supérieur à 1 million) dans la zone euro s'est considérablement réduit, signe d'une amélioration notable des conditions de financement des petites et moyennes entreprises par rapport à celles des grandes entreprises.

Graphique 11

Taux débiteurs bancaires composites appliqués aux sociétés non financières et aux ménages

(en pourcentage annuel)



Source : BCE.

Notes : Les taux débiteurs bancaires composites sont calculés en agrégeant les taux à court terme et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. La dernière observation se rapporte à août 2017.

Les émissions nettes de titres de créance par les SNF de la zone euro se sont inscrites en hausse au troisième trimestre 2017. Les dernières données de la BCE montrent qu'en juillet et en août 2017, la somme des flux nets de titres de créance émis par les SNF est ressortie en légère hausse par rapport au deuxième trimestre 2017. Selon les données de marché récentes, l'activité d'émission s'est légèrement renforcée en septembre et en octobre. Les émissions nettes d'actions cotées par les SNF sont devenues légèrement négatives en juillet et en août 2017 en raison de rachats d'actions en juillet.

Les coûts de financement des SNF de la zone euro demeurent favorables.

Selon les estimations, le coût nominal total du financement externe des SNF, qui comprend le crédit bancaire, l'émission de dette sur le marché et le financement par émission d'actions, a diminué, ressortant à 4,4 % environ en septembre et pour la première quinzaine d'octobre 2017. Le coût estimé du financement s'établit ainsi à

quelque 35 points de base au-dessus du point bas historique de juillet 2016, mais il reste sensiblement inférieur au niveau observé à l'été 2014. Les deux-tiers du recul du coût total estimé du financement observé depuis juillet 2017 s'expliquent par les évolutions du coût des fonds propres. De plus, le coût estimé de l'endettement, exprimé comme la moyenne pondérée du coût des crédits bancaires et du coût de l'endettement de marché, a également légèrement baissé, atteignant de nouveaux points bas historiques. Le CSPP de la BCE contribue à la modération du coût de l'endettement de marché.

Encadrés

1

Les échanges commerciaux contribuent-ils à expliquer la croissance de la productivité ?

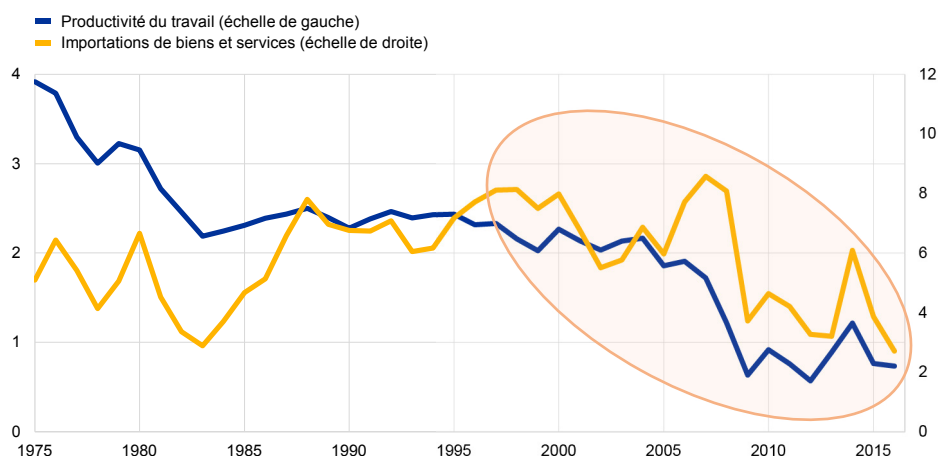
Le présent encadré examine l'effet du commerce sur la croissance de la productivité du travail à moyen terme pour les principales économies émergentes et avancées, dans un contexte de baisse de la productivité et de ralentissement des échanges au niveau mondial. La théorie économique considère qu'il existe une relation positive entre échanges commerciaux et productivité, suggérant qu'une participation plus large au commerce international entraîne une amélioration de la productivité.

La croissance de la productivité du travail et des échanges mondiaux s'essouffle depuis la fin des années 1990. Cette décélération s'est nettement intensifiée après le début de la crise financière mondiale, en 2007. La productivité du travail, définie comme le PIB en volume divisé par le nombre de travailleurs, s'est ralentie dans les économies avancées, revenant de taux de croissance globalement stables de 2 % environ avant la crise à des taux de moins de 1 %. Dans le même temps, le taux de croissance des importations des pays de l'OCDE est revenu de 7 % environ durant les vingt années ayant précédé la crise à moins de 3 % ces dernières années (cf. graphique A).

Graphique A

Croissance de la productivité du travail et des échanges commerciaux dans les économies avancées

(en pourcentage de moyennes mobiles sur 5 ans)



Sources : Calculs de la BCE, OCDE et *The Conference Board* 2016.

Notes : La productivité du travail est une moyenne pondérée pour les économies avancées sur la base de la parité de pouvoir d'achat du PIB et se rapporte à la production par travailleur.

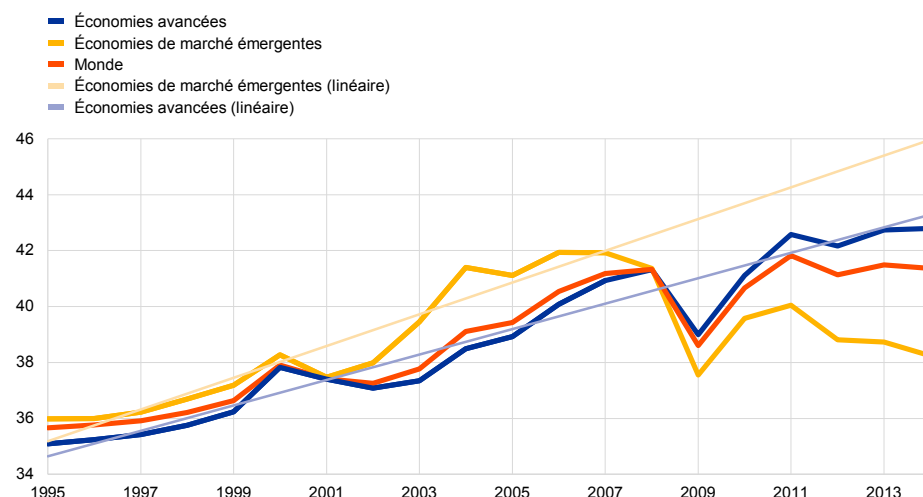
L'essoufflement récent de l'expansion des chaînes de valeur mondiales (CVM) constitue une caractéristique fondamentale du ralentissement des échanges mondiaux. Au cours des dernières années, la part des échanges liés aux CVM dans le commerce mondial a oscillé autour de 41 % (cf. graphique B). Une analyse plus

détaillée met au jour des divergences importantes entre pays. Tandis que, dans les économies avancées, cette part est demeurée plus proche de sa tendance antérieure à la crise, la fragmentation internationale des chaînes d'approvisionnement s'est ralentie et même partiellement inversée dans les économies de marché émergentes après la crise financière.

Graphique B

Participation aux chaînes de valeur mondiales

(échanges liés aux CVM en pourcentage du commerce mondial)



Source : Borin (A.) et Mancini (M.), « Follow the value added: bilateral gross export accounting », *Temi di discussione*, n° 1026, Banca d'Italia, 2015.

Notes : La participation aux CVM est mesurée par la teneur en importations des exportations combinée à la part des exportations qui sont ensuite transformées et réexportées par les partenaires commerciaux. Les données sous-jacentes sont nominales ; la mesure a été ajustée pour exclure la valeur ajoutée dans les secteurs de l'énergie afin d'éviter une distorsion de la mesure due aux variations du prix du pétrole.

La théorie économique considère qu'il existe une relation positive entre le commerce et la productivité, la participation aux échanges étant vue comme favorisant les gains de productivité. Les modèles récents concernant le lien entre échanges commerciaux et productivité se concentrent sur l'effet du commerce sur la concurrence. Selon ce cadre théorique, une exposition plus élevée aux biens échangés accroît la concurrence entre entreprises hétérogènes, entraînant une réallocation des ressources vers des entreprises plus productives, tandis que les entreprises les moins productives sont obligées de sortir du marché (par exemple, Melitz² ; Melitz et Ottaviano³, entre autres). La concurrence accrue qui résulte des produits importés incite les entreprises à investir dans l'amélioration de la technologie, tandis que la disponibilité d'une gamme plus large de biens de consommation intermédiaire peut entraîner une baisse du coût des consommations intermédiaires pour les entreprises. Du côté des exportations, les possibilités de développement sur des marchés (d'exportation) plus étendus incitent à améliorer l'efficacité ou la qualité de la production, dopant ainsi la productivité au sein des entreprises.

² Melitz (M.), « The impact of trade on intra-industry reallocations and aggregate industry productivity », *Econometrica*, vol. 71, n° 6, 2003, p. 1695-1725.

³ Melitz (M.) et Ottaviano (G.), « Market size, trade, and productivity », *Review of Economic Studies*, vol. 75, 2008, p. 295-316.

Avec la disponibilité plus large des données sur la participation aux CVM, un courant plus récent de la littérature examine le lien entre la productivité et l'interaction entre entreprises au sein des chaînes de valeur mondiales. Deux mécanismes font état de hausses de la productivité résultant de l'interaction entre entreprises au sein des chaînes de valeur mondiales. Premièrement, en externalisant une partie de la production à des fournisseurs internationaux, des gains d'efficacité sous la forme de baisse de coûts ou d'amélioration de la qualité sont réalisés, qui accroissent la productivité. Deuxièmement, rejoindre les chaînes de production mondiales entraîne généralement un effet de diffusion des connaissances, qui réduit la distance à la frontière technologique, dopant ainsi la productivité au niveau des entreprises. La littérature relative au lien entre participation aux CVM, échanges commerciaux et productivité ne s'est développée que récemment. Par exemple, Schwörer ⁴ utilise des données européennes pour démontrer que la délocalisation de certaines activités peut accroître la productivité au niveau des entreprises. Constantinescu *et al.* ⁵ observent que la participation aux CVM est associée à une productivité du travail plus élevée au plan mondial.

Un modèle empirique est utilisé pour étudier les différents canaux de transmission entre croissance des échanges commerciaux et croissance de la productivité. En particulier, le modèle de référence est une régression sur données de panel à effets fixes expliquant la productivité du travail à l'aide d'un ensemble de variables relatives aux échanges commerciaux qui rendent compte des canaux d'importations et des canaux d'exportations, ainsi que des échanges commerciaux liés aux CVM. On utilise deux mesures des CVM - l'une reflète le contenu en importations des exportations (participation en amont aux CVM) et l'autre ajoute les exportations qui sont transformées et réexportées par le partenaire commercial (participation en aval aux CVM). L'échantillon de données est annuel et recouvre 13 secteurs manufacturiers dans un ensemble de 40 économies de marché avancées et émergentes sur la période 1996-2007. Sur la base des travaux de Bernard, Jensen et Schott ⁶, les données sont divisées en périodes de 3 ans sans chevauchement, l'évolution des variables relatives aux échanges commerciaux et aux CVM sur une période de 3 ans donnée expliquant la variation de la productivité sur les 3 années suivantes ⁷.

Les résultats suggèrent une relation positive et significative entre la productivité et les échanges internationaux (en termes réels). Pour le secteur manufacturier (hors activités liées au pétrole), la régression figurant dans la colonne (1) du tableau montre un lien positif entre le taux de croissance des exportations totales et des importations totales de biens et services, d'une part, et la croissance de la productivité du travail, d'autre part. Lorsque, au sein des échanges

⁴ Schwörer (T.), « *Offshoring, domestic outsourcing and productivity: evidence for a number of European countries* », *Review of World Economics*, vol. 149, 2013, p. 131-149.

⁵ Constantinescu (C.), Mattoo (A.) et Ruta (M.), « *Does vertical specialization increase productivity?* », Banque mondiale, *Document de travail de recherche sur les politiques* 7978, 2017.

⁶ Bernard (A.), Jensen (J.) et Schott (P.), « *Trade costs, firms and productivity* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 53, 2006, p. 917-937.

⁷ Ce choix de modélisation permet de se prémunir des problèmes d'endogénéité et d'expliquer la dimension temporelle potentielle durant laquelle le transfert de connaissances et les effets de la concurrence se matérialisent.

commerciaux, on distingue les biens finaux des biens intermédiaires, les résultats montrent que les importations en volume de biens et services intermédiaires dominent l'effet des échanges commerciaux sur la productivité. Cela suggère que les gains d'efficacité plus importants liés au commerce résultent à la fois d'une concurrence accrue sur le marché intérieur et de l'accès à des coûts réduits en termes de consommations intermédiaires.

Parmi les variables relatives au commerce, les échanges liés aux CVM constituent le facteur le plus pertinent en termes de productivité et, par conséquent, d'activité. Lorsque, au sein des importations de biens intermédiaires, on distingue les importations liées aux CVM des importations non-liées aux CVM, seuls les échanges liés aux CVM sont statistiquement significatifs pour la productivité du travail. Cela suggère qu'au-delà des gains de productivité provenant du canal des coûts des consommations intermédiaires, l'intégration internationale des processus de production fournit une source supplémentaire de croissance de la productivité du travail, peut-être par le biais d'effets de transferts de connaissance. Toutes choses égales par ailleurs, une hausse de 10 points de pourcentage de la croissance des échanges liée aux CVM accroît la croissance de la productivité d'environ 0,5 point de pourcentage. D'un point de vue qualitatif, les résultats sont similaires pour la participation aux CVM, tant en amont qu'en aval.

Tableau

Résultats de la régression ; secteur manufacturier (hors pétrole)

(variable dépendante : productivité du travail ; toutes les variables sont exprimées en différences logarithmiques ; toutes les variables relatives aux échanges commerciaux et aux CVM sont décalées d'une période)

	Ensemble des pays				Économies avancées		BRIC	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(3)	(4)	(3)	(4)
Capital/travailleur	0,405***	0,404***	0,410***	0,411***	0,289***	0,291***	0,332***	0,326***
Exportations totales	0,052***							
Importations totales	0,007							
Exportations finales		-0,014						
Exportations intermédiaires		0,029						
Importations finales		-0,005	-0,004	-0,004	-0,026	-0,026	-0,072	-0,070
Importations intermédiaires		0,076*						
Importations int. hors CVM			0,015	0,0151	0,025*	0,025*	0,0401	0,0393
Participation en amont aux CVM			0,045**		0,041*		0,136*	
Participation en aval aux CVM				0,054**		0,049*		0,152
Observations	1032	1032	1012	1012	728	728	104	104
R2	0,450	0,453	0,459	0,460	0,467	0,468	0,468	0,468

Source : Estimations des services de la BCE.

Notes : La période d'échantillonnage recouvre la période 1996-2007 et est divisée en quatre moyennes de périodes de trois ans. La régression inclut les effets fixes par pays par période afin de saisir les différences technologiques entre les pays et dans le temps. Les effets fixes au niveau sectoriel ont été supprimés de la régression, car ils ne sont pas significatifs. Toutes les variables sont exprimées en termes réels. Les astérisques indiquent la signification statistique au seuil de 10 % (un astérisque), 5 % (deux astérisques) et 1 % (trois astérisques) sur la base d'écarts-type robustes.

Toutefois, l'importance relative des mesures des échanges commerciaux liés aux CVM pour la productivité diffère entre les économies avancées et les grandes économies de marché émergentes. Dans les économies avancées, l'approximation plus large des échanges liés aux CVM (qui inclut la participation en aval) exerce une incidence légèrement plus prononcée sur la productivité que la mesure plus étroite (participation en amont), ce qui se justifie par le canal renforcé de l'apprentissage par l'exportation. La grandeur des coefficients estimés sur la mesure de la participation aux CVM en amont est significativement plus importante pour les principales économies de marché émergentes (Brésil, Russie, Inde et Chine - BRIC) que dans les économies avancées. Cela suggère que, dans ces pays, la productivité retire davantage de bénéfices de la participation en amont, alors que l'approximation plus large des échanges liés aux CVM se révèle insignifiante à la marge.

Au total, l'analyse suggère que les échanges mondiaux, et en particulier la participation aux CVM, exercent une incidence significative sur la productivité du travail à moyen terme. Par conséquent, un nouvel affaiblissement du commerce mondial, en raison par exemple d'un recours plus important aux mesures protectionnistes, pourrait induire des coûts significatifs au plan économique en termes de ralentissement de la croissance de la productivité du travail.

Lors de sa réunion du 26 octobre 2017, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de recalibrer le programme étendu d'achats d'actifs (APP). Il a confirmé que les achats au titre de l'APP se poursuivront au rythme mensuel actuel de 60 milliards d'euros jusqu'à fin décembre 2017 et que, à partir de janvier 2018, les achats nets d'actifs devraient continuer à un rythme mensuel de 30 milliards d'euros jusqu'en septembre 2018 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Conformément à sa communication récente, le Conseil des gouverneurs a réaffirmé qu'il se tenait prêt à accroître le volume et/ou à allonger la durée de l'APP si les perspectives devenaient moins favorables ou si les conditions financières ne permettaient plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation. Le Conseil des gouverneurs a également confirmé que l'Eurosystème procéderait au réinvestissement des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la fin de ses achats nets d'actifs et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire afin de contribuer à des conditions de liquidité favorables et de maintenir une orientation appropriée de la politique monétaire. Cet encadré explique les raisons de la décision du Conseil des gouverneurs de recalibrer l'APP ainsi que les principaux canaux de transmission du programme.

Les raisons à l'origine du recalibrage de l'APP

En janvier 2015, le Conseil des gouverneurs a décidé d'introduire l'APP afin de remédier aux risques d'une période trop prolongée de faible inflation. De mars 2015 à mars 2016, l'Eurosystème a procédé à des achats de titres du secteur privé et du secteur public au rythme de 60 milliards d'euros par mois. Afin d'accélérer le retour des taux d'inflation à des niveaux compatibles avec la définition de la stabilité des prix de la BCE, les achats mensuels ont été portés à 80 milliards d'euros entre avril 2016 et mars 2017. En décembre 2016, le Conseil des gouverneurs a annoncé un recalibrage de l'APP consistant à prolonger les achats nets jusqu'à décembre 2017 au rythme mensuel moins élevé de 60 milliards d'euros. Après la décision du 26 octobre 2017, le rythme mensuel sera encore réduit à 30 milliards d'euros à compter de janvier 2018 et les achats nets seront réalisés jusqu'en septembre 2018.

Le recalibrage de l'APP reflète une confiance croissante dans la convergence progressive des taux d'inflation vers l'objectif de la BCE, sous l'effet d'une expansion économique de plus en plus robuste et généralisée, d'une hausse des mesures de l'inflation sous-jacente et de la poursuite de la transmission effective des mesures de politique monétaire du Conseil des gouverneurs aux conditions de financement de l'économie réelle. Les indicateurs économiques vont dans le sens d'une dynamique de croissance persistante au second semestre 2017. La reprise mondiale généralisée devrait favoriser les exportations de la zone euro au cours des prochains mois. La consommation privée est confortée par la hausse de l'emploi, sous l'effet en partie des réformes antérieures des marchés du travail, et par

l'augmentation de la richesse des ménages. Le rebond conjoncturel de l'investissement continue de bénéficier des conditions de financement très favorables et des améliorations de la rentabilité des entreprises. De nouveaux éléments indiquent que les mesures de l'inflation sous-jacente se sont inscrites en hausse, mais elles doivent encore montrer davantage de signes convaincants d'une remontée durable. En définitive, une orientation monétaire significativement accommodante demeure indispensable pour aviver peu à peu les tensions inflationnistes sous-jacentes et favoriser une évolution de l'inflation totale à moyen terme compatible avec la définition de la stabilité des prix de la BCE.

L'ampleur et la durée des achats d'actifs sont calibrés de manière à parvenir à une configuration donnée de la courbe des rendements et donc, indirectement, à des conditions de financement en adéquation avec l'objectif d'inflation de la BCE. En tenant compte de l'ajustement endogène de l'ensemble des conditions de marché – notamment les taux débiteurs bancaires, les obligations du secteur des entreprises et les créances hypothécaires, ainsi que le taux de change de l'euro – le calibrage de l'APP vise à apporter à l'économie le degré de stimulation nécessaire afin de favoriser une évolution de l'inflation conforme à la définition de la stabilité des prix de la BCE.

Les canaux de transmission de l'APP

Il est possible d'influer sur le niveau et le profil de la courbe des rendements en agissant sur deux composantes des taux d'intérêt à long terme, à savoir les anticipations et la prime de terme. La composante des anticipations reflète les anticipations des marchés concernant la trajectoire future des taux d'intérêt à court terme, sur lesquels les taux directeurs influent plus directement. La prime de terme reflète le rendement additionnel reçu par un investisseur à titre de compensation du risque de duration auquel il s'expose, c'est-à-dire les pertes de portefeuille qu'il pourrait subir sur des obligations dont la durée résiduelle est longue, si les taux d'intérêt augmentaient de façon inattendue.

En faisant l'acquisition d'obligations à échéance longue, l'Eurosystème absorbe en partie le risque de duration qui pèserait sinon sur les investisseurs privés. En annonçant que, dans le cadre de l'APP, elle retirera un stock d'obligations à long terme donné sur un horizon donné – et donc éliminera une partie du risque de duration qui devrait sinon être assumé par le marché – la BCE peut influencer la prime de terme et la courbe des rendements d'une manière générale. En réduisant la prime de terme, l'APP exerce une pression sur les taux d'intérêt à long terme, ce qui rend l'emprunt à long terme plus abordable et favorise ainsi l'investissement et la consommation de biens durables. Avec un nombre moins élevé d'obligations à long terme disponibles, les investisseurs privés ont une capacité de bilan plus importante pour se prémunir contre le risque de duration qui subsiste sur le marché et une plus forte capacité à supporter les risques pour procéder à des arbitrages en faveur d'autres investissements, notamment l'acquisition et le financement de capital productif. Ce processus de rééquilibrage des portefeuilles est le principal mécanisme

de propagation de l'assouplissement, résultant de la réduction de la duration grâce à des interventions quantitatives, dans l'ensemble de l'économie.

En définitive, la décision du Conseil des gouverneurs reflète le diagnostic selon lequel l'ajustement durable de la trajectoire d'inflation ne s'est pas encore complètement matérialisé. Ce diagnostic repose sur l'analyse des dernières évolutions de l'inflation selon quatre critères : premièrement, l'inflation totale est en voie d'atteindre un niveau inférieur à, mais proche de 2 % sur un horizon significatif à moyen terme ; deuxièmement, il existe un degré suffisant de confiance dans la convergence durable de l'inflation et dans sa stabilisation autour de ces niveaux ; troisièmement, les évolutions de l'inflation seront auto-entretenues, ce qui permettra le maintien de cette trajectoire en dépit d'un soutien réduit de la politique monétaire. Et enfin, l'indicateur utilisé est l'inflation dans la zone euro, et non les taux d'inflation des différents pays. L'expansion économique en cours donne des raisons d'avoir confiance dans la convergence graduelle de l'inflation vers l'objectif de la BCE, mais il faut faire preuve de patience. Le recalibrage de l'APP reflète le fait que, indépendamment de la réduction du rythme mensuel des achats, une orientation très accommodante de la politique monétaire demeure indispensable pour aviver peu à peu les tensions inflationnistes sous-jacentes et soutenir l'évolution de l'inflation totale à moyen terme.

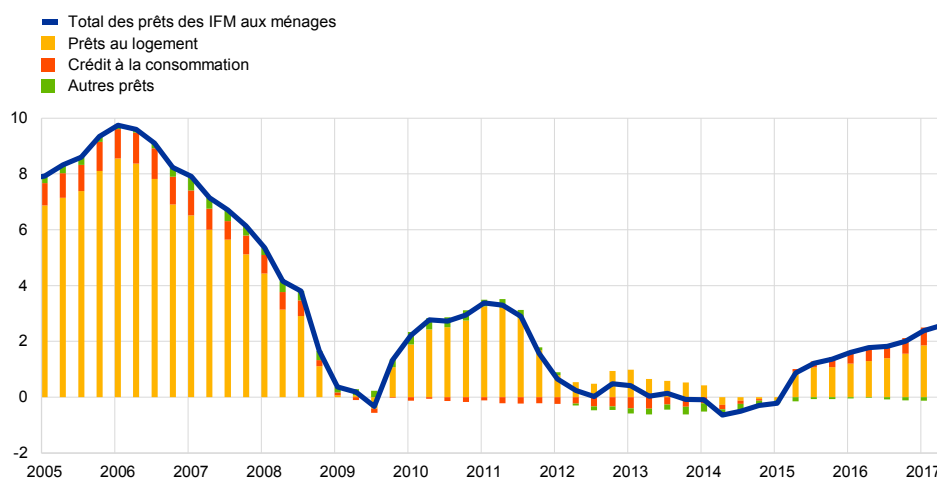
Les tendances récentes du crédit à la consommation dans la zone euro

La croissance du crédit à la consommation se raffermie. Le taux de croissance annuel du total des prêts consentis par les institutions financières monétaires (IFM) aux ménages dans la zone euro s'est encore renforcé au cours des derniers mois, poursuivant ainsi le redressement progressif observé depuis 2014 (cf. graphique A). S'agissant des différentes composantes des prêts, les prêts au logement restent de loin le principal contributeur à la croissance globale des prêts accordés aux ménages. On constate également que le crédit à la consommation a augmenté de façon particulièrement rapide ces deux dernières années, atteignant presque le niveau de croissance observé avant la crise financière mondiale. Toutefois, la contribution du crédit à la consommation à la croissance totale des prêts aux ménages reste modérée et inférieure aux niveaux d'avant la crise. Cela est dû à deux facteurs : (a) le crédit à la consommation représente une proportion relativement faible du total des prêts aux ménages ; et (b) les prêts au logement – qui représentent 75 % du total des prêts des IFM aux ménages – ont continué d'augmenter ces dernières années.

Graphique A

Prêts des IFM aux ménages (ventilés par objet) dans la zone euro

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



Source : BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2017. Les données antérieures à 2015 ne sont pas corrigées des cessions de prêts ni de la titrisation.

L'augmentation des volumes de crédit à la consommation soutient la demande de biens durables des ménages.

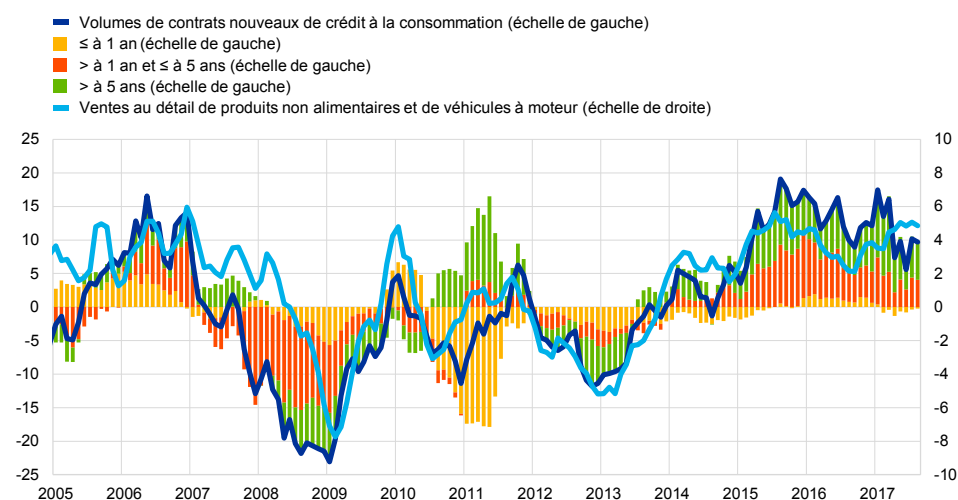
Le raffermissement du crédit à la consommation résulte d'une souscription accrue de crédits nouveaux à moyen et long terme (cf. graphique B), ces crédits dépassant de manière significative le volume de prêts arrivant à échéance. Le crédit à la consommation sert en priorité à financer des gros achats tels que les meubles, l'électroménager et les véhicules à moteur. La demande croissante de biens de ce type, et de crédits à la consommation pour les financer, a été favorisée par un regain de confiance parmi les ménages à la suite de la reprise généralisée de l'économie et de l'amélioration de la situation sur le marché

du travail, ainsi que par des taux débiteurs bancaires historiquement bas. Ces évolutions ont été renforcées par l'orientation accommodante des mesures conventionnelles et non conventionnelles de politique monétaire de la BCE. Ces mesures, conjuguées à la reprise économique, ont considérablement réduit le risque de crédit des emprunteurs, contribuant ainsi également à l'augmentation de l'offre de crédit et à l'assouplissement des critères d'octroi.

Graphique B

Volumes de contrats nouveaux de crédit à la consommation et ventes au détail dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage ; contributions en points de pourcentage ; moyennes mobiles sur trois mois)



Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à août 2017. Le taux de croissance des ventes au détail de produits non alimentaires et de véhicules à moteur correspond à la moyenne pondérée du taux de croissance des ventes au détail nominales de produits non alimentaires (hors carburant) et du taux de croissance d'un indice des ventes de véhicules à moteur établi à partir des nouvelles immatriculations de voitures particulières et corrigé de l'indice des prix concerné. La pondération est calculée sur la base des parts relatives de ces rubriques dans la consommation privée.

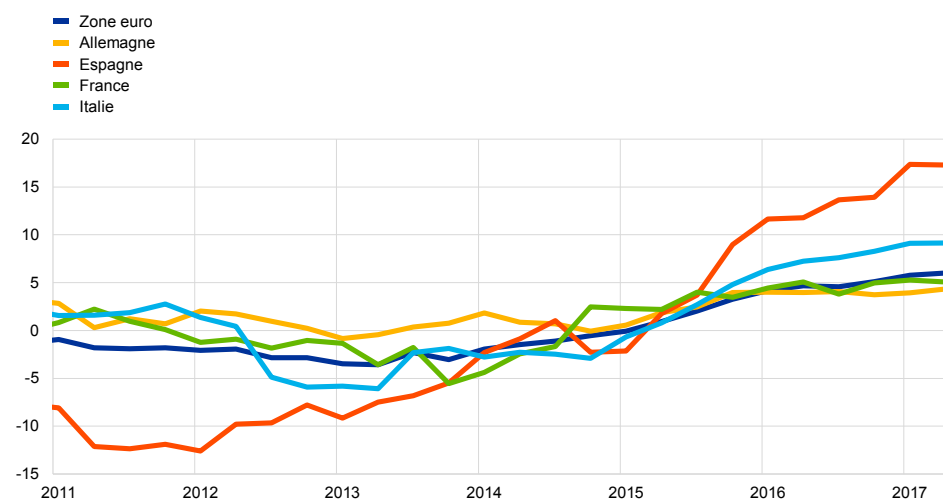
Le renforcement du crédit à la consommation concerne l'ensemble des pays de la zone euro, mais les taux de croissance correspondants varient considérablement d'un pays à l'autre.

Depuis mi-2015, le crédit à la consommation a joué un rôle clé dans le redressement du total des prêts consentis par les IFM aux ménages en Espagne et, dans une moindre mesure, en Italie. En Espagne, la hausse du crédit à la consommation est supérieure à 10 % (cf. graphique C). Cette croissance robuste doit cependant être replacée dans le contexte d'un recul important et prolongé du crédit bancaire durant la crise financière et la crise de la dette souveraine dans la zone euro. En Espagne, le crédit à la consommation est la seule composante des prêts au secteur privé qui affiche un taux de croissance annuel positif. En Italie, le crédit à la consommation représente la moitié de la croissance annuelle du total des prêts des IFM aux ménages. En Allemagne et en France, en revanche, les taux de croissance annuels du crédit à la consommation demeurent relativement modérés.

Graphique C

Crédit à la consommation dans une sélection de pays de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



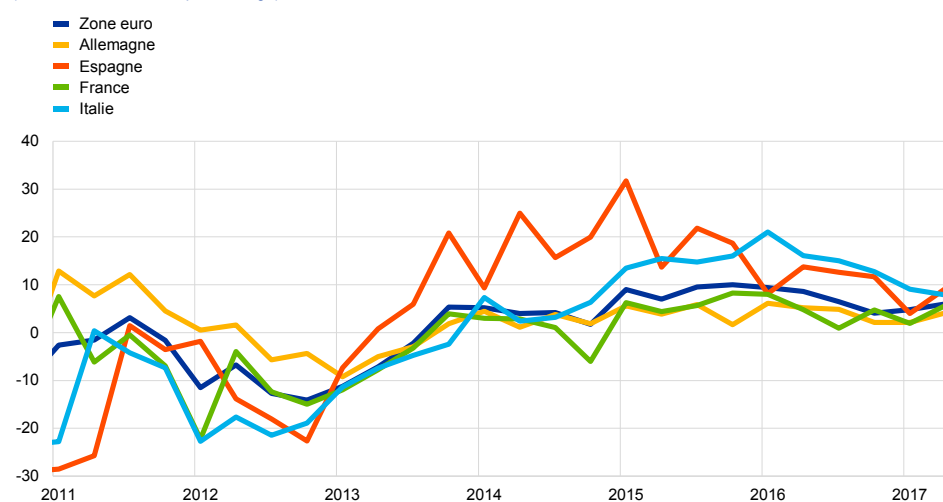
Source : BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2017. Les données antérieures à 2015 ne sont pas corrigées des cessions de prêts ni de la titrisation.

Graphique D

Nouvelles immatriculations de voitures particulières dans une sélection de pays de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2017.

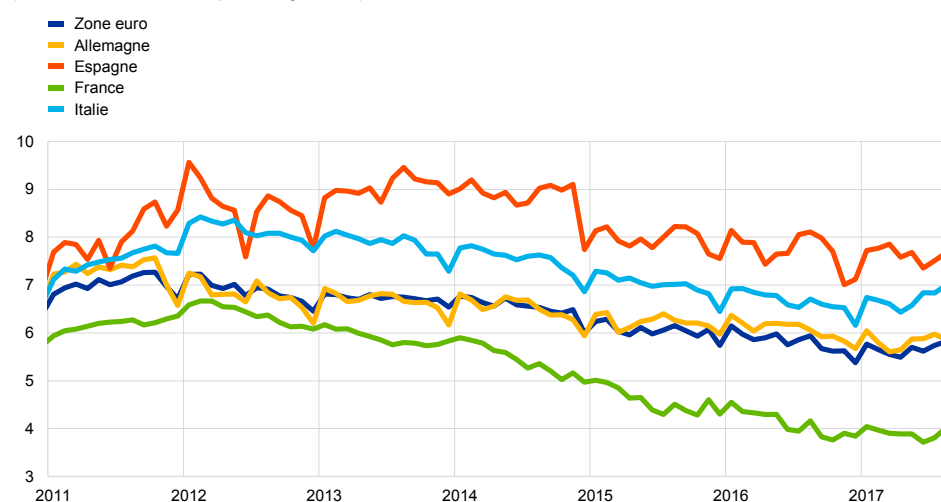
Les disparités constatées entre les pays s'agissant de la dynamique du crédit à la consommation sont globalement cohérentes avec les évolutions récentes des achats de voitures neuves et des conditions de financement. En Espagne et en Italie, les nouvelles immatriculations de voitures particulières se sont nettement renforcées ces dernières années (cf. graphique D), ce qui a coïncidé avec un crédit à la consommation devenant positif début 2015 et enregistrant une forte hausse par la suite. Les taux débiteurs bancaires nominaux sur les crédits à la consommation

ont également diminué au cours des trois dernières années, tout particulièrement en France et en Espagne (cf. graphique E). Depuis mi-2015, c'est en Espagne et en Italie que les critères d'octroi des crédits à la consommation ont été le plus assouplis (cf. graphique F), c'est-à-dire dans les pays où ils avaient été considérablement durcis après le début de la crise financière et la détérioration de la capacité des ménages à assurer le service de la dette ainsi que la dégradation des bilans des banques.

Graphique E

Taux débiteurs bancaires nominaux sur les crédits à la consommation dans une sélection de pays de la zone euro

(niveaux de taux d'intérêt en pourcentage annuel)



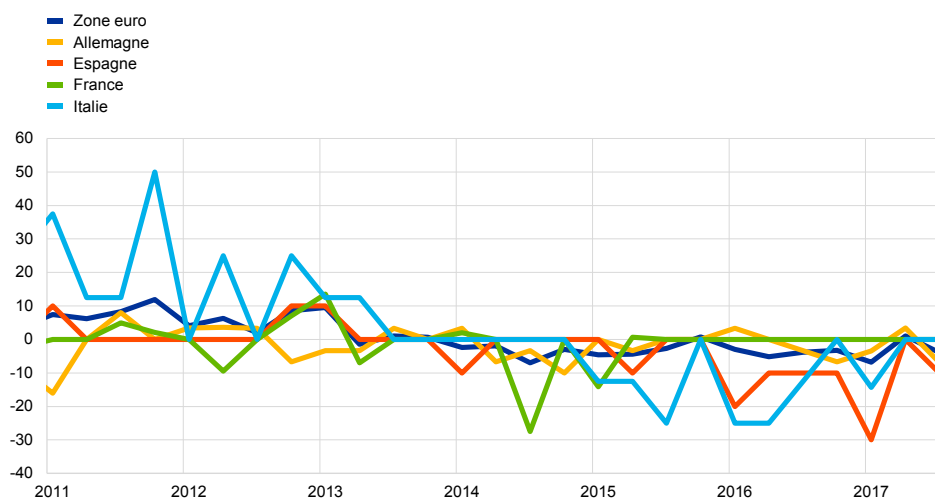
Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à août 2017.

Graphique F

Variations des critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation dans une sélection de pays de la zone euro

(pourcentage net de banques faisant état d'un durcissement des critères d'octroi)



Source : BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2017 et sont tirées de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro (publiée en octobre 2017).

Article

1 Croissance et rééquilibrage économiques en Chine et implications pour l'économie mondiale et les économies de la zone euro

Après quatre décennies de performances remarquables, l'expansion économique de la Chine a commencé à se ralentir, tandis que les déséquilibres au sein de l'économie se sont creusés. La rapidité de la croissance de l'investissement et la hausse de l'endettement ont engendré des vulnérabilités dans plusieurs secteurs. Ces risques ont été amplifiés par un accroissement de la complexité et de l'endettement dans le système financier. La Chine conserve une marge de manœuvre pour amortir d'éventuels chocs défavorables, mais une poursuite du rééquilibrage et des réformes structurelles pourrait faciliter le passage de l'économie chinoise à une trajectoire de croissance forte et durable à moyen terme. En raison de la taille du pays, de son ouverture commerciale et de sa position dominante comme consommateur de matières premières, la transition chinoise est déterminante pour les perspectives économiques mondiales. La Chine, qui joue un rôle important sur les marchés mondiaux des biens et des matières premières, présente par comparaison une intégration sur les marchés financiers internationaux beaucoup plus faible, mais qui s'accroît. Une analyse de simulation utilisant des modèles macroéconomiques globaux montre que les répercussions sur la zone euro seraient limitées dans le cas d'un léger ralentissement de la croissance du PIB de la Chine, mais importantes si l'ajustement était marqué. Toutefois, l'analyse de sensibilité souligne que les répercussions dépendent de la vigueur des différents canaux de transmission ainsi que des mesures prises en réaction par les banques centrales et les gouvernements.

1 Introduction

L'essor de la Chine a été l'une des principales réussites économiques mondiales des quarante dernières années. La production a augmenté de près de 10 % par an en moyenne depuis 1980. La Chine est devenue la deuxième puissance économique mondiale et la plus grande nation commerciale, le processus s'accompagnant d'une amélioration du niveau de vie et d'une réduction de la pauvreté.

La remarquable performance économique de la Chine a reposé à la fois sur d'importants gains de productivité et sur l'accumulation des facteurs. Une dotation en capital initialement faible et des rendements élevés du capital ont

fortement incité les entreprises à investir ⁸. Des réformes radicales, telles que le développement des initiatives pour le secteur privé dans les années 1980, la réforme des entreprises d'État dans les années 1990 et l'adhésion de la Chine à l'Organisation mondiale du commerce en 2001, ont permis d'importants gains de productivité. L'industrialisation a également bénéficié d'une offre de main-d'œuvre abondante liée à la croissance rapide de la population chinoise et à l'absorption des travailleurs venant des campagnes par les secteurs manufacturiers modernes. Cette combinaison de gains de productivité et d'accumulation des facteurs a permis une convergence rapide et un processus de rattrapage vers des niveaux de revenus plus élevés.

La Chine est cependant de plus en plus confrontée à deux défis interdépendants : un ralentissement de la croissance et une augmentation des déséquilibres. Après s'être établie à plus de 14 % en 2007, la croissance du PIB est revenue à 7 % environ l'année dernière. Ce ralentissement a été en grande partie de nature structurelle car les éléments favorables qui soutenaient la convergence rapide de la Chine s'atténuent progressivement. Selon la littérature, la croissance potentielle est revenue à 7-8 % ces dernières années, contre une moyenne de 10 % environ dans les années 1990 et 2000 (cf. graphique 1) ⁹. Le ralentissement de la croissance de la productivité et la diminution des rendements signifient que la Chine se heurte aux limites de son modèle de croissance traditionnel. Afin de garantir les perspectives à moyen terme, le pays doit conduire des réformes et trouver de nouvelles sources de croissance ¹⁰. Toutefois, le défi que représente le passage du statut de pays à revenu intermédiaire à celui de pays à revenu élevé est amplifié par le creusement des déséquilibres. En particulier, la Chine s'est fortement appuyée sur l'investissement et le crédit pour stimuler la croissance au cours de la dernière décennie. Ces déséquilibres font peser des risques croissants sur les perspectives économiques.

⁸ Pour une analyse des dépenses en capital élevées en Chine, cf. Bai (C.-E.), Hsieh (C.-T.) et Qian (Y.), « *The Return to Capital in China* », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 37(2), 2006, p. 61-102 ; Knight (J.) et Ding (S.), « *Why Does China Invest So Much?* », *Asian Economic Papers*, vol. 9(3), 2010, p. 87-117 ; et *OECD Economic Surveys: China 2013*, Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE).

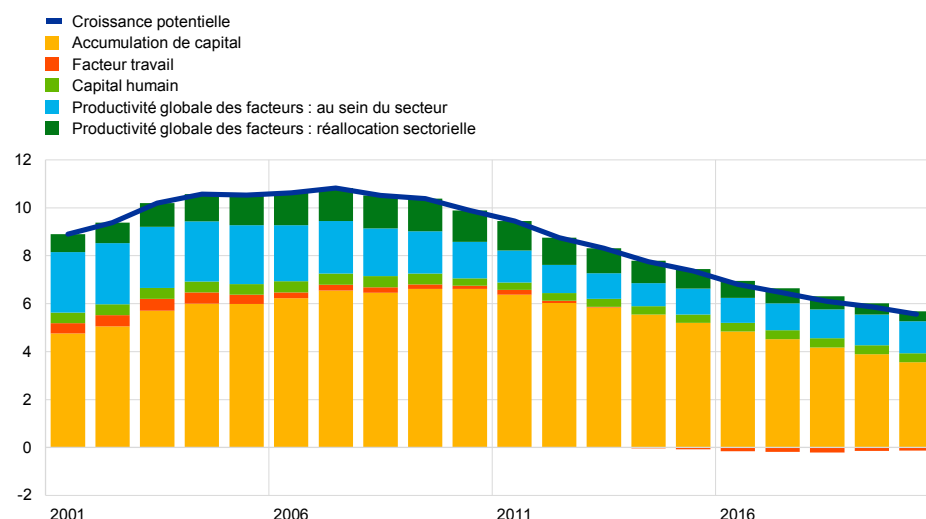
⁹ Pour une analyse des estimations de la croissance potentielle, cf. Alberola (E.), Estrada (A.) et Santabàrbara (D.), « *Growth beyond imbalances: sustainable growth rates and output gap reassessment* », *Banco de España Working Paper* n° 1313, 2013 ; Bailliu (J.), Kruger (M.), Toktamyssov (A.) et Welbourn (W.), « *How Fast Can China Grow? The Middle Kingdom's Prospects to 2030* », *Staff Working Paper* n° 16-15, Banque du Canada, 2016 ; Albert (M.), Jude (C.) et Rebillard (C.), « *The Long Landing Scenario: Rebalancing from Overinvestment and Excessive Credit Growth – Implications for Potential Growth in China* », Banque de France, Document de travail n° 572, 2015 ; Maliszewski (W.) et Zhang (L.), « *China's Growth: Can Goldilocks Outgrow Bears?* », *IMF Working Paper* n° 15/113, Fonds monétaire international (FMI), 2015 ; Anand (R.), Cheng (K. C.), Rehman (S.) et Zhang (L.), « *Potential Growth in Emerging Asia* », *IMF Working Paper* n° 14/02, Fonds monétaire international, 2014 ; et *People's Republic of China: 2014 Article IV Consultation – Staff Report*, *IMF Country Report* No 14/235, Fonds monétaire international, 2014.

¹⁰ Zilibotti décrit cela comme un processus de transition d'un modèle de croissance extensive vers une croissance tirée par l'innovation : cf. Zilibotti (F.), « *China at a Turning Point: The Difficult Transition from Investment-Led to Innovation-Led Growth* », discours introductif lors de la Conférence annuelle de la *Chinese Economic Association*, Duisburg, 1^{er} septembre 2016.

Graphique 1

Croissance potentielle en Chine

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



Sources : OCDE, Nations Unies, autorités nationales et Penn World Tables.

Notes : Estimations de la croissance potentielle et contributions à partir d'une fonction de production de Cobb-Douglas. Les contributions de la réallocation sectorielle à la croissance de la productivité globale des facteurs sont tirées de Albert (M.), Jude (C.) et Rebillard (C.) (2015). Projections après 2016

Le présent article évalue les perspectives de l'économie chinoise. Les deux sections suivantes analysent les déséquilibres actuels dans le modèle de croissance de la Chine et les perspectives de changement et de réforme. La quatrième section analyse les implications des changements économiques en Chine sur le reste de l'économie mondiale et sur l'économie de la zone euro.

2 Les déséquilibres de la Chine

Même si la structure économique déséquilibrée de la Chine est un sujet de débat au niveau international depuis un certain temps, la nature de ces déséquilibres a évolué ces dernières années. Confronté à une demande extérieure insuffisante et à un ralentissement de la croissance à la suite de la crise financière mondiale, le gouvernement chinois a réagi en dopant l'investissement intérieur. L'affaiblissement de l'environnement mondial s'est associé à la hausse de l'investissement pour entraîner une forte correction des déséquilibres extérieurs de la Chine, notamment de l'important excédent du compte des transactions courantes, qui avait atteint un pic à près de 10 % du PIB en 2007. Cette évolution a cependant eu pour contrepartie une structure économique intérieure de plus en plus asymétrique, avec notamment une forte dépendance vis-à-vis de l'investissement, une hausse de l'endettement et des risques accrus dans le secteur financier.

Le taux d'épargne exceptionnellement élevé de la Chine est à l'origine à la fois des déséquilibres extérieurs importants observés auparavant et du déséquilibre actuel de la demande intérieure. L'épargne nationale brute

représentait 46 % du PIB en Chine en 2016, l'un des taux d'épargne les plus élevés du monde ¹¹. Cette situation reflète différents facteurs, notamment les tendances démographiques, les politiques sociales qui ont limité la fourniture de services de protection sociale et de soins de santé ainsi qu'une forte inégalité de revenu et de richesse. Le bas niveau des taux appliqués aux dépôts et les restrictions imposées au compte de capital, qui pèsent sur les rendements des placements des ménages, ont une incidence négative sur le taux d'épargne. Dans certains secteurs, l'évaluation des risques et l'allocation du capital ont été biaisées, permettant un investissement intérieur soutenu et une accumulation de dette. Par conséquent, même si les profils des déséquilibres macroéconomiques de la Chine ont évolué, les causes profondes sont similaires.

Cette section examine l'évolution récente des déséquilibres de la Chine et les risques qu'ils font peser sur les perspectives économiques. La section 2.1 décrit la forte dépendance de la Chine à l'égard de l'investissement et du crédit en tant que moteurs de la croissance ainsi que les vulnérabilités engendrées par cette situation. La section 2.2 analyse comment la complexité croissante du système financier pourrait rendre l'économie plus vulnérable aux crises intérieures.

2.1 Une forte dépendance à l'égard de l'investissement et du crédit

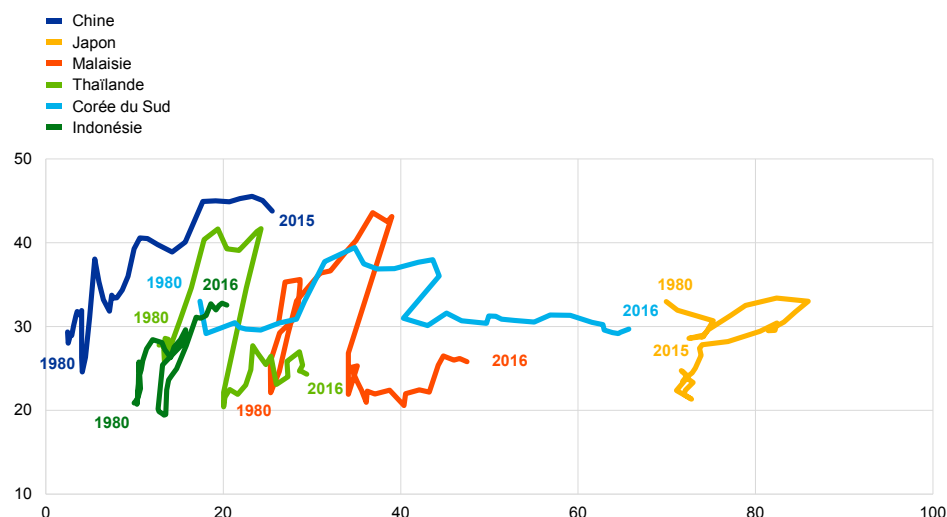
L'investissement a été particulièrement soutenu en Chine depuis la fin des années 1980. La part de l'investissement dans le PIB a progressivement augmenté, passant de 30 % environ dans les années 1980 à plus de 45 %, en moyenne, après 2009. À certains égards, les taux d'investissement élevés ont reflété le rythme rapide de la croissance économique en Chine et la faible dotation initiale en capital. Cependant, même si plusieurs pays asiatiques ont adopté par le passé des stratégies de développement similaires fondées sur une accumulation rapide de capital, la plupart de ces pays ont généralement enregistré des taux d'investissement sensiblement inférieurs à ceux observés actuellement en Chine (cf. graphique 2). Plus récemment, on a observé un rééquilibrage graduel, quoique lent, de l'investissement vers la consommation. Le ratio de l'investissement rapporté au PIB a fléchi par rapport au pic enregistré en 2011. Il demeure toutefois élevé au regard des normes internationales. De plus, le ratio du stock de capital rapporté à la production a continué d'augmenter et cette hausse s'est accompagnée d'une baisse du rendement marginal du capital et d'une atténuation de l'impulsion apportée à la croissance économique par l'investissement.

¹¹ Pour une analyse du taux d'épargne de la Chine, cf. Ma (G.) et Wang (Y.), « *China's high saving rate: myth and reality* », *BIS Working Paper* n° 312, juin 2010 ; et *People's Republic of China: Staff Report for the 2017 Article IV Consultation: Selected Issues*, Fonds monétaire international, 2017.

Graphique 2

Investissement en fonction du stade de développement

(axe des ordonnées : investissement réel, en pourcentage du PIB ; axe des abscisses : PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat (PPA), en dollars).



Sources : Perspectives de l'économie mondiale du FMI et Banque mondiale.

Notes : Pour chaque pays, PIB par habitant par rapport au PIB des États-Unis à chacun des moments considérés.

Les taux d'investissement élevés se sont également accompagnés d'une forte augmentation de l'endettement. L'envolée du crédit a débuté en 2009, les autorités cherchant à maintenir un investissement élevé face au recul des bénéfices des entreprises et de l'épargne. La dette des entreprises représente l'essentiel de cette augmentation. Même si la dette des ménages demeure plus modeste, les prêts aux ménages, notamment les prêts hypothécaires, ont fortement augmenté au cours des deux dernières années. Plus récemment, la croissance du crédit s'est ralentie mais dépasse toujours celle du PIB nominal.

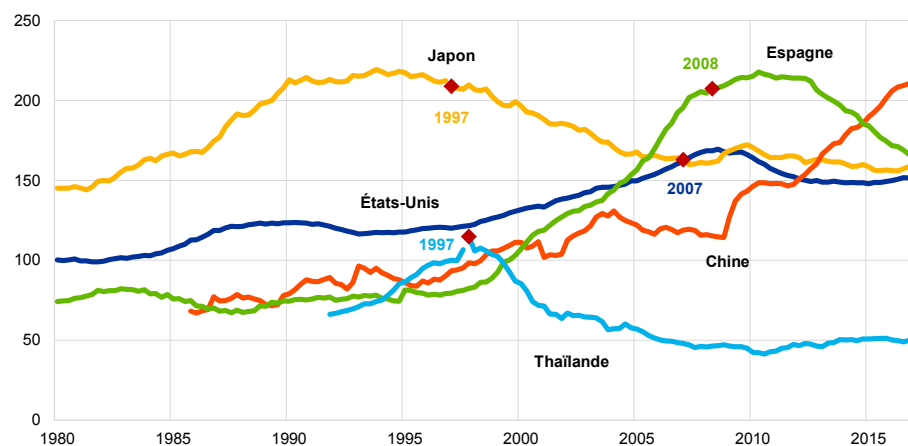
Le niveau et le taux de croissance de la dette sont tous deux exceptionnels pour le stade de développement auquel se situe la Chine. La dette rapportée au PIB du secteur privé non financier chinois, qui s'établit actuellement à 211 %, est relativement élevée par rapport aux autres économies de marché émergentes (EME) et comparable aux niveaux enregistrés dans de nombreuses économies avancées. Une croissance rapide du crédit a souvent été le prélude à une crise financière (cf. graphique 3). Même dans les pays ayant évité une véritable crise, la croissance qui suit une période d'essor tend à se ralentir fortement après la fin d'une envolée du crédit ¹².

¹² Cf. Beck (R.), Georgiadis (G.) et Straub (R.), « *The finance and growth nexus revisited* », *Economics Letters*, vol. 124(3), 2014, p. 382-385, qui examine l'argument selon lequel, au-delà d'un certain seuil d'endettement agrégé, les effets sur la croissance d'une intermédiation financière accrue peuvent diminuer ou même devenir négatifs.

Graphique 3

Ratios crédit/PIB dans une sélection de pays

(en pourcentage du PIB)



Source : Banque des règlements internationaux.

Notes : Crédits aux secteurs privés non financiers à leur valeur de marché en pourcentage du PIB. Les losanges rouges indiquent les années des crises d'après Laeven (L.) et Valencia (F.), « Systemic Banking Crises Database: An Update », IMF Working Paper, n° 12/163, 2013.

La croissance rapide de l'investissement et la hausse de l'endettement en Chine ont généré des vulnérabilités dans plusieurs secteurs : des risques sont présents dans le secteur des entreprises, les entreprises d'État, les gouvernements locaux et le marché immobilier.

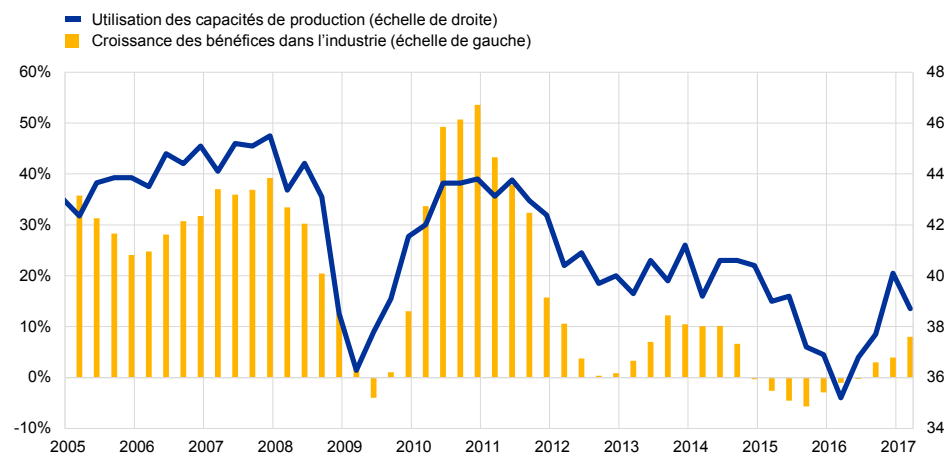
Dans le secteur des entreprises, la hausse de l'endettement et l'augmentation des capacités ont affaibli les bilans et la rentabilité. Depuis la crise financière mondiale, les capacités ont augmenté rapidement dans plusieurs secteurs et bien au-delà de la demande du marché. En dépit d'un léger rebond ces derniers mois, les enquêtes laissent penser que les taux d'utilisation des capacités de production dans les différents secteurs demeurent inférieurs aux niveaux observés avant la crise (cf. graphique 4). Les capacités excédentaires se sont révélées particulièrement problématiques dans certaines industries lourdes, notamment celles de l'acier, de l'aluminium, du ciment, du verre plat et de la construction navale¹³. Ces capacités excédentaires ont affecté la rentabilité des entreprises. La croissance des bénéfices dans le secteur industriel a été faible ces dernières années. L'analyse des données au niveau des entreprises laisse penser qu'une part importante des entreprises cotées ne dégagent pas de bénéfices suffisants pour couvrir les paiements d'intérêts (cf. graphique 5).

¹³ Cf. « Overcapacity in China: An Impediment to the Party's Reform Agenda », Chambre de commerce de l'Union européenne en Chine, 2016.

Graphique 4

Utilisation des capacités de production dans l'industrie et croissance des bénéfices

(échelle de gauche : pourcentages ; échelle de droite : indice de diffusion)

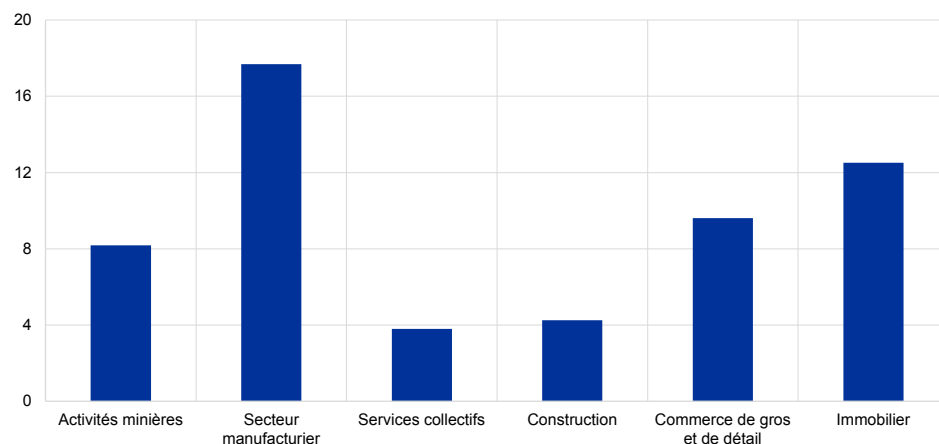


Sources : CEIC et calculs des services de la BCE.

Graphique 5

Parts de la dette à risque par secteur

(pourcentage des entreprises cotées dans chaque secteur ayant un ratio de couverture des intérêts inférieur à 1)



Sources : Base de données *Wind Economic* et calculs des services de la BCE.

Notes : Chiffres pris pour les différentes entreprises cotées en utilisant les données à partir de juin 2016. Le ratio de couverture des intérêts se rapporte au ratio bénéfices avant intérêts et impôts (EBIT)/dépendances d'intérêts, tel que calculé dans la base de données *Wind Economic*.

Ce sont en particulier les entreprises d'État qui sont à l'origine des vulnérabilités observées dans le secteur des entreprises.

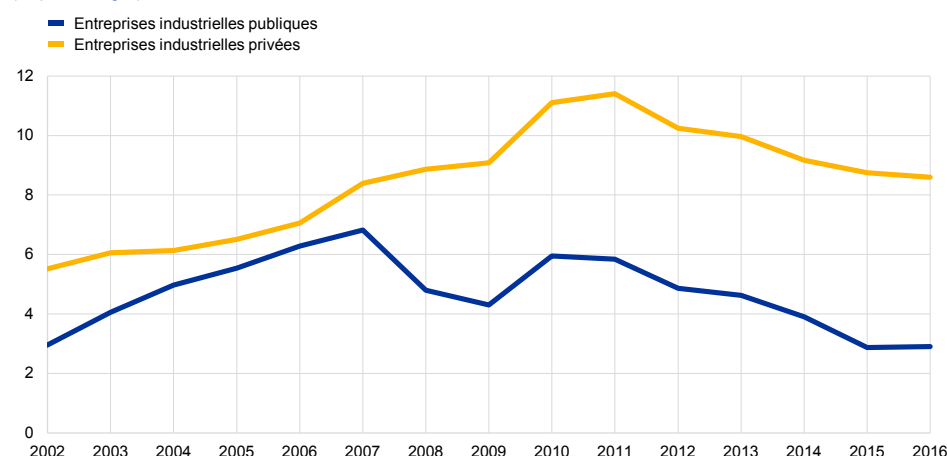
Bénéficiant d'un accès préférentiel au crédit et de garanties d'État implicites, les entreprises d'État ont été l'un des principaux moteurs de la hausse de l'endettement et de l'investissement ces dernières années. À la suite de la crise financière mondiale, le niveau élevé de l'investissement des entreprises d'État a agi comme une force contracyclique importante contre le recul de la demande mondiale ¹⁴. Toutefois, cela a eu pour

¹⁴ Cf. Wen (Y.) et Wu (J.), « *Withstanding great recession like China* », Federal Reserve Bank of St. Louis, *Working Paper* n° 2014-007A, 2014.

conséquence une diminution de la rentabilité, le rendement des actifs des entreprises d'État dans le secteur industriel chutant nettement en deçà de celui des contreparties du secteur privé (cf. graphique 6).

Graphique 6
Rendement des actifs

(en pourcentages)



Sources : CEIC et calculs des services de la BCE.

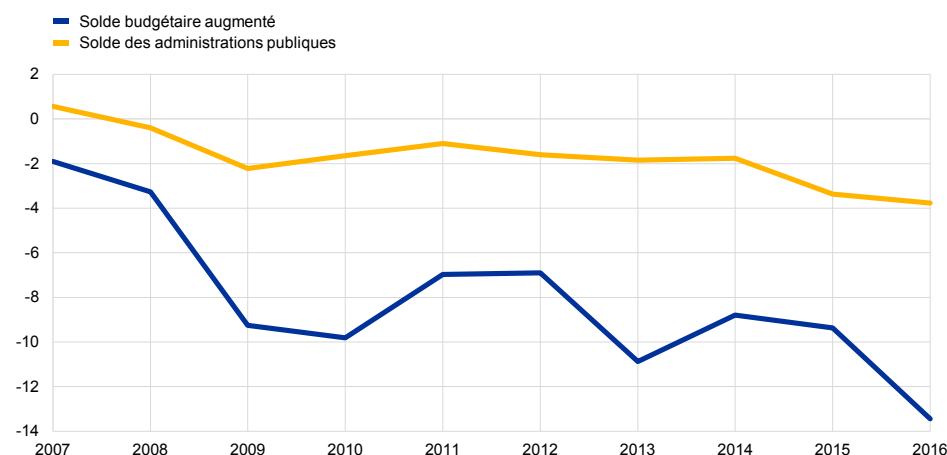
Le secteur public a également joué un rôle important par le biais de l'expansion rapide des infrastructures impulsée par les gouvernements locaux.

Une part importante de l'investissement depuis la crise financière mondiale a été constituée par les investissements en infrastructures réalisés principalement par les gouvernements locaux, qui ne sont pas autorisés à enregistrer des déficits budgétaires. Afin d'atteindre des objectifs de croissance ambitieux, ils ont eu recours à des ventes de terres et au financement hors bilan au travers de véhicules de financement des gouvernements locaux, qui ont emprunté par le biais d'émissions d'obligations ou de prêts bancaires. La prise en compte de ces financements dans les calculs d'un « déficit augmenté » laisse penser que ces dernières années, l'impulsion donnée par les administrations publiques a été nettement plus importante que ne le montrent les chiffres officiels du déficit (cf. graphique 7).

Graphique 7

Solde budgétaire

(en pourcentage du PIB)



Sources : CEIC, base de données *Wind Economic* et estimations des services de la BCE.

Notes : Le solde budgétaire augmenté correspond au solde des administrations publiques, plus les dépenses estimées des gouvernements locaux financées par des ventes de terres, des emprunts des gouvernements locaux et des emprunts hors bilan (par le biais des véhicules de financement des gouvernements locaux). La définition du déficit augmenté est proche de celle présentée dans « *People's Republic of China: Staff Report for the 2017 Article IV Consultation* », Fonds monétaire international, 2017.

Les risques ont également augmenté dans le secteur immobilier.

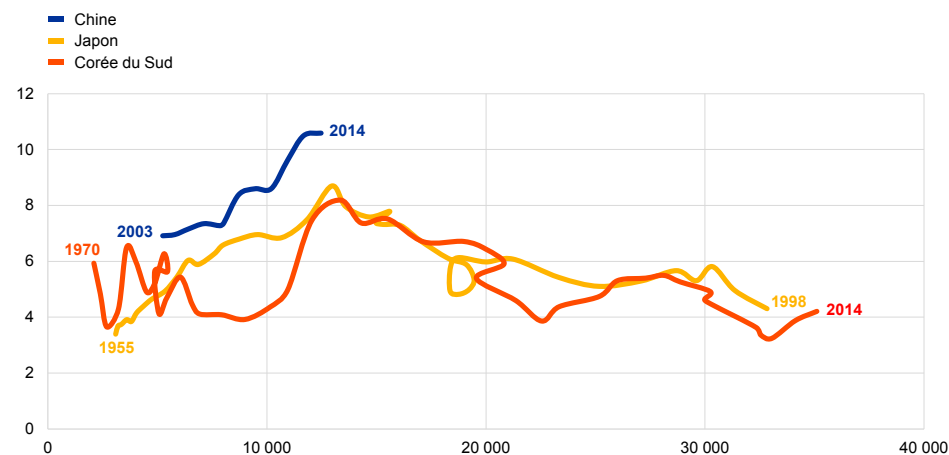
L'investissement immobilier a été l'un des principaux moteurs de la croissance rapide de l'investissement en Chine ces dernières années (cf. graphique 8). Plusieurs facteurs ont soutenu la forte demande de logements, notamment le processus d'urbanisation et la nécessité d'améliorer l'état des logements. La croissance soutenue des revenus des ménages, les taux d'épargne élevés et des possibilités limitées de se tourner vers d'autres investissements ont également contribué à faire de l'immobilier un actif attractif pour les ménages par rapport aux dépôts bancaires et au marché boursier. On observe cependant des signes de possibles déséquilibres. L'essor de l'immobilier en Chine s'est accompagné d'une hausse rapide du prix des biens immobiliers. En termes réels, les estimations d'un indice des prix corrigés de la qualité pour l'immobilier résidentiel dans 35 grandes villes chinoises ont enregistré une hausse de 10 % par an entre 2006 et 2014 ¹⁵. Dans les villes plus petites, en revanche, en dépit d'une légère amélioration l'année dernière, l'offre excédentaire sur le marché immobilier reste préoccupante, des stocks importants de biens invendus étant toujours détenus par les promoteurs. Compte tenu de la forte dépendance de la Chine à l'égard de l'immobilier, un ralentissement de ce marché pourrait nuire fortement à l'ensemble de l'économie.

¹⁵ Cf. Wu (J.), Gyourko (J.) et Deng (Y.), « *Evaluating the Risk of Chinese Housing Markets: What We Know and What We Need to Know* », *China Economic Review*, vol. 39(7), 2016, p. 91-114.

Graphique 8

Investissement résidentiel

(axe des ordonnées : investissement résidentiel en pourcentage du PIB ; axe des abscisses : PIB par habitant sur la base des PPA)



Sources : Penn World Tables et sources nationales.

Notes : Les estimations relatives à l'investissement résidentiel sont fondées sur la valeur de tous les nouveaux immeubles résidentiels selon les statistiques sur la construction de la Chine. Cf. « *The potential effects of a downturn in the Chinese housing market on the real economy* », *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, août 2014, p. 17-19.

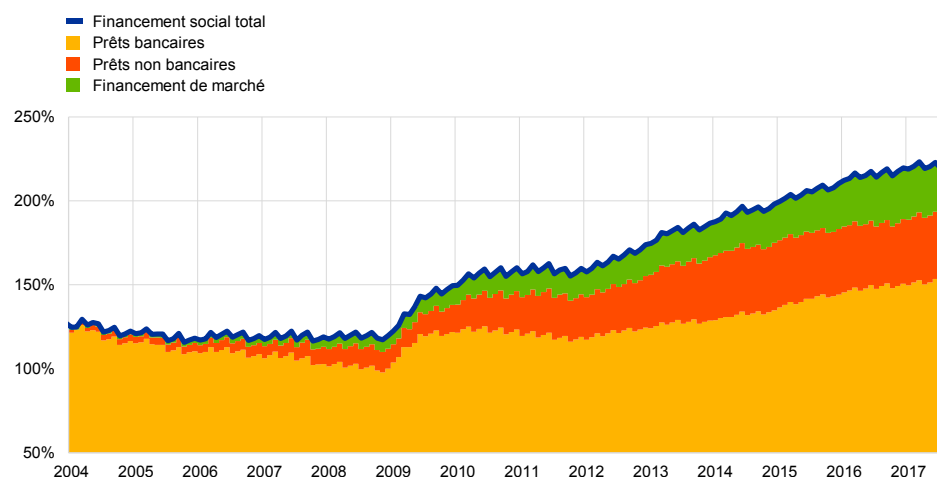
2.2 Accroissement de l'endettement et de la complexité dans le secteur financier

Les risques associés à la croissance rapide de l'endettement ont été amplifiés par la complexité accrue du système financier. Les banques restent la principale source de crédit en Chine et leurs actifs ont fortement augmenté depuis la crise financière mondiale. Dans le même temps, les activités non bancaires ou du « système bancaire parallèle » se sont également accrues, les crédits octroyés par des sources non bancaires au secteur non financier ayant atteint quelque 70 % du PIB en 2016 (cf. graphique 9).

Graphique 9

Financement social total

(en pourcentage du PIB)



Sources : CEIC et calculs des services de la BCE.

Notes : Le financement social total est une mesure de la fourniture agrégée de financements à l'économie utilisée par la Banque populaire de Chine. Le financement social total comprend également le financement par émission d'actions.

L'accroissement du financement non bancaire a élargi les sources de crédit pour les entreprises mais a fait apparaître de nouveaux risques. Les formes non bancaires de la finance peuvent présenter des avantages si elles offrent aux entreprises et aux ménages des sources alternatives de financement et favorisent l'inclusion financière. S'agissant de la Chine, les nouveaux canaux de financement non bancaire ont été l'un des moyens de rendre possible la libéralisation financière. Toutefois, cette activité a reflété de plus en plus un arbitrage réglementaire, les institutions cherchant à limiter au maximum la surveillance réglementaire et à réduire (voire éviter) l'incidence des exigences de fonds propres, de provisionnement et de liquidité.

Les risques associés au système bancaire parallèle concernent l'ensemble du système financier. Les banques sont exposées aux produits du système bancaire parallèle au travers de garanties directes ou implicites. Les banques possèdent et exploitent un grand nombre des structures non bancaires et sont potentiellement responsables des pertes sur les produits de placement du système bancaire parallèle qu'elles ont commercialisés. Par exemple, bien que les banques n'aient pas de responsabilité directe dans les produits dits de gestion de patrimoine, les garanties implicites donnent à penser qu'elles peuvent se sentir obligées de dédommager les investisseurs en cas de défaut. Une interconnexion plus marquée entre le système bancaire parallèle et le secteur bancaire se reflète également dans le développement rapide de l'activité d'emprunt sur le marché monétaire, les grandes banques ayant prêté aux petites banques et à d'autres établissements financiers comme les maisons de titres, les sociétés d'investissement et les sociétés de gestion de portefeuille. Enfin, les banques utilisent de plus en plus les structures parallèles pour sortir leurs activités de prêt traditionnelles de leur portefeuille bancaire. Ces prétendus prêts du secteur bancaire parallèle constituent une créance sur des produits structurés par des maisons de titres ou des sociétés

d'investissement, regroupant des prêts ou des obligations. Les banques classent ces expositions comme des créances sur un établissement financier, ce qui réduit la charge en fonds propres et l'obligation de provisionnement.

Le développement rapide du crédit pourrait entraîner des risques accrus pour le système bancaire. Toutefois, globalement, le ratio d'adéquation des fonds propres de base de catégorie 1 des banques est nettement supérieur au minimum réglementaire. Les taux de couverture par les provisions sont élevés, mais en baisse, et les créances douteuses déclarées pour l'ensemble du secteur bancaire sont très faibles, à hauteur de 1,7 % environ du total des prêts en 2016. Pourtant, l'analyse des données au niveau des entreprises et des banques donne à penser que les estimations de la dette à risque – c'est-à-dire la proportion d'entreprises dont les ratios de couverture des intérêts sont faibles – pourraient être plus élevées ¹⁶.

Les modifications du comportement d'épargne ont aussi accru les risques de financement, de liquidité et de contrepartie pour les banques, notamment les petites institutions. L'environnement de bas niveau des taux appliqués aux dépôts et la prolifération d'autres produits d'épargne, comme les produits de gestion du patrimoine, ont encouragé une plus grande mobilité des épargnants qui recherchent de plus en plus de meilleurs rendements. Toutefois, la situation est variable d'une banque à l'autre. Bénéficiant de fortes anticipations d'un soutien implicite de l'État, les cinq plus grandes banques continuent de recevoir l'essentiel des dépôts des particuliers. En revanche, avec une bien moindre anticipation d'un soutien de l'État, les petites banques souffrent davantage de la modification du comportement des épargnants et sont devenues de plus en plus dépendantes du financement interbancaire pour financer la croissance rapide des actifs. Et elles ont de plus en plus recours à la fourniture de liquidité de banque centrale : les prêts consentis aux banques par la Banque populaire de Chine ont doublé ces deux dernières années, ressortant à 16 % du PIB à fin 2016. Le resserrement du financement a affecté les marges nettes d'intérêts et la rentabilité des petites banques.

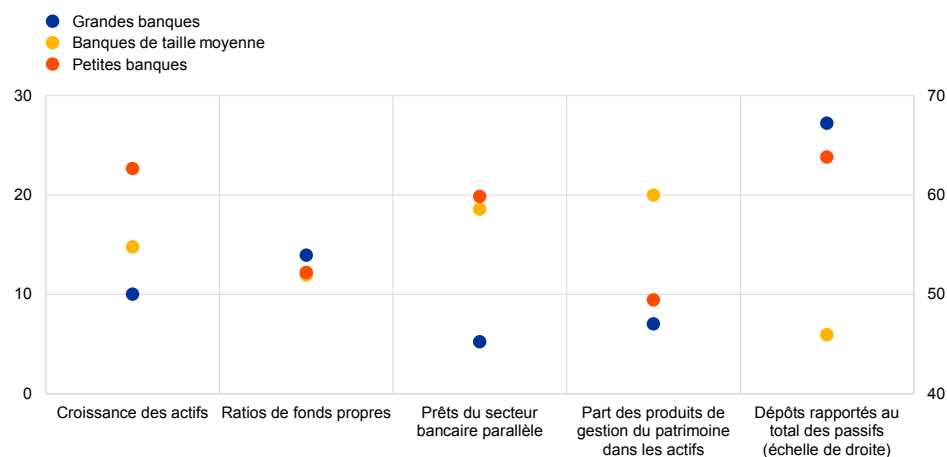
Globalement, par conséquent, tandis que le secteur bancaire paraît sain au niveau agrégé, il existe de grandes variations entre établissements. Les cinq plus grandes banques continuent d'attirer les dépôts et sont prêteurs nets sur le marché interbancaire. Elles se sont développées moins agressivement, ont accumulé moins de prêts du système bancaire parallèle et ont des expositions hors bilan minimales, ce qui signifie que les ratios réglementaires déclarés sont beaucoup plus représentatifs de leurs besoins en liquidité et en fonds propres. Les risques sont nettement plus élevés en dehors des cinq plus grandes banques. Les banques de taille intermédiaire et les petites banques supportent une part disproportionnée des risques de crédit et de financement, ont des portefeuilles de prêts du système bancaire parallèle plus importants et des expositions hors bilan aux produits de gestion du patrimoine plus élevées, une plus faible rentabilité et une plus grande dépendance au refinancement interbancaire (cf. graphique 10).

¹⁶ Les estimations relatives aux entreprises cotées de la base de données *Wind Economic* de juin 2015 indiquent que quelque 8 % des prêts figurant au bilan pourraient être classés comme « à risque ». La dette à risque correspond à la proportion de la dette des entreprises cotées dont le ratio de couverture des intérêts est inférieur à un.

Graphique 10

Financement et expositions des banques aux prêts

(en pourcentages)



Sources : CEIC, UBS et calculs des services de la BCE.

Notes : La croissance des actifs est une moyenne sur la période 2014-2016. Les ratios de fonds propres recouvrent les fonds propres des catégories 1 et 2. Les prêts du secteur bancaire parallèle sont représentés par la part des créances sur d'autres établissements financiers dans les actifs totaux. La part des produits de gestion du patrimoine dans les actifs est calculée à partir des données UBS pour 23 banques cotées à fin 2015. Les ratios de fonds propres, de prêts du système bancaire parallèle et de dépôts rapportés au total des passifs sont présentés à fin 2016. Définitions des banques selon la classification CEIC.

3 Les perspectives de transition et de réforme

Bien que les vulnérabilités se soient accrues, la Chine conserve une marge de manœuvre pour amortir d'éventuels chocs défavorables. La Chine dispose d'une épargne nationale élevée, d'importantes réserves de change et d'un excédent de son compte des transactions courantes, ce qui contribue à la protéger contre une crise de financement externe. Une estimation de la dette augmentée des administrations publiques, tenant compte des engagements conditionnels et des emprunts hors bilan des gouvernements locaux, est en hausse sur les cinq dernières années, mais à quelque 60 % du PIB, elle laisse une marge de manœuvre pour réagir à des chocs éventuels¹⁷. En outre, malgré le ralentissement de la croissance, l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance demeure favorable. Le gouvernement dispose également d'actifs publics importants dont le stock de réserves de change (malgré les baisses enregistrées ces deux dernières années). Il est important de noter que le gouvernement dispose également de leviers pour gérer l'économie, notamment par ses liens étroits avec les entreprises d'État et les banques.

Toutefois, une poursuite du rééquilibrage et des réformes pourrait contribuer à placer la Chine sur une trajectoire de croissance plus durable à moyen terme.

Dans le passé, des mesures de relance à court terme destinées à renforcer l'activité économique face au ralentissement de la croissance structurelle et au creusement des déséquilibres ont contribué à stabiliser la croissance. Cependant, un recours

¹⁷ Pour une analyse du calcul de la dette publique augmentée pour la Chine, cf. « *People's Republic of China: Staff Report for the 2017 Article IV Consultation* », Fonds monétaire international, 2017.

prolongé à de telles mesures pourrait à terme épuiser les capacités d'amortissement. Un ajustement de la structure de la production et de la demande, s'appuyant moins fortement sur la croissance tirée par l'investissement et le crédit, pourrait soutenir la transition vers une trajectoire de croissance plus équilibrée.

La Troisième réunion plénière du Parti communiste chinois en 2013 a défini un programme de réformes. Ce programme met l'accent sur les remèdes à apporter aux déséquilibres et sur la liberté à laisser aux marchés de jouer un plus grand rôle dans l'allocation des ressources. Depuis, et notamment en 2016, lorsque la Chine présidait le G20, la libéralisation du système financier s'est poursuivie. Ces derniers mois, le gouvernement a accordé davantage d'importance au traitement des risques pesant sur la stabilité financière, en prenant des mesures réglementaires destinées à accroître la surveillance et la reconnaissance des risques dans le secteur bancaire parallèle. Des réformes administratives améliorent l'environnement des affaires. Des mesures budgétaires ont également commencé à donner un meilleur équilibre aux finances des gouvernements locaux. La révision du rôle des entreprises d'État dans l'économie avance plus lentement, bien que le gouvernement ait lancé des réformes afin de traiter des questions de gouvernance. L'approche mesurée à l'égard des réformes économiques reflète en partie le fait que ces réformes sont susceptibles de donner lieu à un arbitrage entre une plus grande variabilité de la croissance à court terme et la réalisation de la stabilité à moyen terme. La réduction et l'assouplissement des objectifs annuels de croissance du PIB attestent en partie de cet arbitrage. Le récent 19^e congrès national du Parti communiste a fourni l'occasion au gouvernement de donner un nouvel élan aux réformes.

L'expérience de l'ajustement du régime de change menée en 2015 fournit une illustration des défis associés aux réformes. Depuis mi-2014, l'appréciation du dollar américain et le renforcement des préoccupations des marchés quant aux perspectives de l'économie chinoise ont induit une modification des anticipations relatives au taux de change du renminbi. D'importantes sorties nettes de capitaux hors de Chine ont suivi alors que les entreprises remboursaient leurs engagements en dollars et que les ménages cherchaient à diversifier leurs portefeuilles d'actifs. Dans le même temps, les autorités ont souhaité ajuster le régime de change, en passant d'un ancrage *de facto* au dollar des États-Unis à un taux de change géré vis-à-vis d'un panier d'autres devises. Ce changement a suscité une forte volatilité des marchés financiers sur fond d'accélération des sorties de capitaux et de forte diminution des réserves de change. La situation s'est stabilisée sous l'effet conjugué de l'amélioration de la communication de la Banque populaire de Chine, de contrôles plus stricts des capitaux et de mesures destinées à soutenir les perspectives de croissance qui ont contribué à modifier les anticipations. Toutefois, cet épisode a souligné qu'une plus grande ouverture financière peut entraîner davantage d'instabilité sur les marchés financiers et doit être accompagnée d'une flexibilité du taux de change pour garantir l'autonomie de la politique monétaire. Ces arbitrages complexes entre stabilité à court terme et progrès dans la réalisation des objectifs de moyen terme pourraient également concerner d'autres domaines de réforme.

4 Les conséquences de la transition chinoise pour l'économie mondiale et les économies de la zone euro

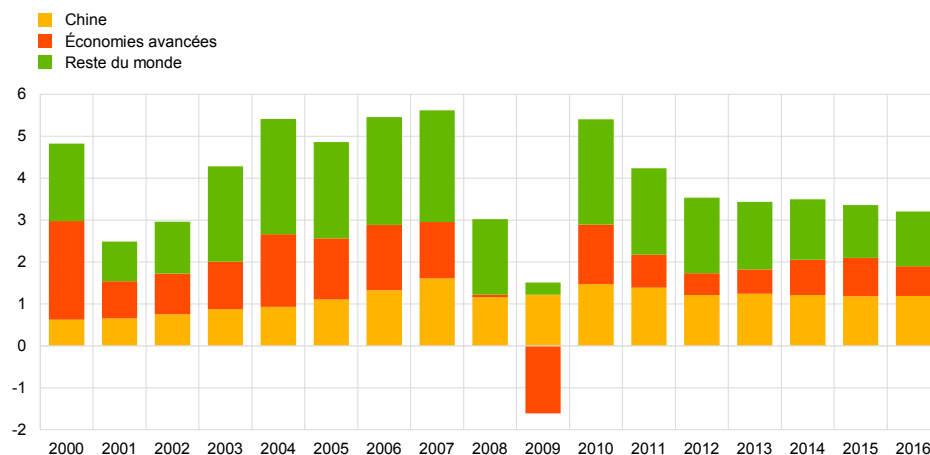
4.1 Les liens de la Chine avec le reste du monde et la zone euro

En raison de la taille de la Chine, de son ouverture commerciale et de sa position dominante comme consommateur de matières premières, sa transition vers une croissance forte et durable est déterminante pour les perspectives mondiales. La Chine a contribué en moyenne pour un tiers à la croissance mondiale totale depuis 2005 – davantage que la contribution combinée des économies avancées (cf. graphique 11). Les importations chinoises représentent environ 10 % du total mondial et, tandis que cela reflète en partie l'importance de la position de ce pays dans les chaînes de valeur mondiales, pour de nombreux partenaires commerciaux une part importante de la valeur ajoutée dépend de la demande finale de la Chine. La Chine est l'un des plus grands consommateurs et producteurs mondiaux de nombreuses matières premières, avec plus de la moitié de la consommation mondiale de cuivre, d'aluminium et de minerai de fer, et une grande part de la consommation mondiale d'énergie.

Graphique 11

Contributions à la croissance du PIB mondial

(contributions en points de pourcentage au PIB mondial sur la base des pondérations de PPA)



Source : Fonds monétaire international.

La Chine, qui joue un rôle important sur les marchés mondiaux des biens et des matières premières, présente par comparaison une intégration beaucoup plus faible sur les marchés financiers mondiaux. Ces marchés peuvent néanmoins être affectés par les chocs provenant de Chine, comme l'a montré l'expérience de ces dernières années. Ensemble, la Chine et Hong-Kong représentaient 8 % des positions créditrice et débitrice brutes mondiales en 2015, bien que la composition de la position extérieure de la Chine, dont les actifs sont dominés par les réserves et les engagements par les investissements directs étrangers, puisse limiter la possibilité de répercussions financières via les canaux du bilan et de la valorisation. Mais les événements de l'été 2015, lorsque la volatilité du

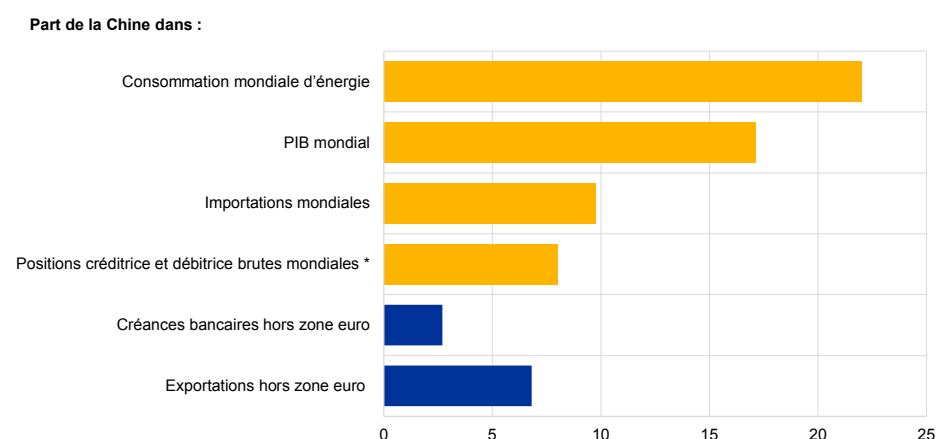
marché boursier et celle de la devise chinoise ont suscité un accès d'aversion pour le risque au niveau mondial, ont montré, en dépit des expositions directes limitées du secteur financier, que les chocs originaires de Chine peuvent affecter les marchés financiers mondiaux par le canal de la confiance. À plus long terme, compte tenu de l'accent mis par les autorités sur une ouverture financière plus large, les canaux financiers devraient devenir plus importants ¹⁸.

Les liens directs de la Chine avec la zone euro sont plus limités. Environ 7 % des exportations hors zone euro sont à destination de la Chine ¹⁹. Les liens financiers directs sont plus ténus : la part de la Chine et Hong-Kong représente 2,7 % des créances bancaires hors zone euro et environ 1 % des créances bancaires de la zone euro lorsque les créances intra-zone euro sont incluses (cf. graphique 12).

Graphique 12

Rôle mondial de la Chine et liens avec la zone euro

(barres jaunes : pourcentage des totaux mondiaux ; barres bleues : pourcentage des totaux de la zone euro)



Sources : Fonds monétaire international et Agence internationale de l'énergie.

Notes : Chiffres relatifs à 2015. PIB sur la base des PPA ; importations sur la base des taux de change de marché. Part de la consommation d'énergie dans l'offre mondiale totale d'énergie primaire. Créances bancaires de la zone euro en pourcentage des créances hors zone euro. * Y compris Hong-Kong.

4.2 Les effets de contagion de la transition de la Chine sur les économies du monde et de la zone euro

Afin d'illustrer les voies possibles d'ajustement de l'économie chinoise, cette section esquisse trois scénarios stylisés (cf. graphique 13). Un scénario de « rééquilibrage limité » envisage un ralentissement progressif de l'économie chinoise et quelques avancées modestes vers un rééquilibrage. À court terme, cela signifierait que l'expansion reste tirée par l'investissement et le crédit, suggérant la

¹⁸ Cf. l'encadré intitulé « *Understanding the links between China and the euro area* », *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2015. Cf. également l'encadré intitulé « *Is euro area financial stress becoming more global?* », *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2016.

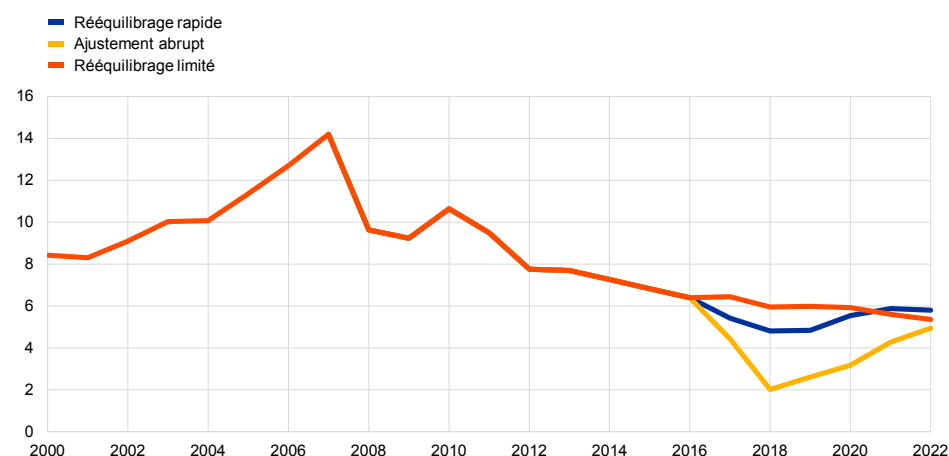
¹⁹ Compte tenu de la progression rapide de ses importations au cours de la dernière décennie, la Chine a contribué à quelque 12 % de la croissance de la demande étrangère adressée à la zone euro depuis 2005.

persistance de certaines vulnérabilités et de certains risques à la baisse. Un scénario de « rééquilibrage rapide » envisage un effort de réforme plus agressif en vue de remédier aux fragilités existantes. La baisse des investissements et de la création de crédit implique une croissance plus faible à court terme. Cependant, au fil du temps, les réformes soutiendraient la consommation des ménages et amélioreraient l'efficacité de l'économie, assurant une trajectoire de croissance à moyen terme plus durable. Un scénario d'« ajustement abrupt » prévoit un ralentissement plus brutal lié à la concrétisation des risques à la baisse. Ce ralentissement pourrait être déclenché par l'ajustement du secteur financier dans un contexte de durcissement des conditions financières. Étant donné que la Chine conserve une marge de manœuvre permettant de protéger l'économie contre les chocs, un ralentissement sensible à court terme est considéré comme peu probable.

Graphique 13

Scénarios des perspectives de croissance de la Chine

(variations annuelles du PIB en pourcentage)



Sources : CEIC et calculs des services de la BCE.

Afin de comprendre l'impact d'une transition en Chine, des modèles macroéconomiques mondiaux sont utilisés pour étudier les effets de contagion sur l'économie mondiale.

Le scénario de « rééquilibrage limité » est retenu comme scénario de référence. Il est d'abord comparé avec le scénario de « rééquilibrage rapide », qui envisage un effort de réforme agressif pour remédier aux fragilités existantes et implique un ralentissement supplémentaire du PIB chinois d'environ 3 % en cumul sur trois ans (cf. graphique 13)²⁰. Ensuite, les implications du scénario d'« ajustement abrupt » déclenché par un durcissement financier brutal sont étudiées ; dans ce cas, le PIB en volume de la Chine serait inférieur de 9 % environ après trois ans. Afin d'évaluer l'importance de différents canaux de contagion, les simulations démarrent avec certaines hypothèses clés qui sont ensuite relâchées. En particulier, on prend comme hypothèses de départ que :

- les échanges et les relations financières sont conformes aux moyennes passées ;

²⁰ La simulation s'effectue via un choc négatif de demande intérieure, entraîné essentiellement par une baisse de l'investissement, et par un durcissement endogène du crédit et des conditions d'octroi de prêts bancaires.

b) les marchés pétroliers réagissent de façon endogène ; c) les répercussions des évolutions des marchés financiers chinois sur le reste du monde sont limitées ; et d) la politique monétaire chinoise est contrainte, les autorités appliquant un régime de change administré ²¹. Les simulations sont réalisées en utilisant le modèle mondial de la BCE (*ECB-Global model*) et sont vérifiées avec un ensemble de modèles mondiaux structurels et non structurels comprenant le modèle mondial du FMI (GIMF), le modèle mondial d'*Oxford Economics* (Oxford) et, pour la zone euro, le nouveau modèle multi-pays de la BCE (NMCM) ²². Ces modèles se caractérisent par des niveaux variables de détail et de couverture des pays.

Selon ces hypothèses, l'implication à court terme du modèle du scénario de « rééquilibrage rapide » consiste en une baisse de l'activité mondiale, bien qu'avec des effets relativement limités, sauf pour les producteurs de pétrole.

Le rééquilibrage de la croissance en Chine, caractérisé par un ralentissement de la croissance des investissements (à forte intensité en importations), entraîne un recul marqué de la croissance du commerce mondial, qui freine la demande d'exportations adressée aux principaux partenaires commerciaux de la Chine. Les pays ayant des relations commerciales plus étroites sont davantage affectés par les chocs négatifs provenant de Chine. La production des producteurs de pétrole est également fortement affectée par les ajustements négatifs des termes de l'échange découlant de la baisse des prix du pétrole, en raison du recul de la demande mondiale. Cependant, pour les économies importatrices de matières premières, la baisse des prix de ces dernières, ainsi que l'assouplissement de la politique monétaire, contribue à protéger la demande. Selon le modèle *ECB-Global* (qui englobe les canaux financiers), les effets transfrontières sont également amplifiés, de façon limitée, par les marchés financiers : la hausse des *spreads* interbancaires en Chine et la baisse des prix des actions pèsent sur les cours mondiaux des actions et entraînent une augmentation des *spreads* interbancaires et des primes de risque au niveau mondial. En revanche, les modèles GIMF, Oxford et NMCM ne proposent qu'une modélisation limitée de l'aspect financier de l'économie, impliquant ainsi des répercussions mondiales moins importantes que dans le modèle *ECB-Global*. Cependant, en dépit de ces différences, les résultats obtenus par cet ensemble de modèles sont globalement comparables, suggérant que la production des économies avancées, y compris la zone euro, serait inférieure de 0,3 % après trois ans, en réponse à un ralentissement de 3 % environ en Chine (cf. graphique 14). Ces effets sont globalement conformes aux résultats de la littérature, qui fournit une fourchette d'estimations en fonction de la spécification du

²¹ Une autre hypothèse clé est que les politiques monétaires ne sont pas contraintes en dehors de la Chine. Par ailleurs, les simulations prennent comme hypothèse qu'il n'y a pas de relance budgétaire au-delà du fonctionnement des stabilisateurs budgétaires automatiques. Les scénarios ne tiennent pas compte des incidences possibles de variations des effets d'incertitude ou de confiance au niveau mondial, ni de la contagion à d'autres EME.

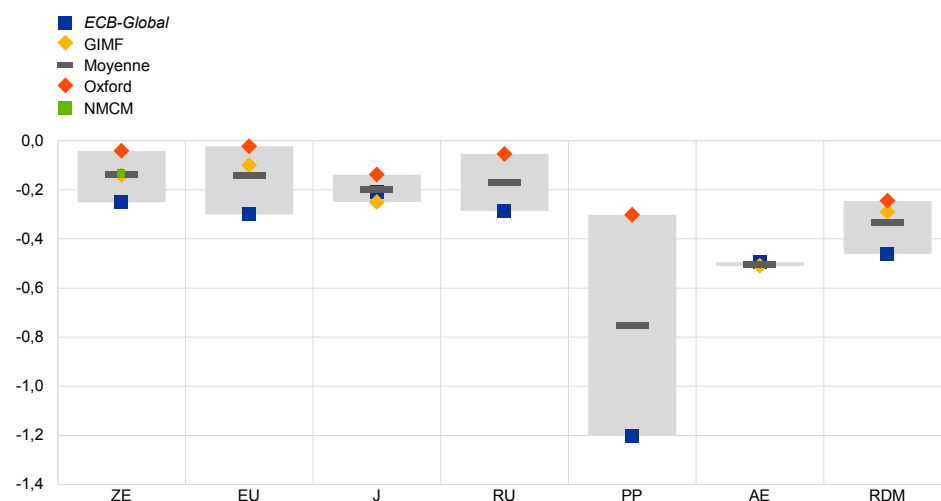
²² Cf. Dieppe (A.), Georgiadis (G.), Ricci (M.), Van Robays (I.) et van Roye (B.), « *ECB-Global: Introducing the ECB's Global Macroeconomic Model for Spillover Analysis* », *Working Paper Series*, n° 2045, BCE, 2017 ; Kumhof (M.), Laxton (D.), Mursula (S.) et Muir (D.), « *The Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF) – Theoretical Structure* », *IMF Working Paper* n° 10/34, Fonds monétaire international, 2010 ; et Dieppe (A.), Gonzalez Pandiella (A.) et Willman (A.), « *The ECB's New Multi-Country Model for the euro area: NMCM – Simulated with rational expectations* », *Working Paper Series*, n° 1315, BCE, 2011.

modèle et du scénario ²³. Il existe également des tensions baissières sur l'inflation en raison de la diminution des tensions sur les coûts intérieurs et de production en Chine, s'ajoutant au recul des prix du pétrole et des matières premières hors énergie causé par le ralentissement de la demande de la Chine.

Graphique 14

Effets de contagion de la Chine : scénario de « rééquilibrage rapide »

(PIB en volume, écarts en pourcentage par rapport au scénario de « rééquilibrage limité » après trois ans)



Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Réponses à un ralentissement cumulé de 3 % environ du PIB chinois après trois ans. ZE = zone euro ; EU = États-Unis ; J = Japon ; RU = Royaume-Uni ; PP = producteurs de pétrole ; AE = Asie émergente ; RDM = reste du monde.

Cependant, le scénario d'« ajustement abrupt », provoqué par un important durcissement des conditions financières en Chine, entraîne des répercussions relativement plus significatives. Ce scénario implique un ralentissement plus marqué de la croissance de la production en Chine, qui se traduit inévitablement par un impact sur le reste du monde plus important que dans le scénario de « rééquilibrage rapide » (cf. graphique 15). Cependant, la nature différente du choc affecte également l'ampleur des répercussions. En dépit de relations financières encore relativement limitées avec le reste du monde, on suppose que le durcissement des conditions financières en Chine augmente les primes de risque au niveau mondial. Le choc observé en Chine se propage donc à la fois par le canal des échanges (*via* une baisse de la demande domestique) et par le canal financier et, par conséquent, l'incidence sur le reste du monde est plus importante ²⁴.

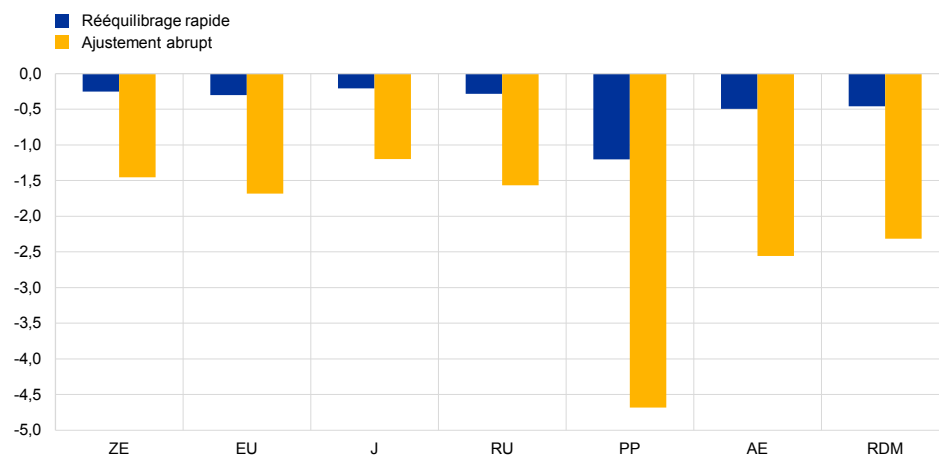
²³ Cf. par exemple, Dizioli (A.), Hunt (B.) et Maliszewski (W.), « *Spillovers from the Maturing of China's Economy* », *IMF Working Paper* n° 16/212, 2016 ; *OECD Economic Outlook*, vol. 2015, n° 2, Organisation pour la Coopération et le Développement économiques ; Furceri (D.), Jalles (J. T.) et Zdzienicka (A.), « *China Spillovers: New Evidence from Time-Varying Estimates* », *IMF Spillover Task Force*, 2016 ; et Huidrom (R.), Kose (A.) et Ohnsorge (F. L.), « *How important are spillovers from major emerging markets?* », *Working Paper* n° 8093, Banque mondiale, 2017.

²⁴ Ces résultats sont conformes à l'article de Kalemli-Ozcan (S.), Papaioannou (E.) et Pedro (J. L.), « *Financial Regulation, Financial Globalization and the Synchronization of Economic Activity* », *Journal of Finance*, vol. 68(3), 2013, p. 1179-1228.

Graphique 15

Effets de contagion de la Chine : scénario d'« ajustement abrupt »

(PIB en volume, écarts en pourcentage par rapport au scénario de « rééquilibrage limité » après trois ans)



Source : Modèle *ECB-Global*.

Notes : Le graphique illustre la baisse du PIB résultant : 1) d'un scénario de « rééquilibrage rapide » en Chine, provoqué par un ralentissement de la demande intérieure de 3 % environ du PIB après trois ans ; et 2) d'un scénario d'« ajustement abrupt » en Chine, déclenché par un durcissement financier aboutissant à un PIB inférieur de 9 % environ après trois ans. ZE = zone euro ; EU = États-Unis ; J = Japon ; RU = Royaume-Uni ; PP = producteurs de pétrole ; AE = Asie émergente ; RDM = reste du monde.

Si l'on relâche certaines hypothèses relatives aux canaux de transmission et aux réactions des autorités de différents pays, on obtient une plus forte contagion d'un ralentissement en Chine. La principale source des résultats du

scénario est le modèle *ECB-Global*, qui inclut des répercussions réelles et financières entre les pays et fournit donc un cadre permettant d'explorer les canaux de transmission d'une façon plus cohérente. Le graphique 16, basé sur le scénario de « rééquilibrage rapide », montre que l'effet cumulé de l'assouplissement de différentes hypothèses sur le PIB de la zone euro serait sensiblement plus important. Les sections suivantes analysent les différents canaux de façon plus détaillée.

a) Cours des matières premières

L'effet produit par la Chine sur les prix des matières premières pourrait affecter l'ampleur de la contagion. La littérature fournit un large éventail

d'estimations de l'incidence d'un ralentissement de la croissance chinoise sur les prix du pétrole et des matières premières hors pétrole. Dans le scénario de « rééquilibrage rapide », les simulations *ECB-Global* suggèrent que les prix du pétrole seraient inférieurs de près de 6 % après trois ans, résultat qui se situe dans la partie basse de la fourchette des estimations ²⁵. Prendre les prix du pétrole comme approximation pour les prix des matières premières signifie que la réduction pourrait être deux fois plus réactive aux variations de la demande chinoise. Avec des prix des matières premières répondant plus fortement, l'effet d'un ralentissement en

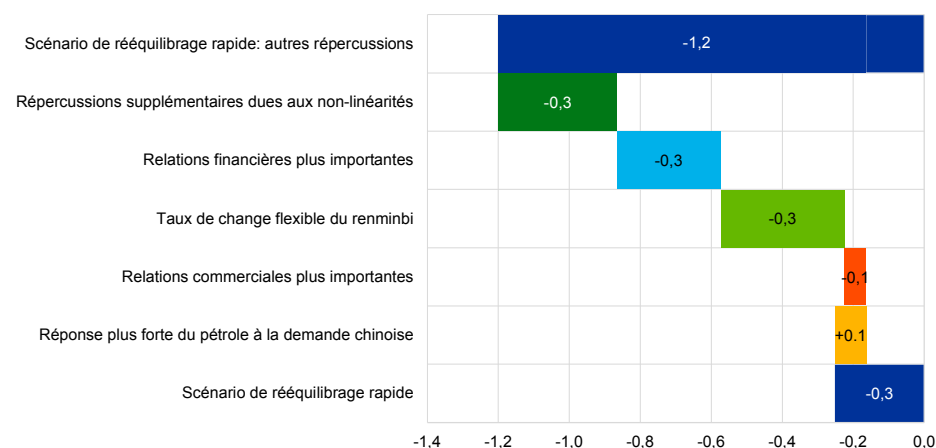
²⁵ Cf. par exemple, Gauvin (L.) et Rebillard (C.), « Vers un recouplage ? Étude de l'impact mondial d'un fort ralentissement chinois au travers des canaux du commerce et des prix des matières premières », Document de travail n° 562, Banque de France, 2015.

Chine sur l'activité de la zone euro (et d'autres économies avancées importatrices de matières premières) est légèrement atténué (deuxième barre du graphique 16).

Graphique 16

Scénario de « rééquilibrage rapide » et spécifications alternatives : réponse du PIB de la zone euro

(écarts en pourcentage par rapport au scénario de « rééquilibrage limité » après trois ans)



Source : Modèle *ECB-Global*.

Notes : Les scénarios sont soumis au même ralentissement du PIB de la Chine (scénario de « rééquilibrage rapide »). La barre inférieure montre l'écart du PIB en volume de la zone euro par rapport au scénario de « rééquilibrage limité » après trois ans. Chaque barre située au-dessus montre l'effet du changement d'une hypothèse sous-tendant l'analyse : 1) en doublant la réponse du prix du pétrole aux fluctuations de la demande chinoise ; 2) en doublant les relations commerciales ; 3) en supposant que le taux de change de la Chine réagit avec flexibilité au ralentissement de la production ; 4) en augmentant cinq fois les relations financières de la Chine avec le reste du monde ; et 5) en tenant compte des non-linéarités supplémentaires découlant de la combinaison des blocs. La barre supérieure montre l'effet cumulé de ces hypothèses alternatives sur la contagion affectant le PIB de la zone euro.

b) Relations commerciales

On a pu observer un renforcement rapide des relations commerciales

mondiales avec la Chine, dont la part dans le commerce mondial a plus que doublé ces quinze dernières années. Cette plus grande intégration de la Chine

dans le commerce mondial a également accru les possibilités de contagion.

Cependant, les modèles macroéconomiques mondiaux sont généralement calibrés sur la base de relations commerciales bilatérales moyennes au cours des années passées ²⁶. Afin d'illustrer ce point, ce scénario alternatif envisage un doublement

des relations commerciales des économies avancées avec la Chine, ce qui correspond globalement à l'augmentation des flux directs d'échange des économies avancées vers la Chine de 1996 à 2016. L'impact sur la zone euro des chocs enregistrés en Chine devrait légèrement augmenter puisque l'importance de ce pays dans le commerce mondial s'est accrue (troisième barre du graphique 16) ²⁷.

²⁶ Par exemple, dans le modèle *ECB-Global*, c'est la moyenne des pondérations commerciales sur la période 2009-2015 qui est utilisée.

²⁷ Ces résultats sont conformes à ceux de Furceri (D.), Jalles (J. T.) et Zdzenicka (A.), « *China Spillovers: New Evidence from Time-Varying Estimates* », *IMF Spillover Task Force*, 2016.

c) Régime de taux de change de la Chine et réponse de politique monétaire

La contagion dépend aussi dans une large mesure du régime de taux de change et de la réponse de politique monétaire de la Chine. Le scénario de « rééquilibrage rapide » suppose que la politique monétaire de la Chine ne réagisse pas au ralentissement de l'économie et que le taux de change consiste essentiellement en un « flottement administré » par rapport au dollar. Cependant, compte tenu des réformes récentes visant à libéraliser le taux de change, il peut être plus judicieux d'anticiper le fait que les autorités monétaires chinoises contrebalanceraient en partie le choc économique défavorable en diminuant les taux directeurs. Cette réaction entraînerait ensuite une dépréciation du taux de change du renminbi ²⁸. Les avantages pour la compétitivité-prix de la Chine compenseraient en partie les implications négatives du rééquilibrage rapide de l'activité dans ce pays. Le scénario est donc ajusté en conséquence : il calibre une combinaison des avantages pour la compétitivité-prix et de la baisse de la demande (en réponse aux efforts de réforme), ce qui entraîne encore un PIB chinois inférieur de 3 % après trois ans. La baisse de la demande chinoise et la perte de compétitivité-prix de la zone euro impliquent des répercussions sensiblement plus fortes (quatrième barre du graphique 16), caractérisées par un doublement du recul du PIB de la zone euro par rapport à un scénario supposant une absence de réponse de la politique monétaire chinoise.

d) Relations financières

À mesure que les relations financières se renforcent, l'impact d'un ralentissement en Chine sur l'économie mondiale risque également de s'accroître. Les simulations de référence supposent des relations financières limitées entre la Chine et le reste du monde, induisant de faibles répercussions financières. Cela étant, l'intégration financière de la Chine au reste du monde augmente rapidement et les événements de l'été 2015 illustrent la capacité de ce pays à affecter les marchés financiers mondiaux. Afin de simuler des relations financières plus étroites, la part des expositions financières de chaque économie à la Chine est quintuplée et l'on réduit à proportion la part des expositions financières au reste du monde ²⁹. Avec des relations financières plus fortes, les effets négatifs de contagion sur le PIB des économies avancées sont plus que doublés (cinquième barre du graphique 16).

Dans l'ensemble, l'analyse de sensibilité basée sur un modèle souligne que les répercussions sont complexes et dépendent de la force des différents canaux de transmission, ainsi que des réactions des banques centrales. Le graphique 16 illustre l'effet cumulé des différentes hypothèses sur les canaux de

²⁸ Après avoir ciblé la stabilité du taux de change RMB/USD, les autorités chinoises ont libéralisé le renminbi et ciblent désormais un panier de devises.

²⁹ Cela implique que la Chine et Hong-Kong, considérés ensemble, auraient des relations financières avec le reste du monde qui correspondent aux relations financières moyennes entre les autres économies.

transmission. En supposant un impact plus important sur les prix des matières premières, des relations commerciales plus étroites et une réponse plus énergique des autorités chinoises provoquant une dépréciation du renminbi, l'ampleur de la contagion serait doublée. L'hypothèse de relations financières plus fortes accroîtrait encore ces effets. Les non-linéarités découlant de la combinaison d'interconnexions accrues et de réactions différentes des autorités auraient un effet encore plus important sur le PIB de la zone euro. La contagion pourrait même être plus importante que dans les simulations des modèles si la dégradation des perspectives en Chine déclenchait un ralentissement synchronisé dans les EME et si les répercussions dépendaient des réactions des banques centrales. Dans le même temps, le soutien des autorités chinoises par le biais d'une relance budgétaire pourrait, en théorie, atténuer le ralentissement.

5 Conclusion

La Chine constitue la réussite économique des quatre décennies écoulées, mais sa croissance s'est ralentie et les vulnérabilités augmentent. Le présent article démontre que la forte dépendance de la Chine à l'égard de l'investissement et du crédit a provoqué une augmentation de l'endettement, qui a créé des vulnérabilités dans de nombreux secteurs, notamment le secteur des entreprises, les entreprises d'État, les gouvernements locaux et le marché immobilier. Ces fragilités sont intensifiées en raison de la complexité et de l'endettement croissants du système financier, notamment la progression sensible des crédits non bancaires. Bien que les vulnérabilités se soient clairement accrues, la Chine conserve une marge de manœuvre pour atténuer les chocs négatifs. Néanmoins, un rééquilibrage supplémentaire et de nouvelles réformes structurelles pourraient faciliter le passage de l'économie chinoise vers une trajectoire de croissance durable et robuste à moyen terme. La taille de la Chine, son ouverture commerciale et sa position dominante en tant que consommateur de matières premières signifient que sa transition est essentielle pour les perspectives mondiales. La Chine, qui joue un rôle important sur les marchés mondiaux des produits et des matières premières, présente par comparaison une intégration sur les marchés financiers mondiaux considérablement plus faible, mais qui s'accroît. Le présent article a présenté une quantification de l'impact potentiel d'une transition en Chine sur les économies du monde et de la zone euro. L'analyse des simulations suggère que les effets sur la zone euro seraient limités dans le cas d'un ralentissement modéré de la croissance du PIB chinois, mais importants dans le cas d'un ajustement brutal. Cependant, l'analyse de sensibilité souligne que la contagion dépend de la force des différents canaux de transmission, ainsi que des réactions des banques centrales et des gouvernements.

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⁾						IPC						
	(variations en pourcentage d'une période sur l'autre)						(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)
	1	2	3	4	5	6	Total	Hors produits alimentaires et énergie	9	10	11	12	13
2014	3,5	2,6	3,1	0,3	7,3	1,3	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,4	2,9	2,3	1,1	6,9	2,1	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,1	1,5	1,8	1,0	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2016 T4	1,0	0,4	0,6	0,4	1,7	0,6	1,5	1,7	1,8	1,2	0,3	2,2	0,7
2017 T1	0,8	0,3	0,3	0,3	1,4	0,6	2,4	1,8	2,5	2,1	0,3	1,4	1,8
T2	0,9	0,8	0,3	0,6	1,8	0,7	2,1	1,8	1,9	2,7	0,4	1,4	1,5
T3	.	.	.	.	1,7	.	.	.	2,0	2,8	.	.	1,5
2017 Avril	—	—	—	—	—	—	2,4	1,9	2,2	2,7	0,4	1,2	1,9
Mai	—	—	—	—	—	—	2,1	1,8	1,9	2,9	0,4	1,5	1,4
Juin	—	—	—	—	—	—	1,9	1,8	1,6	2,6	0,4	1,5	1,3
Juil.	—	—	—	—	—	—	2,0	1,8	1,7	2,6	0,4	1,4	1,3
Août	—	—	—	—	—	—	2,2	1,8	1,9	2,9	0,7	1,8	1,5
Sept.	—	—	—	—	—	—	.	.	2,2	3,0	.	1,6	1,5

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

1) Données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes.

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

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

	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs)									Importations de marchandises ¹⁾		
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat ²⁾			Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes
	Mondial ²⁾	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Secteur manufacturier	Services	Nouvelles commandes à l'exportation			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,3	54,1	51,5	2,7	3,8	2,0
2015	53,2	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,3	0,9	3,7	-1,0
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	51,9	50,2	1,0	1,3	0,7
2016 T4	53,2	54,6	55,5	52,0	53,1	53,8	53,4	53,2	50,5	1,8	-1,3	3,9
2017 T1	53,3	54,3	54,6	52,5	52,3	55,6	53,4	53,3	51,8	2,1	1,4	2,6
T2	53,1	53,6	54,8	53,0	51,3	56,6	52,5	53,3	51,5	-0,3	1,6	-1,6
T3	53,4	54,9	54,1	51,8	51,9	56,0	52,7	53,6	51,8	.	.	.
2017 Mai	53,1	53,6	54,3	53,4	51,5	56,8	52,5	53,3	51,4	0,3	1,4	-0,5
Juin	53,1	53,9	53,8	52,9	51,1	56,3	52,1	53,4	51,7	-0,3	1,6	-1,6
Juil.	53,1	54,6	54,1	51,8	51,9	55,7	52,5	53,3	51,6	1,5	2,3	0,9
Août	53,6	55,3	54,0	51,9	52,4	55,7	52,8	53,9	52,4	1,2	1,2	1,2
Sept.	53,4	54,8	54,1	51,7	51,4	56,7	52,8	53,6	51,6	.	.	.
Oct.	.	55,7	.	.	.	55,9	.	.	.	.	.	.

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
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
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 Mars	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,13	0,00
Avril	-0,36	-0,37	-0,33	-0,25	-0,12	1,16	0,02
Mai	-0,36	-0,37	-0,33	-0,25	-0,13	1,19	-0,01
Juin	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,15	1,26	-0,01
Juil.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,15	1,31	-0,01
Août	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,16	1,31	-0,03
Sept.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,17	1,32	-0,03

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
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
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 Mars	-0,75	-0,74	-0,73	-0,36	0,38	1,12	1,36	1,01	-0,75	-0,64	0,47	1,52
Avril	-0,78	-0,77	-0,73	-0,35	0,38	1,15	1,21	1,03	-0,75	-0,61	0,48	1,50
Mai	-0,73	-0,74	-0,74	-0,39	0,36	1,10	1,05	0,88	-0,76	-0,67	0,43	1,54
Juin	-0,69	-0,65	-0,59	-0,17	0,54	1,19	1,07	0,93	-0,60	-0,41	0,65	1,63
Juil.	-0,71	-0,71	-0,67	-0,21	0,58	1,29	1,07	0,93	-0,70	-0,51	0,72	1,75
Août	-0,78	-0,77	-0,73	-0,35	0,38	1,15	0,89	0,92	-0,75	-0,62	0,48	1,52
Sept.	-0,76	-0,75	-0,70	-0,26	0,52	1,27	1,04	0,98	-0,73	-0,54	0,65	1,68

Source : BCE.

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

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

2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs											
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4
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 Mars	365,7	3 427,1	740,4	261,7	671,6	314,2	174,7	578,4	450,3	252,1	349,6	870,0	2 366,8	19 340,2
Avril	373,9	3 491,8	753,7	271,1	683,6	319,4	178,0	598,4	459,3	260,7	349,8	893,3	2 359,3	18 736,4
Mai	387,1	3 601,9	765,9	281,9	707,5	318,8	186,4	616,2	477,1	272,5	363,8	935,1	2 395,3	19 726,8
Juin	383,6	3 547,8	767,8	283,0	698,8	299,9	182,4	617,2	475,2	283,6	355,4	927,3	2 434,0	20 045,6
Juil.	377,8	3 483,9	745,3	270,9	685,3	289,5	187,7	606,5	465,2	273,5	339,7	891,3	2 454,1	20 044,9
Août	375,1	3 451,3	727,5	266,5	681,4	288,8	187,3	596,2	467,4	284,4	340,3	861,1	2 456,2	19 670,2
Sept.	380,7	3 507,1	750,1	261,2	701,2	298,1	185,9	615,8	480,3	288,2	331,8	883,8	2 492,8	19 924,4

Source : BCE.

2 Évolutions financières

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

		Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement					Indicateur composite du coût d'emprunt
		À vue	Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux		TAE ³⁾		Par période de fixation initiale du taux				TAE ³⁾	
				≤ 2 ans	> 2 ans			Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an			> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans			
															1		
2016	Septembre	0,08	0,50	0,50	0,79	6,50	16,78	5,16	5,75	6,14	2,35	1,80	1,98	1,85	1,85	2,28	1,86
	Octobre	0,08	0,49	0,44	0,75	6,42	16,78	5,16	5,69	6,11	2,43	1,78	1,90	1,80	1,81	2,25	1,81
	Novembre	0,08	0,49	0,43	0,78	6,39	16,71	4,91	5,74	6,12	2,43	1,76	1,91	1,76	1,79	2,24	1,79
	Décembre	0,08	0,49	0,43	0,76	6,33	16,68	4,78	5,48	5,87	2,31	1,77	1,90	1,80	1,75	2,24	1,78
2017	Janvier	0,07	0,48	0,41	0,75	6,34	16,62	5,05	5,87	6,24	2,27	1,76	1,88	1,80	1,76	2,28	1,81
	Février	0,07	0,48	0,40	0,76	6,38	16,68	5,09	5,72	6,17	2,39	1,77	1,89	1,84	1,81	2,29	1,85
	Mars	0,06	0,48	0,40	0,74	6,39	16,69	4,99	5,62	6,08	2,39	1,74	1,88	1,85	1,82	2,25	1,85
	Avril	0,06	0,47	0,39	0,74	6,34	16,70	4,83	5,58	5,96	2,36	1,73	1,89	1,91	1,85	2,26	1,87
	Mai	0,06	0,47	0,39	0,81	6,33	16,70	5,09	5,78	6,22	2,43	1,73	1,90	1,90	1,87	2,23	1,87
	Juin	0,06	0,47	0,38	0,77	6,31	16,83	4,68	5,74	6,20	2,41	1,69	1,89	1,91	1,89	2,21	1,87
	Juillet	0,05	0,46	0,38	0,76	6,27	16,80	4,95	5,84	6,28	2,36	1,75	1,91	1,90	1,90	2,21	1,88
	Août ^(p)	0,05	0,45	0,35	0,75	6,24	16,80	5,29	5,88	6,38	2,36	1,75	2,00	1,92	1,94	2,21	1,91

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAE³⁾).

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

		Dépôts			Crédits renou- velables et décou- verts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur com- posite du coût d'em- prunt
		À vue	D'une durée :			≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros			
			≤ 2 ans	> 2 ans		Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux va- riable 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
2016	Septembre	0,09	0,12	0,47	2,73	2,65	2,96	2,42	1,83	1,86	1,73	1,28	1,61	1,63	1,86
	Octobre	0,08	0,15	0,49	2,68	2,63	3,04	2,37	1,81	1,84	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83
	Novembre	0,07	0,12	0,42	2,65	2,60	2,91	2,38	1,82	1,82	1,68	1,29	1,43	1,52	1,82
	Décembre	0,07	0,12	0,59	2,64	2,58	2,84	2,30	1,83	1,84	1,68	1,33	1,46	1,62	1,81
2017	Janvier	0,06	0,12	0,51	2,64	2,68	2,80	2,30	1,81	1,86	1,73	1,22	1,37	1,62	1,79
	Février	0,06	0,10	0,53	2,64	2,58	2,78	2,35	1,77	1,76	1,71	1,18	1,31	1,53	1,76
	Mars	0,06	0,08	0,58	2,58	2,52	2,79	2,35	1,76	1,79	1,72	1,31	1,63	1,58	1,82
	Avril	0,06	0,10	0,40	2,56	2,55	2,69	2,35	1,79	1,78	1,70	1,34	1,50	1,64	1,81
	Mai	0,05	0,10	0,43	2,52	2,49	2,77	2,37	1,76	1,73	1,71	1,20	1,47	1,63	1,76
	Juin	0,05	0,06	0,43	2,51	2,46	2,68	2,34	1,74	1,72	1,67	1,26	1,43	1,55	1,76
	Juillet	0,05	0,11	0,35	2,45	2,45	2,76	2,36	1,75	1,74	1,72	1,23	1,33	1,65	1,74
	Août ^(p)	0,05	0,10	0,36	2,43	2,49	2,70	2,41	1,74	1,78	1,78	1,24	1,44	1,58	1,74

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	
	1	2	Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques	8	9	Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques
			3	4	5	6	7			10	11	12	13	14
Court terme														
2014	1 320	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1 269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1 242	520	135	.	59	466	62	350	162	45	.	32	79	33
2017 Mars	1 315	547	131	.	82	480	74	383	171	46	.	43	90	33
Avril	1 303	525	137	.	91	479	72	360	156	50	.	43	75	36
Mai	1 304	522	140	.	93	481	68	362	173	46	.	37	84	21
Juin	1 289	509	144	.	80	484	72	363	149	68	.	33	81	33
Juillet	1 291	516	146	.	86	477	66	373	177	44	.	43	77	32
Août	1 293	517	147	.	84	474	71	347	168	46	.	29	80	25
Long terme														
2014	15 134	4 048	3 165	.	994	6 285	643	223	65	45	.	16	86	10
2015	15 247	3 784	3 287	.	1 058	6 481	637	215	68	45	.	13	81	9
2016	15 399	3 693	3 233	.	1 189	6 643	641	219	61	53	.	18	79	8
2017 Mars	15 386	3 643	3 207	.	1 159	6 735	643	304	71	103	.	24	97	9
Avril	15 358	3 625	3 240	.	1 143	6 716	632	260	55	101	.	12	87	5
Mai	15 420	3 624	3 240	.	1 143	6 779	634	281	68	90	.	18	101	4
Juin	15 401	3 618	3 211	.	1 147	6 788	638	230	62	50	.	24	84	9
Juillet	15 394	3 614	3 225	.	1 157	6 765	633	261	74	86	.	21	76	4
Août	15 310	3 589	3 155	.	1 153	6 780	633	118	30	26	.	3	54	5

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
	1	2	Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques	8	9	10	11
Encours											
2014	16 454,4	4 590,6	3 295,4	.	1 052,6	6 822,7	693,0	6 026,4	591,3	850,5	4 584,6
2015	16 516,4	4 301,6	3 433,9	.	1 119,2	6 959,3	702,4	6 819,1	586,4	981,9	5 250,9
2016	16 641,1	4 213,1	3 368,0	.	1 248,4	7 108,2	703,4	7 095,2	538,8	1 085,9	5 470,5
2017 Mars	16 700,7	4 189,9	3 337,7	.	1 240,8	7 215,0	717,3	7 584,6	610,0	1 134,1	5 840,5
Avril	16 660,9	4 150,5	3 377,5	.	1 234,0	7 195,0	703,8	7 764,9	636,9	1 152,4	5 975,6
Mai	16 723,5	4 146,2	3 379,5	.	1 235,7	7 260,1	701,9	7 851,0	631,3	1 140,2	6 079,5
Juin	16 690,7	4 127,3	3 354,8	.	1 226,6	7 272,2	709,8	7 701,0	640,5	1 137,9	5 922,6
Juillet	16 684,8	4 130,4	3 371,0	.	1 243,4	7 241,7	698,4	7 724,2	663,1	1 197,7	5 863,4
Août	16 603,3	4 105,4	3 302,2	.	1 237,2	7 253,9	704,7	7 644,2	630,9	1 174,1	5 839,3
Taux de croissance											
2014	-0,6	-8,0	0,9	.	5,2	3,2	1,1	1,5	7,2	1,9	0,7
2015	0,2	-7,0	5,2	.	4,6	1,8	0,6	1,1	4,5	1,4	0,6
2016	0,3	-3,0	-1,8	.	7,6	2,1	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017 Mars	1,3	-1,5	1,4	.	9,6	1,6	0,8	0,8	5,8	0,9	0,3
Avril	1,4	-2,0	2,0	.	8,5	2,1	0,2	0,8	5,8	1,0	0,3
Mai	1,4	-2,0	2,0	.	8,2	2,2	0,1	0,8	5,8	1,1	0,3
Juin	1,3	-2,2	2,9	.	8,4	1,7	0,4	0,7	4,8	1,1	0,3
Juillet	1,7	-1,1	2,6	.	9,4	1,8	-0,9	0,8	6,0	1,3	0,2
Août	1,4	-1,5	1,1	.	9,2	2,1	-0,4	0,8	6,0	1,3	0,2

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
2014	101,4	97,2	96,4	91,0	96,4	98,6	114,3	95,4
2015	91,7	87,6	88,6	82,8	80,6	88,2	105,7	87,0
2016	94,4	89,5	90,8	85,0	79,8	89,3	109,7	89,3
2016 T4	94,5	89,6	90,5	84,7	79,5	89,1	109,4	88,9
2017 T1	93,8	89,0	89,6	83,4	78,7	88,3	108,6	88,1
T2	95,3	90,3	91,0	84,7	78,8	89,2	110,2	89,1
T3	98,6	93,3	93,8	.	.	.	114,5	92,4
2017 Avril	93,7	89,0	89,6	—	—	—	108,3	87,7
Mai	95,6	90,5	91,5	—	—	—	110,5	89,3
Juin	96,3	91,3	91,9	—	—	—	111,5	90,1
Juillet	97,6	92,4	93,2	—	—	—	113,4	91,6
Août	99,0	93,7	94,3	—	—	—	115,1	92,9
Sept.	99,0	93,7	94,0	—	—	—	115,1	92,8
variation en pourcentage par rapport au mois précédent								
2017 Sept.	0,0	0,0	-0,2	—	—	—	0,0	0,0
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente								
2017 Sept.	4,2	3,9	2,9	—	—	—	4,3	3,5

Source : BCE.

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

2) 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
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
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
2016 T4	7,369	7,523	27,029	7,439	309,342	117,918	4,378	0,869	4,5069	9,757	1,080	1,079
2017 T1	7,335	7,467	27,021	7,435	309,095	121,014	4,321	0,860	4,5217	9,506	1,069	1,065
T2	7,560	7,430	26,535	7,438	309,764	122,584	4,215	0,861	4,5532	9,692	1,084	1,102
T3	7,834	7,426	26,085	7,438	306,418	130,349	4,258	0,898	4,5822	9,557	1,131	1,175
2017 Avril	7,389	7,450	26,823	7,438	311,566	118,294	4,237	0,848	4,5291	9,594	1,073	1,072
Mai	7,613	7,432	26,572	7,440	309,768	124,093	4,200	0,856	4,5539	9,710	1,090	1,106
Juin	7,646	7,410	26,264	7,438	308,285	124,585	4,211	0,877	4,5721	9,754	1,087	1,123
Juillet	7,796	7,412	26,079	7,437	306,715	129,482	4,236	0,886	4,5689	9,589	1,106	1,151
Août	7,876	7,405	26,101	7,438	304,366	129,703	4,267	0,911	4,5789	9,548	1,140	1,181
Sept.	7,826	7,464	26,075	7,440	308,368	131,924	4,269	0,895	4,5992	9,533	1,147	1,191
variation en pourcentage par rapport au mois précédent												
2017 Sept.	-0,6	0,8	-0,1	0,0	1,3	1,7	0,1	-1,8	0,4	-0,2	0,6	0,9
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente												
2017 Sept.	4,6	-0,5	-3,5	-0,1	-0,1	15,5	-1,2	5,0	3,3	-0,3	5,0	6,3

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)													
2016	T3	23 519,8	24 521,3	-1 001,5	10 318,1	8 434,1	7 682,4	10 463,6	-62,1	4 854,3	5 623,5	727,0	13 856,0
	T4	23 982,9	24 780,0	-797,1	10 680,0	8 610,8	7 862,2	10 570,0	-57,7	4 790,9	5 599,2	707,6	13 782,1
2017	T1	25 161,7	25 746,9	-585,2	11 055,3	8 909,6	8 253,0	10 859,1	-62,8	5 189,5	5 978,2	726,6	14 242,7
	T2	24 571,9	25 201,4	-629,5	10 766,7	8 719,8	8 175,2	10 679,9	-48,8	4 996,1	5 801,8	682,7	13 888,6
encours en pourcentage du PIB													
2017	T2	224,4	230,2	-5,7	98,3	79,6	74,7	97,5	-0,4	45,6	53,0	6,2	126,8
Flux													
2016	T3	263,3	148,3	115,0	94,3	-28,5	120,2	-12,2	23,6	17,4	188,9	7,7	—
	T4	94,9	0,6	94,3	102,5	38,7	23,2	-22,8	15,9	-51,3	-15,4	4,6	—
2017	T1	629,7	567,3	62,4	187,1	199,8	172,3	65,7	21,8	251,0	301,8	-2,5	—
	T2	209,4	160,8	48,7	51,0	70,6	174,5	110,6	-1,3	-13,2	-20,4	-1,7	—
2017	Mars	30,6	-2,9	33,5	30,1	75,8	42,3	-3,3	8,0	-50,4	-75,4	0,6	—
	Avril	172,0	161,3	10,7	46,0	7,0	40,9	16,8	2,2	87,4	137,5	-4,5	—
	Mai	97,0	89,2	7,9	31,8	33,0	70,2	65,0	4,0	-10,4	-8,8	1,4	—
	Juin	-59,6	-89,7	30,1	-26,8	30,6	63,4	28,7	-7,5	-90,2	-149,0	1,4	—
	Juillet	-20,1	-60,8	40,7	-177,4	-186,1	65,8	52,0	-5,3	101,9	73,2	-5,2	—
	Août	56,9	15,8	41,1	12,7	19,2	68,9	-26,3	-7,9	-16,1	22,9	-0,7	—
flux cumulés sur 12 mois													
2017	Août	967,0	621,3	345,7	231,9	127,7	515,1	170,5	27,3	191,3	323,1	1,3	—
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2017	Août	8,8	5,7	3,2	2,1	1,2	4,7	1,6	0,2	1,7	3,0	0,0	—

Source: BCE.

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

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	PIB											
	Total	Demande intérieure								Solde extérieur ¹⁾		
		Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks ²⁾	Total	Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾	
					Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellec- tuelle					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2014	10 157,6	9 786,6	5 633,9	2 129,1	1 997,1	1 006,5	599,7	385,6	26,5	371,0	4 541,7	4 170,8
2015	10 515,0	10 030,2	5 754,3	2 168,9	2 078,1	1 016,2	637,9	418,4	28,8	484,8	4 847,0	4 362,2
2016	10 788,7	10 309,9	5 891,6	2 218,8	2 189,3	1 051,8	674,3	457,7	10,2	478,8	4 935,9	4 457,1
2016 T3	2 699,5	2 582,0	1 474,4	555,7	548,9	262,9	168,4	116,2	3,0	117,5	1 234,6	1 117,1
T4	2 725,4	2 614,5	1 489,1	559,1	558,6	267,4	171,3	118,6	7,7	111,0	1 265,2	1 154,3
2017 T1	2 745,1	2 630,0	1 503,1	562,1	560,0	272,8	171,7	114,2	4,8	115,1	1 297,6	1 182,5
T2	2 774,1	2 656,6	1 513,0	565,5	572,3	277,8	174,4	118,7	5,8	117,5	1 305,7	1 188,2
en pourcentage du PIB												
2016	100,0	95,6	54,6	20,6	20,3	9,7	6,2	4,2	0,1	4,4	—	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2016 T3	0,4	0,4	0,4	0,2	0,1	0,4	0,1	-0,6	—	—	0,6	0,5
T4	0,6	0,8	0,5	0,4	1,5	1,7	1,8	0,3	—	—	1,5	1,9
2017 T1	0,6	0,1	0,4	0,2	-0,2	1,7	0,8	-6,0	—	—	1,3	0,4
T2	0,7	0,9	0,5	0,5	2,0	0,4	0,9	7,7	—	—	0,9	1,5
variations annuelles en pourcentage												
2014	1,3	1,3	0,8	0,7	1,9	-0,4	4,6	3,8	—	—	4,7	4,9
2015	2,1	2,0	1,8	1,3	3,3	0,5	5,3	7,3	—	—	6,4	6,7
2016	1,8	2,3	2,0	1,8	4,5	2,5	5,5	8,3	—	—	3,3	4,7
2016 T3	1,7	2,3	1,9	1,6	4,7	2,7	5,2	8,5	—	—	3,2	4,6
T4	1,9	2,3	1,9	1,7	4,6	2,7	3,4	11,1	—	—	3,8	4,9
2017 T1	2,0	1,9	1,6	1,0	4,0	3,7	3,7	5,6	—	—	4,6	4,8
T2	2,3	2,2	1,8	1,2	3,3	4,3	3,6	0,8	—	—	4,4	4,3
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2016 T3	0,4	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	—	—
T4	0,6	0,7	0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0	0,1	-0,1	—	—
2017 T1	0,6	0,1	0,2	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,1	0,4	—	—
T2	0,7	0,8	0,3	0,1	0,4	0,0	0,1	0,3	0,0	-0,2	—	—
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2014	1,3	1,3	0,5	0,1	0,4	0,0	0,3	0,1	0,3	0,1	—	—
2015	2,1	2,0	1,0	0,3	0,6	0,0	0,3	0,3	0,0	0,1	—	—
2016	1,8	2,2	1,1	0,4	0,9	0,2	0,3	0,3	-0,1	-0,4	—	—
2016 T3	1,7	2,2	1,0	0,3	0,9	0,3	0,3	0,3	-0,1	-0,4	—	—
T4	1,9	2,2	1,1	0,3	0,9	0,3	0,2	0,4	-0,1	-0,3	—	—
2017 T1	2,0	1,8	0,9	0,2	0,8	0,4	0,2	0,2	0,0	0,1	—	—
T2	2,3	2,1	1,0	0,3	0,7	0,4	0,2	0,0	0,2	0,2	—	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

3 Activité économique

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2014	9 123,0	152,0	1 782,5	461,6	1 720,2	418,4	458,0	1 050,1	980,8	1 777,3	322,0	1 034,6
2015	9 443,1	153,8	1 899,9	468,7	1 782,7	433,1	464,2	1 072,9	1 025,7	1 811,4	330,6	1 071,9
2016	9 680,2	151,4	1 936,5	489,3	1 831,4	451,3	454,1	1 100,1	1 070,6	1 857,5	338,1	1 108,5
2016 T3	2 421,9	37,9	482,8	122,6	457,7	113,6	113,4	275,5	268,2	465,6	84,6	277,6
T4	2 443,6	38,7	489,5	123,8	463,0	114,5	112,3	277,5	270,7	468,4	85,1	281,9
2017 T1	2 462,5	39,9	490,6	126,2	468,4	114,8	112,6	279,5	274,7	470,5	85,4	282,6
T2	2 488,8	40,0	497,9	128,4	474,6	116,2	112,3	281,9	278,5	472,9	86,1	285,3
en pourcentage de la valeur ajoutée												
2016	100,0	1,6	20,0	5,1	18,9	4,7	4,7	11,4	11,1	19,2	3,5	–
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2016 T3	0,4	-0,3	0,7	0,6	0,5	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,4	0,2	0,7
T4	0,6	-1,1	1,2	0,6	0,8	0,8	-0,3	0,3	0,8	0,3	0,2	0,9
2017 T1	0,6	1,7	0,0	1,5	1,0	0,9	-0,2	0,4	1,3	0,2	0,2	0,4
T2	0,7	-0,2	1,1	1,0	0,7	1,0	0,3	0,3	0,9	0,3	0,5	0,6
variations annuelles en pourcentage												
2014	1,3	1,7	2,7	-1,0	1,7	4,3	-1,9	0,4	2,7	0,5	0,1	1,3
2015	1,9	3,0	4,0	0,4	1,7	3,4	-0,1	0,7	2,8	0,9	1,0	3,4
2016	1,7	-1,3	2,0	1,6	1,9	3,0	0,4	0,9	2,9	1,3	0,9	3,0
2016 T3	1,6	-1,3	1,6	2,0	1,6	3,5	0,9	0,9	2,6	1,4	0,8	3,0
T4	1,9	-2,8	2,6	1,7	2,1	3,6	-0,2	1,0	2,6	1,5	0,9	2,5
2017 T1	1,9	0,1	1,7	2,7	2,5	4,3	-0,6	1,1	3,4	1,3	0,9	2,7
T2	2,3	0,1	3,0	3,6	2,9	4,7	-0,2	1,1	3,0	1,2	1,2	2,6
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2016 T3	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	–
T4	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	–
2017 T1	0,6	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	–
T2	0,7	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	–
contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2014	1,3	0,0	0,5	-0,1	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	–
2015	1,9	0,1	0,8	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	–
2016	1,7	0,0	0,4	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	–
2016 T3	1,6	0,0	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	–
T4	1,9	0,0	0,5	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	–
2017 T1	1,9	0,0	0,3	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	–
T2	2,3	0,0	0,6	0,2	0,6	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	Agri- culture, sylvicul- ture et pêche	Industrie manu- factu- rière, énergie et services publics	Cons- truction	Commerce, 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													
en pourcentage du nombre total de personnes employées													
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,0	6,1	24,7	2,7	2,7	1,0	13,1	24,3	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,3	7,1
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	5,9	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,3	7,0
variations annuelles en pourcentage													
2014	0,6	0,7	0,1	0,1	-0,4	-1,3	0,7	0,7	-0,9	0,2	2,3	1,0	0,7
2015	1,0	1,2	-0,3	-1,2	0,2	0,1	1,2	1,4	-0,2	1,4	2,7	1,1	0,5
2016	1,3	1,6	-0,3	-0,5	0,6	-0,2	1,7	2,3	0,0	1,9	2,8	1,3	1,1
2016 T3	1,3	1,6	-0,1	-0,1	0,6	-0,3	1,6	2,1	0,1	2,3	2,8	1,3	1,0
T4	1,3	1,6	-0,1	0,2	0,7	0,3	1,7	2,6	0,1	2,3	2,7	1,2	0,5
2017 T1	1,5	1,8	0,2	0,9	0,8	1,2	1,7	3,1	-0,4	2,0	3,1	1,3	1,1
T2	1,6	1,9	-0,5	0,2	1,1	1,2	1,7	3,3	-0,6	2,0	3,1	1,2	1,8
Heures travaillées													
en pourcentage du nombre total d'heures travaillées													
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	12,8	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
2016	100,0	80,8	19,2	4,2	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,2	22,0	6,2
variations annuelles en pourcentage													
2014	0,6	0,8	-0,4	-0,3	-0,1	-0,9	0,4	0,6	-1,0	0,0	2,4	1,2	0,1
2015	1,1	1,4	-0,2	-0,3	0,6	0,6	0,8	2,4	-0,1	1,8	2,9	1,1	0,8
2016	1,2	1,6	-0,1	-0,5	0,7	-0,1	1,6	1,9	0,6	2,1	2,8	1,0	0,9
2016 T3	1,1	1,4	-0,4	-0,7	0,6	-0,2	1,5	1,5	0,3	1,5	2,3	1,1	0,4
T4	1,0	1,4	-0,3	-0,9	0,9	-0,2	1,4	2,0	0,2	2,3	2,5	0,8	0,1
2017 T1	1,3	1,7	-0,5	-0,6	1,0	1,4	1,2	2,7	-0,2	2,3	2,8	0,9	1,1
T2	1,5	1,9	-0,3	-0,7	1,5	1,7	1,7	2,9	-1,2	1,8	2,7	1,0	1,6
Heures travaillées par personne employée													
variations annuelles en pourcentage													
2014	0,0	0,1	-0,5	-0,4	0,3	0,4	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	0,1	0,3	-0,5
2015	0,1	0,1	0,1	0,9	0,3	0,5	-0,4	1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	0,3
2016	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,6	0,2	0,0	-0,2	-0,1
2016 T3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	0,0	0,1	-0,2	-0,6	0,2	-0,8	-0,5	-0,2	-0,6
T4	-0,3	-0,2	-0,2	-1,1	0,2	-0,4	-0,3	-0,6	0,1	0,0	-0,2	-0,4	-0,4
2017 T1	-0,3	-0,1	-0,7	-1,5	0,2	0,2	-0,5	-0,4	0,2	0,3	-0,3	-0,4	0,0
T2	-0,1	0,0	0,2	-0,9	0,4	0,4	0,0	-0,3	-0,6	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Popu- lation active, millions ¹⁾	Sous- emploi, % de la popu- lation active ¹⁾	Chômage											Taux de vacance d'em- ploi ²⁾
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ¹⁾	Par âge				Par sexe				% du total des postes
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
						Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la po- pulation active	Millions	% de la po- pulation active	Millions	% de la po- pulation active	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% du total en 2016			100,0			81,8		18,2		52,2		47,8		
2014	160,334	4,6	18,633	11,6	6,1	15,212	10,4	3,421	23,7	9,930	11,5	8,704	11,8	1,4
2015	160,600	4,6	17,447	10,9	5,6	14,297	9,8	3,151	22,3	9,256	10,7	8,191	11,0	1,5
2016	161,877	4,3	16,232	10,0	5,0	13,282	9,0	2,950	20,9	8,477	9,7	7,755	10,4	1,7
2016 T3	162,275	4,1	16,076	9,9	4,8	13,162	8,9	2,913	20,6	8,383	9,6	7,692	10,3	1,6
T4	162,300	4,2	15,755	9,7	4,9	12,873	8,7	2,882	20,4	8,243	9,4	7,512	10,0	1,7
2017 T1	161,635	4,3	15,378	9,5	4,8	12,629	8,5	2,748	19,6	7,965	9,1	7,413	9,9	1,9
T2	162,214	4,2	14,858	9,2	4,5	12,173	8,2	2,685	19,1	7,691	8,8	7,167	9,6	1,9
2017 Mars	—	—	15,240	9,4	—	12,525	8,5	2,715	19,3	7,894	9,0	7,346	9,8	—
Avril	—	—	14,965	9,2	—	12,268	8,3	2,697	19,2	7,732	8,9	7,233	9,7	—
Mai	—	—	14,878	9,2	—	12,183	8,2	2,696	19,2	7,701	8,8	7,177	9,6	—
Juin	—	—	14,731	9,1	—	12,069	8,1	2,662	18,9	7,640	8,8	7,091	9,4	—
Juillet	—	—	14,793	9,1	—	12,128	8,2	2,664	18,9	7,654	8,7	7,139	9,5	—
Août	—	—	14,751	9,1	—	12,082	8,1	2,668	18,9	7,655	8,7	7,095	9,4	—

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							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2010		100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
variations annuelles en pourcentage														
2014		0,8	1,7	1,1	1,8	2,7	-5,4	2,0	3,1	1,5	0,7	2,4	0,0	3,8
2015		2,1	2,4	1,0	3,6	2,6	0,8	-0,9	3,6	2,7	1,7	3,4	2,3	8,8
2016		1,4	1,6	1,8	1,7	1,2	0,1	2,2	0,3	1,5	1,3	1,7	1,8	7,2
2016 T4		2,3	1,8	2,4	1,8	1,3	5,3	2,3	3,3	2,4	1,7	3,1	1,4	4,1
2017 T1		1,3	1,3	2,3	1,4	-0,6	1,9	1,9	5,7	2,2	1,4	2,9	1,4	4,8
T2		2,7	2,8	3,9	2,4	1,7	1,8	3,7	6,8	3,0	2,7	3,4	1,3	6,0
T3		.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	5,5
2017 Avril		1,2	1,5	3,2	0,4	0,5	-0,9	3,2	6,2	2,8	3,5	2,7	0,0	4,3
Mai		4,1	4,4	4,1	5,5	3,2	1,6	2,9	8,5	2,7	2,1	3,6	-0,1	7,1
Juin		2,9	2,6	4,3	1,6	1,3	4,9	4,3	5,7	3,5	2,7	3,8	4,1	6,5
Juillet		3,6	3,8	5,1	4,6	1,2	1,1	2,8	6,7	2,3	1,5	3,6	1,1	4,6
Août		3,8	4,4	5,3	4,9	2,4	-0,7	1,6	.	1,2	1,1	2,3	-0,2	6,9
Sept.		.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	5,3
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)														
2017 Avril		0,3	-0,1	0,2	-0,9	-0,1	3,7	0,3	-1,3	0,0	1,2	-0,9	-0,6	0,2
Mai		1,3	1,4	0,6	2,2	1,5	0,6	0,0	2,4	0,5	-0,6	1,0	1,2	2,8
Juin		-0,6	-0,7	0,0	-1,9	-0,5	0,9	0,1	-0,7	0,5	0,6	0,5	1,0	-1,8
Juillet		0,3	0,5	0,7	0,9	0,5	-1,6	0,0	-1,0	-0,3	-0,6	0,0	-0,9	-2,0
Août		1,4	1,7	1,2	3,1	0,3	0,2	-0,2	.	-0,5	-0,3	-0,4	-0,9	2,9
Sept.		.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,5

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

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)								Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier		Indicateur de confiance des consommateurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du commerce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière	Production dans le secteur manufacturier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production
		Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,0	-6,1	80,7	-12,8	-13,6	-8,7	7,0	—	51,0	52,4	52,9	52,7
2014	101,4	-3,8	80,5	-10,1	-26,6	-3,1	4,7	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,4	1,6	9,2	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,8	-2,6	81,9	-7,7	-16,6	1,5	11,2	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3
2016 T4	106,9	-0,6	82,4	-6,5	-13,1	1,8	12,4	89,4	54,0	54,9	53,5	53,8
2017 T1	108,0	1,1	82,6	-5,5	-11,0	2,0	13,2	89,4	55,6	56,9	55,1	55,6
T2	110,0	3,3	82,9	-2,7	-5,0	3,2	13,4	89,8	57,0	58,3	56,0	56,6
T3	112,1	5,4	.	-1,5	-2,3	2,9	14,9	.	57,4	58,0	55,3	56,0
2017 Mai	109,3	2,8	—	-3,3	-5,6	2,0	12,8	—	57,0	58,3	56,3	56,8
Juin	111,1	4,5	—	-1,3	-3,5	4,4	13,3	—	57,4	58,7	55,4	56,3
Juillet	111,3	4,5	83,2	-1,7	-1,8	3,9	14,2	90,2	56,6	56,5	55,4	55,7
Août	111,9	5,0	—	-1,5	-3,3	1,6	15,1	—	57,4	58,3	54,7	55,7
Septembre	113,0	6,6	—	-1,2	-1,7	3,0	15,3	—	58,1	59,2	55,8	56,7
Octobre	.	.	—	-1,0	.	.	.	—	58,6	58,7	54,9	55,9

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

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	Ménages							Sociétés non financières					
	Taux d'épargne (brut) ¹⁾	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Valeur nette ²⁾	Patrimoine immobilier	Participation aux bénéfices ³⁾	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette ⁴⁾	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Financement
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté)		Variations annuelles en pourcentage					En pourcentage de la valeur ajoutée nette		En pourcentage du PIB	Variations annuelles en pourcentage		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	12,7	94,6	1,0	1,8	1,3	2,7	1,0	32,5	4,6	131,1	2,7	6,9	1,5
2015	12,4	93,9	1,5	2,0	1,5	3,4	2,5	33,4	6,3	132,8	3,8	4,6	2,1
2016	12,2	93,5	1,9	1,9	5,4	4,3	4,4	33,4	7,7	132,5	3,8	6,1	2,0
2016 T3	12,4	93,5	1,7	2,2	5,6	4,2	4,0	33,5	7,6	131,6	3,4	6,2	1,7
T4	12,2	93,5	1,3	1,9	4,9	4,3	4,4	33,4	7,7	132,5	3,8	6,6	2,0
2017 T1	12,2	93,1	1,6	2,0	10,1	4,6	4,6	33,5	7,2	132,7	4,2	10,1	2,4
T2	.	.	1,4	1,8	5,7	4,9	4,9	33,3	6,6	.	4,2	8,4	2,3

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes											Compte de capital ¹⁾	
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires			
		Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	T3	919,2	835,5	83,8	532,7	438,1	197,7	188,1	161,2	140,9	27,6	68,4	6,3	5,4
	T4	946,0	860,8	85,3	548,4	457,9	199,2	193,7	170,0	144,3	28,4	64,8	9,4	9,6
2017	T1	955,2	871,1	84,1	558,9	479,8	206,1	188,8	163,0	145,9	27,2	56,6	7,4	17,7
	T2	964,4	890,2	74,1	559,1	477,5	208,0	190,8	170,5	151,5	26,8	70,3	7,0	17,2
2017	Mars	322,2	289,5	32,7	188,5	160,0	69,4	61,2	54,4	48,0	9,8	20,2	2,2	6,2
	Avril	318,9	297,3	21,6	184,2	158,4	69,3	62,8	56,5	49,6	8,9	26,5	2,0	6,1
	Mai	326,3	297,9	28,4	188,9	162,2	68,6	64,1	59,8	50,8	9,0	20,8	2,1	5,5
	Juin	319,2	295,0	24,1	186,0	156,9	70,0	64,0	54,2	51,1	8,9	23,0	2,9	5,6
	Juillet	320,3	288,8	31,5	185,1	158,7	70,2	62,1	56,3	44,6	8,6	23,4	2,4	1,4
	Août	323,7	290,4	33,3	188,1	159,9	70,2	62,9	56,6	46,3	8,8	21,3	1,8	1,3
	flux cumulés sur 12 mois													
2017	Août	3 819,4	3 481,0	338,5	2 218,5	1 879,6	820,7	762,0	670,8	579,8	109,4	259,6	30,3	49,2
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB														
2017	Août	34,9	31,8	3,1	20,3	17,2	7,5	7,0	6,1	5,3	1,0	2,4	0,3	0,4

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

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

(données cvs, sauf indication contraire)

		Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)						
		Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés	Total				Pour mémoire :			
					Biens intermédiaires	Biens d'équipement		Biens de consommation		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)															
2016	T3	-0,1	-1,7	509,8	237,8	103,9	154,3	427,1	443,8	244,8	72,7	117,8	328,0	44,0	
	T4	2,3	2,5	525,8	244,8	109,0	157,5	440,2	461,5	257,1	75,1	119,6	335,7	50,1	
2017	T1	10,9	13,9	539,6	256,9	109,2	160,9	449,5	485,5	279,3	77,9	119,9	344,3	59,9	
	T2	5,3	9,6	544,7	256,8	111,4	162,8	455,1	485,6	274,6	77,4	122,9	351,6	51,7	
2017	Mars	14,6	17,0	183,1	86,5	37,5	54,8	153,2	161,9	93,2	25,5	40,7	115,3	18,5	
	Avril	-1,6	4,3	179,9	85,5	36,4	53,7	149,6	161,3	91,7	25,9	40,1	116,3	17,8	
	Mai	13,7	18,2	184,1	86,5	38,2	55,3	154,5	165,5	93,8	26,4	42,2	119,7	17,5	
	Juin	4,0	6,5	180,7	84,8	36,8	53,8	151,0	158,8	89,1	25,1	40,7	115,6	16,4	
	Juillet	6,1	9,1	178,7	83,6	36,1	54,1	149,6	160,9	90,2	25,9	40,7	117,4	15,6	
	Août	6,8	8,6	183,1	.	.	.	153,0	161,6	.	.	.	117,7	.	
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)															
2016	T3	0,7	1,7	118,4	116,3	114,0	124,0	117,5	109,3	108,5	106,8	112,2	112,3	101,3	
	T4	1,5	0,9	120,5	118,1	118,8	124,9	120,1	109,9	108,9	107,5	112,0	112,6	104,5	
2017	T1	6,4	3,4	121,1	121,0	118,0	124,4	120,5	110,5	111,5	108,1	109,9	112,5	109,9	
	T2	1,3	2,3	122,4	121,5	120,4	125,5	121,8	112,8	112,6	108,9	113,9	115,8	104,0	
2017	Février	0,9	-3,1	120,7	121,2	118,3	122,6	121,0	110,0	111,0	107,7	108,6	112,2	113,1	
	Mars	9,3	6,5	122,6	121,9	121,5	125,9	122,5	111,0	111,9	106,4	112,9	113,1	104,2	
	Avril	-6,1	-4,7	121,0	120,8	117,6	124,4	120,1	111,0	111,0	107,6	111,1	114,1	101,6	
	Mai	8,9	9,9	123,7	122,4	123,5	126,9	123,5	115,0	115,0	111,6	116,6	118,0	104,5	
	Juin	1,4	2,0	122,6	121,4	120,1	125,1	121,9	112,5	111,8	107,6	113,9	115,1	105,9	
	Juillet	3,4	4,0	121,2	119,5	116,8	126,3	120,6	113,5	113,5	109,3	113,2	116,1	100,9	

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
		Total	Total, hors produits alimentaires et énergie										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2017	100,0	100,0	70,9	55,4	44,6	100,0	12,1	7,5	26,3	9,5	44,6	86,6	13,4
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	—	—	—	—	—	—	0,2	1,9
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	—	—	—	—	—	—	-0,1	0,9
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	—	—	—	—	—	—	0,2	0,2
2016 T4	101,0	0,7	0,8	0,4	1,1	0,4	0,3	-0,1	0,1	2,4	0,3	0,8	0,3
2017 T1	101,0	1,8	0,8	2,3	1,1	0,6	0,3	1,9	0,1	3,3	0,3	2,0	0,5
T2	102,0	1,5	1,1	1,5	1,6	0,1	0,7	-1,2	0,1	-1,4	0,6	1,6	1,3
T3	101,8	1,5	1,2	1,4	1,5	0,2	0,6	0,3	0,2	-0,9	0,4	1,5	1,1
2017 Avril	102,0	1,9	1,2	1,9	1,8	0,2	0,2	-0,5	0,0	0,3	0,5	2,0	1,3
Mai	101,9	1,4	0,9	1,5	1,3	-0,1	0,4	-0,1	0,0	-1,2	-0,1	1,4	1,2
Juin	102,0	1,3	1,1	1,0	1,6	0,0	0,2	-0,5	0,1	-0,9	0,3	1,3	1,3
Juillet	101,4	1,3	1,2	1,1	1,6	0,1	0,2	0,2	0,1	-0,7	0,2	1,3	1,1
Août	101,7	1,5	1,2	1,4	1,6	0,2	0,2	0,6	0,0	0,7	0,1	1,6	1,1
Sept.	102,2	1,5	1,1	1,6	1,5	0,1	0,1	0,1	0,0	1,0	0,0	1,6	1,0

	Biens						Services						
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communi- cations	Services de loisirs et per- sonnels	Divers	
	Total	Produits alimen- taires transfor- més	Produits alimen- taires non transfor- més	Total	Produits manu- facturés hors énergie	Énergie	Loyers						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% du total en 2017	19,6	12,1	7,5	35,8	26,3	9,5	10,7	6,5	7,3	3,2	15,1	8,2	
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3	
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	
2016 T4	0,8	0,6	1,0	0,2	0,3	0,2	1,2	1,2	1,2	-0,1	1,3	1,2	
2017 T1	2,0	0,9	4,0	2,4	0,3	8,2	1,3	1,2	1,7	-1,1	1,4	0,7	
T2	1,5	1,4	1,6	1,5	0,3	4,6	1,3	1,3	2,6	-1,4	2,3	0,8	
T3	1,6	2,0	0,9	1,3	0,5	3,4	1,3	1,2	2,3	-1,8	2,4	0,8	
2017 Avril	1,5	1,1	2,2	2,2	0,3	7,6	1,3	1,3	3,3	-1,2	2,8	0,8	
Mai	1,5	1,5	1,6	1,4	0,3	4,5	1,3	1,3	2,1	-1,4	1,8	0,8	
Juin	1,4	1,6	1,0	0,8	0,4	1,9	1,3	1,3	2,4	-1,6	2,4	0,9	
Juillet	1,4	1,9	0,6	0,9	0,5	2,2	1,3	1,2	2,2	-1,8	2,5	0,8	
Août	1,4	2,0	0,6	1,4	0,5	4,0	1,3	1,2	2,5	-1,9	2,4	0,8	
Sept.	1,9	2,0	1,5	1,4	0,5	3,9	1,3	1,2	2,1	-1,8	2,4	0,9	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production dans l'industrie hors construction ¹⁾										Construc- tion	Prix de l'immo- bilier résiden- ciel ²⁾	Indicateur expérimen- tal relatif aux prix de l'immobilier commer- cial ²⁾
	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Industrie hors construction et énergie						Énergie				
			Secteur manu- facturier	Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consommation						
							Total	Produits alimen- taires, boissons et tabac		Produits non alimen- taires			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	13,8	8,9	27,9			
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,1	0,3	-4,3	0,3	0,3	1,6
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,2	0,2	1,6	3,8
2016	101,6	-2,3	-1,5	-0,5	-1,7	0,4	0,0	0,0	0,1	-6,9	0,4	3,2	5,7
2016 T3	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	0,0	0,1	-5,9	0,5	3,3	7,5
T4	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,3	0,1	0,4	1,2	3,7	5,5
2017 T1	104,7	4,1	4,0	2,1	3,1	0,8	1,7	2,6	0,2	9,9	1,9	3,8	.
T2	104,2	3,3	3,1	2,4	3,5	0,9	2,4	3,5	0,2	5,7	1,9	4,1	.
2017 Mars	104,5	3,9	4,0	2,5	3,9	0,9	2,0	3,0	0,2	8,1	—	—	—
Avril	104,5	4,3	3,9	2,6	4,0	0,9	2,3	3,5	0,2	9,0	—	—	—
Mai	104,2	3,4	3,1	2,4	3,6	0,9	2,3	3,6	0,2	5,8	—	—	—
Juin	104,0	2,4	2,1	2,2	3,0	0,9	2,4	3,5	0,3	2,5	—	—	—
Juillet	104,0	2,0	2,3	2,1	2,7	1,0	2,2	3,3	0,3	1,9	—	—	—
Août	104,3	2,5	2,7	2,2	3,0	1,0	2,2	3,3	0,3	3,4	—	—	—

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				Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾		Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾		
			Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
% du total										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
2014	104,5	0,9	0,6	0,5	0,9	0,7	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	106,0	1,4	0,4	0,3	0,5	0,8	0,3	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,8	0,8	0,4	0,3	0,5	0,8	-1,5	-2,5	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2016 T4	107,2	0,7	0,8	0,7	0,6	0,9	-0,1	0,2	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5
2017 T1	107,3	0,7	1,4	1,6	1,0	1,3	2,6	4,6	50,8	18,3	5,9	33,2	13,0	0,1	32,4
T2	107,8	1,0	1,3	1,4	1,0	1,3	2,4	3,1	45,6	6,8	-2,7	18,2	6,7	-2,4	19,9
T3	.	.	.	.	.	.	.	.	44,0	.	.	.	.	.	.
2017 Avril	—	—	—	—	—	—	—	—	49,6	11,4	1,2	23,2	9,9	-0,5	24,8
Mai	—	—	—	—	—	—	—	—	46,0	7,0	-2,1	17,7	6,9	-1,8	19,7
Juin	—	—	—	—	—	—	—	—	41,7	2,3	-7,1	13,7	3,2	-4,8	15,1
Juillet	—	—	—	—	—	—	—	—	42,2	1,0	-6,0	8,9	2,0	-3,9	10,1
Août	—	—	—	—	—	—	—	—	43,5	1,1	-8,7	12,1	1,2	-7,6	13,0
Sept.	—	—	—	—	—	—	—	—	46,3	.	.	.	.	.	.

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
1999-2013	4,7	—	—	-2,0	34,7	57,7	56,7	—	49,9
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,4	15,1	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,8	1,3	2,7	-13,2	-0,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-0,4	1,7	4,4	-7,3	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2016 T4	4,6	3,1	4,9	-5,4	2,4	58,6	54,9	51,6	50,5
2017 T1	9,0	5,5	6,4	-3,7	12,9	67,8	56,7	55,0	51,4
T2	7,8	4,2	5,9	1,8	12,3	62,5	55,9	54,6	51,5
T3	8,7	4,9	6,9	3,3	10,5	60,4	55,7	54,4	51,4
2017 Mai	8,2	3,6	5,1	-0,5	11,8	62,0	55,9	54,1	51,7
Juin	7,1	3,4	5,8	3,6	11,7	58,4	55,3	54,3	50,9
Juillet	7,5	4,4	6,2	5,3	10,1	57,8	55,2	53,7	51,0
Août	8,1	4,0	6,4	0,1	9,9	59,4	55,6	54,3	51,3
Sept.	10,5	6,2	8,0	4,5	11,5	64,0	56,3	55,2	51,8
Oct.	.	.	.	.	.	66,5	56,6	56,1	52,3

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⁾
	1	2	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	
2014	102,6	1,3	1,3	1,2	1,3	1,2	1,7
2015	104,3	1,6	1,9	0,7	1,6	1,6	1,5
2016	105,8	1,5	1,5	1,6	1,4	1,5	1,4
2016 T3	102,6	1,3	1,4	1,1	1,2	1,6	1,5
T4	112,3	1,6	1,6	1,5	1,6	1,5	1,4
2017 T1	100,4	1,4	1,3	1,6	1,3	1,6	1,6
T2	111,1	1,7	2,1	0,8	1,9	1,5	1,4

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									
	1	2	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communi- cation	Activités financières et d'assu- rance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entre- prises et de soutien	Adminis- tration publique, enseigne- ment, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
			3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Coûts unitaires de main-d'œuvre												
2014	104,4	0,7	-1,4	-1,0	1,3	0,3	-1,4	3,0	1,7	1,3	1,6	1,6
2015	104,8	0,4	-3,3	-1,8	0,5	1,2	0,9	0,6	2,0	1,6	1,3	1,4
2016	105,6	0,8	1,3	0,0	-0,3	1,3	0,1	1,7	4,3	0,8	1,2	1,7
2016 T3	105,8	0,8	1,5	0,4	-0,5	1,4	-0,8	1,4	4,5	0,8	1,1	1,7
T4	106,1	0,8	3,7	-0,4	0,1	1,1	-0,3	2,3	5,1	0,7	1,1	1,6
2017 T1	106,4	1,0	1,1	0,7	0,4	0,7	-0,4	1,9	4,5	1,5	1,5	1,5
T2	106,5	0,9	1,9	0,0	0,4	0,3	0,2	1,0	5,1	2,2	1,4	1,6
Rémunération par tête												
2014	106,6	1,4	0,2	2,1	1,6	1,2	2,2	2,0	1,9	1,7	1,1	1,0
2015	108,1	1,4	0,9	1,9	0,8	1,6	2,9	0,7	1,4	1,7	1,1	2,0
2016	109,5	1,3	0,5	1,3	1,5	1,5	0,7	2,2	3,3	0,8	1,2	1,6
2016 T3	109,7	1,3	0,3	1,4	1,8	1,4	0,6	2,2	3,1	0,5	1,3	1,5
T4	110,3	1,4	0,6	1,5	1,5	1,6	0,6	2,1	3,8	0,7	1,5	2,0
2017 T1	110,6	1,5	0,4	1,6	1,9	1,5	0,8	1,7	3,6	1,8	1,5	1,4
T2	111,0	1,6	1,8	1,9	2,7	1,5	1,6	1,4	4,2	2,2	1,4	1,0
Productivité par personne employée												
2014	102,1	0,7	1,7	3,1	0,3	0,9	3,6	-0,9	0,2	0,4	-0,5	-0,6
2015	103,2	1,1	4,3	3,7	0,4	0,4	1,9	0,1	-0,7	0,1	-0,2	0,6
2016	103,7	0,5	-0,8	1,3	1,8	0,2	0,6	0,4	-0,9	0,1	0,0	-0,1
2016 T3	103,7	0,4	-1,2	1,0	2,3	0,0	1,3	0,8	-1,4	-0,2	0,2	-0,2
T4	104,0	0,6	-3,0	1,9	1,4	0,4	1,0	-0,2	-1,3	-0,1	0,3	0,4
2017 T1	104,0	0,4	-0,7	0,9	1,5	0,8	1,2	-0,2	-0,9	0,3	0,0	-0,1
T2	104,3	0,7	-0,1	1,9	2,3	1,2	1,4	0,4	-0,8	-0,1	0,0	-0,6
Rémunération par heure travaillée												
2014	108,5	1,3	1,1	1,7	1,1	1,4	2,0	2,0	1,7	1,3	0,8	1,4
2015	109,9	1,3	0,7	1,5	0,3	1,7	1,9	0,6	0,6	1,3	1,2	1,9
2016	111,4	1,3	-0,1	1,2	1,5	1,5	1,1	1,7	3,5	0,7	1,5	1,7
2016 T3	111,6	1,4	0,2	1,4	2,0	1,3	1,1	2,1	4,2	0,8	1,5	2,2
T4	112,2	1,6	1,2	1,4	1,8	1,8	1,2	2,1	4,5	0,8	1,9	2,4
2017 T1	112,4	1,6	0,8	1,4	1,5	1,6	1,0	1,4	3,6	1,8	1,9	1,3
T2	112,8	1,6	3,0	1,4	2,2	1,6	1,8	2,0	4,7	2,2	1,5	0,9
Productivité horaire du travail												
2014	104,2	0,8	2,0	2,8	-0,1	1,3	3,7	-0,9	0,5	0,3	-0,8	-0,1
2015	105,2	1,0	3,4	3,4	-0,2	0,8	1,0	0,0	-1,0	0,0	-0,1	0,3
2016	105,8	0,6	-0,8	1,2	1,7	0,3	1,1	-0,2	-1,1	0,0	0,3	0,0
2016 T3	105,8	0,7	-0,7	1,0	2,2	0,2	1,9	0,6	-0,6	0,3	0,4	0,4
T4	106,2	0,9	-1,9	1,8	1,8	0,7	1,6	-0,3	-1,3	0,2	0,7	0,8
2017 T1	106,2	0,7	0,8	0,7	1,3	1,3	1,6	-0,4	-1,2	0,6	0,4	-0,1
T2	106,4	0,8	0,8	1,5	1,9	1,3	1,7	1,0	-0,6	0,3	0,2	-0,4

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												
2014	969,5	4 970,5	5 939,9	1 581,7	2 147,6	3 729,4	9 669,3	121,5	430,3	109,2	661,0	10 330,3
2015	1 036,5	5 566,3	6 602,8	1 439,2	2 159,8	3 599,1	10 201,8	74,6	485,5	75,4	635,5	10 837,3
2016	1 073,1	6 117,1	7 190,2	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	523,7	95,8	689,9	11 376,2
2016 T4	1 073,1	6 117,1	7 190,2	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	523,7	95,8	689,9	11 376,2
2017 T1	1 088,6	6 302,5	7 391,0	1 306,7	2 180,0	3 486,6	10 877,7	73,5	533,6	102,4	709,5	11 587,2
T2	1 095,0	6 430,9	7 525,9	1 259,9	2 195,1	3 455,0	10 980,9	68,3	515,2	80,5	664,0	11 644,9
T3 ^(p)	1 103,0	6 579,5	7 682,4	1 223,1	2 209,2	3 432,3	11 114,7	68,6	532,3	80,9	681,9	11 796,6
2017 Avril	1 092,3	6 342,9	7 435,2	1 280,1	2 183,0	3 463,0	10 898,3	72,3	518,7	81,0	671,9	11 570,2
Mai	1 092,4	6 376,5	7 468,9	1 264,3	2 190,4	3 454,8	10 923,6	72,5	518,5	81,8	672,8	11 596,5
Juin	1 095,0	6 430,9	7 525,9	1 259,9	2 195,1	3 455,0	10 980,9	68,3	515,2	80,5	664,0	11 644,9
Juillet	1 093,9	6 458,0	7 551,9	1 245,4	2 201,0	3 446,4	10 998,3	66,7	513,4	79,5	659,5	11 657,8
Août	1 099,1	6 535,4	7 634,5	1 245,7	2 206,4	3 452,1	11 086,6	72,5	519,9	75,1	667,5	11 754,1
Sept. ^(p)	1 103,0	6 579,5	7 682,4	1 223,1	2 209,2	3 432,3	11 114,7	68,6	532,3	80,9	681,9	11 796,6
Flux												
2014	59,0	374,9	433,9	-91,8	3,7	-88,1	345,8	3,6	11,9	13,0	28,5	374,3
2015	65,9	562,6	628,5	-135,4	12,3	-123,0	505,5	-48,0	49,8	-26,6	-24,8	480,7
2016	36,7	540,6	577,3	-109,2	15,9	-93,3	484,0	-4,3	38,1	16,4	50,2	534,2
2016 T4	6,5	152,1	158,6	-66,7	3,2	-63,5	95,1	-10,4	19,7	4,2	13,5	108,6
2017 T1	15,5	187,9	203,3	-11,3	4,1	-7,2	196,1	3,1	10,0	6,0	19,1	215,3
T2	6,4	148,0	154,4	-37,2	14,7	-22,5	132,0	-4,7	-18,1	-20,1	-43,0	89,0
T3 ^(p)	7,9	156,6	164,5	-34,7	11,0	-23,8	140,7	0,9	17,3	0,0	18,2	158,9
2017 Avril	3,7	45,0	48,7	-25,0	3,1	-22,0	26,7	-1,1	-14,9	-21,5	-37,5	-10,8
Mai	0,1	44,7	44,8	-8,7	6,9	-1,8	43,1	0,5	-0,1	0,0	0,4	43,5
Juin	2,6	58,3	60,9	-3,5	4,7	1,3	62,2	-4,1	-3,1	1,4	-5,9	56,3
Juillet	-1,1	33,2	32,1	-12,4	2,8	-9,7	22,4	-1,4	-1,8	0,8	-2,4	20,1
Août	5,3	80,9	86,1	0,7	5,4	6,0	92,2	6,2	6,6	-6,9	5,8	98,0
Sept. ^(p)	3,8	42,5	46,3	-23,0	2,8	-20,2	26,1	-3,9	12,5	6,1	14,8	40,9
Taux de croissance												
2014	6,5	8,4	8,0	-5,4	0,2	-2,3	3,7	2,9	2,9	19,2	4,6	3,8
2015	6,8	11,3	10,5	-8,6	0,6	-3,3	5,2	-39,1	11,4	-25,0	-3,7	4,6
2016	3,5	9,7	8,7	-7,6	0,7	-2,6	4,7	-5,8	7,8	21,6	7,9	4,9
2016 T4	3,5	9,7	8,7	-7,6	0,7	-2,6	4,7	-5,8	7,8	21,6	7,9	4,9
2017 T1	3,7	10,0	9,0	-7,5	0,8	-2,5	5,0	-14,4	12,9	4,2	8,1	5,2
T2	3,8	10,6	9,5	-9,3	1,1	-3,0	5,3	-18,6	5,0	-13,9	-0,6	4,9
T3 ^(p)	3,4	10,8	9,7	-10,8	1,5	-3,3	5,3	-13,8	5,7	-11,3	1,2	5,1
2017 Avril	4,2	10,0	9,1	-8,7	0,9	-2,9	5,0	-17,8	7,9	-16,0	1,1	4,8
Mai	3,9	10,1	9,2	-8,7	1,0	-2,8	5,1	-17,0	7,1	-9,5	1,6	4,9
Juin	3,8	10,6	9,5	-9,3	1,1	-3,0	5,3	-18,6	5,0	-13,9	-0,6	4,9
Juillet	3,4	10,0	9,0	-9,9	1,2	-3,2	4,9	-18,5	3,7	-17,6	-2,1	4,5
Août	3,5	10,6	9,5	-9,1	1,4	-2,7	5,4	-10,9	6,2	-24,7	-0,4	5,0
Sept. ^(p)	3,4	10,8	9,7	-10,8	1,5	-3,3	5,3	-13,8	5,7	-11,3	1,2	5,1

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													
2014	1 863,4	1 366,3	365,1	112,6	19,4	5 555,6	2 749,5	812,1	1 991,1	2,8	847,2	222,2	332,9
2015	1 950,8	1 503,1	321,8	117,5	8,4	5 748,9	3 059,7	695,1	1 991,7	2,4	949,7	225,8	364,7
2016	2 077,2	1 656,4	293,9	118,3	8,6	6 049,8	3 399,6	643,6	2 004,8	1,7	979,8	196,3	380,6
2016 T4	2 077,2	1 656,4	293,9	118,3	8,6	6 049,8	3 399,6	643,6	2 004,8	1,7	979,8	196,3	380,6
2017 T1	2 170,8	1 743,3	303,7	117,4	6,4	6 139,8	3 503,3	620,0	2 013,7	2,7	972,0	190,9	389,1
T2	2 196,2	1 775,3	295,5	118,9	6,5	6 188,7	3 560,9	599,1	2 026,4	2,3	971,1	198,0	400,2
T3 ^(p)	2 215,9	1 805,6	284,7	120,5	5,1	6 253,0	3 631,6	582,8	2 036,7	1,9	989,7	201,5	420,3
2017 Avril	2 164,7	1 746,0	294,8	117,1	6,8	6 156,5	3 524,2	611,5	2 017,6	3,2	959,8	199,7	397,6
Mai	2 172,7	1 753,3	294,5	118,8	6,2	6 173,6	3 542,3	605,5	2 023,2	2,7	963,9	195,8	397,7
Juin	2 196,2	1 775,3	295,5	118,9	6,5	6 188,7	3 560,9	599,1	2 026,4	2,3	971,1	198,0	400,2
Juillet	2 177,7	1 761,6	290,6	119,2	6,3	6 200,7	3 573,4	593,4	2 032,0	2,0	987,7	193,5	411,4
Août	2 205,6	1 792,8	286,7	120,2	5,8	6 231,3	3 604,9	589,2	2 035,2	2,0	999,6	202,1	421,3
Sept. ^(p)	2 215,9	1 805,6	284,7	120,5	5,1	6 253,0	3 631,6	582,8	2 036,7	1,9	989,7	201,5	420,3
Flux													
2014	68,7	91,1	-26,7	1,5	2,8	140,7	208,8	-65,0	-1,4	-1,7	52,7	7,3	21,0
2015	83,9	123,7	-33,5	4,9	-11,2	193,6	303,0	-109,9	0,9	-0,4	84,0	-0,1	30,3
2016	128,7	152,9	-24,7	0,2	0,2	298,8	333,0	-46,8	13,4	-0,8	29,0	-30,6	17,1
2016 T4	4,2	28,2	-22,3	-1,2	-0,5	68,6	90,6	-24,5	3,4	-0,9	21,4	-11,1	-4,9
2017 T1	96,4	88,4	11,3	-1,0	-2,2	90,1	104,1	-23,9	8,8	1,1	-6,2	-5,2	8,6
T2	34,9	38,0	-5,2	1,9	0,2	52,1	60,8	-20,0	11,8	-0,5	15,6	7,5	10,8
T3 ^(p)	23,8	33,2	-9,6	1,7	-1,4	62,2	71,4	-16,1	7,2	-0,3	23,6	3,7	20,3
2017 Avril	-2,6	4,5	-7,3	-0,3	0,5	17,9	21,8	-8,3	4,0	0,5	-10,6	9,0	8,2
Mai	11,9	10,3	0,6	1,7	-0,6	18,4	19,6	-5,6	5,0	-0,6	16,6	-3,7	0,1
Juin	25,6	23,2	1,5	0,5	0,4	15,7	19,5	-6,2	2,8	-0,4	9,5	2,2	2,5
Juillet	-14,8	-10,8	-4,0	0,3	-0,3	9,9	13,1	-5,5	2,5	-0,2	19,9	-4,2	11,4
Août	29,6	32,4	-3,4	1,1	-0,4	31,0	31,9	-4,1	3,3	0,0	13,8	8,7	9,9
Sept. ^(p)	9,0	11,7	-2,2	0,3	-0,8	21,3	26,5	-6,5	1,5	-0,1	-10,1	-0,7	-1,0
Taux de croissance													
2014	4,0	7,6	-6,6	1,3	15,9	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-37,8	6,6	3,9	7,0
2015	4,5	9,0	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	9,7	0,0	9,1
2016	6,6	10,2	-7,7	0,2	2,2	5,2	10,9	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,6	4,7
2016 T4	6,6	10,2	-7,7	0,2	2,2	5,2	10,9	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,6	4,7
2017 T1	8,1	11,7	-5,0	-0,3	-32,6	5,3	11,4	-10,1	1,0	2,1	1,5	-13,3	3,6
T2	8,4	11,6	-3,9	0,3	-21,3	4,8	10,7	-12,4	1,4	-25,5	3,2	-6,2	5,4
T3 ^(p)	7,7	11,6	-8,2	1,2	-43,6	4,6	9,9	-12,6	1,6	-25,6	5,7	-2,4	9,0
2017 Avril	7,0	10,6	-6,9	-0,5	-20,0	5,2	11,3	-11,1	1,2	-9,9	1,1	-7,7	5,4
Mai	7,5	10,8	-5,7	0,5	-22,4	5,1	11,1	-11,7	1,3	-24,0	2,5	-9,0	4,9
Juin	8,4	11,6	-3,9	0,3	-21,3	4,8	10,7	-12,4	1,4	-25,5	3,2	-6,2	5,4
Juillet	6,8	9,7	-5,3	1,1	-24,4	4,5	10,0	-12,6	1,5	-30,3	5,4	-9,9	6,8
Août	8,1	11,3	-5,2	1,6	-32,1	4,5	9,9	-12,4	1,5	-29,2	6,4	-5,3	9,3
Sept. ^(p)	7,7	11,6	-8,2	1,2	-43,6	4,6	9,9	-12,6	1,6	-25,6	5,7	-2,4	9,0

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			
													Prêts corrigés ²⁾
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours													
2014		3 615,6	1 135,0	2 478,5	12 506,8	10 454,5	10 725,2	4 317,2	5 200,2	808,1	129,0	1 280,0	772,4
2015		3 904,2	1 112,3	2 789,5	12 599,4	10 512,0	10 805,8	4 291,4	5 306,9	790,1	123,5	1 305,1	782,3
2016		4 397,8	1 081,9	3 302,7	12 838,1	10 671,8	10 978,5	4 313,5	5 407,7	838,2	112,5	1 382,1	784,2
2016	T4	4 397,8	1 081,9	3 302,7	12 838,1	10 671,8	10 978,5	4 313,5	5 407,7	838,2	112,5	1 382,1	784,2
2017	T1	4 439,1	1 070,3	3 354,7	12 971,0	10 755,0	11 046,5	4 334,2	5 456,5	851,5	112,9	1 423,8	792,2
	T2	4 457,4	1 065,2	3 378,0	12 962,7	10 722,7	11 038,6	4 297,6	5 486,4	826,2	112,5	1 439,9	800,0
	T3 ^(p)	4 544,1	1 052,2	3 477,8	13 019,4	10 785,6	11 102,5	4 300,5	5 523,6	850,6	111,0	1 439,0	794,7
2017	Avril	4 465,9	1 072,2	3 379,5	12 953,4	10 741,3	11 044,1	4 337,2	5 465,7	823,9	114,4	1 423,4	788,7
	Mai	4 477,9	1 066,4	3 397,1	12 975,3	10 746,0	11 058,0	4 341,4	5 473,0	820,6	111,0	1 439,9	789,4
	Juin	4 457,4	1 065,2	3 378,0	12 962,7	10 722,7	11 038,6	4 297,6	5 486,4	826,2	112,5	1 439,9	800,0
	Juillet	4 492,3	1 058,3	3 419,6	12 990,4	10 735,3	11 071,6	4 303,1	5 486,2	831,6	114,3	1 458,5	796,6
	Août	4 539,5	1 058,9	3 466,2	12 992,0	10 761,6	11 084,5	4 302,4	5 507,3	837,2	114,7	1 442,5	787,8
	Sept. ^(p)	4 544,1	1 052,2	3 477,8	13 019,4	10 785,6	11 102,5	4 300,5	5 523,6	850,6	111,0	1 439,0	794,7
Flux													
2014		73,8	16,4	57,4	-99,9	-47,1	-32,6	-60,6	-14,9	16,7	11,7	-89,8	37,0
2015		296,1	-21,1	316,9	84,9	58,2	76,2	-13,7	98,1	-20,5	-5,7	25,2	1,5
2016		489,5	-34,8	524,2	315,8	233,4	258,2	81,2	119,2	44,1	-11,1	78,1	4,3
2016	T4	161,4	-20,2	181,7	78,6	61,6	69,1	19,4	35,1	3,8	3,3	15,3	1,6
2017	T1	77,9	-10,9	88,3	147,8	97,7	86,5	27,9	51,1	18,2	0,5	40,6	9,5
	T2	23,5	-3,2	26,6	55,7	18,8	42,0	-2,5	39,2	-17,6	-0,3	20,9	16,0
	T3 ^(p)	90,9	-10,0	101,0	80,7	87,3	93,0	20,8	41,6	26,3	-1,5	0,2	-6,8
2017	Avril	26,6	1,8	24,7	-7,7	-4,7	6,6	7,1	12,0	-25,4	1,6	-0,3	-2,7
	Mai	13,9	-3,2	17,0	31,0	14,1	22,8	8,8	9,1	-0,5	-3,3	16,9	0,0
	Juin	-17,0	-1,8	-15,1	32,5	9,4	12,7	-18,4	18,1	8,2	1,5	4,3	18,7
	Juillet	34,9	-6,5	41,3	40,3	25,0	45,8	13,5	0,9	8,7	1,9	19,3	-4,0
	Août	41,8	0,3	41,5	13,5	34,6	22,4	3,9	23,2	7,0	0,4	-15,7	-5,4
	Sept. ^(p)	14,2	-3,8	18,3	26,9	27,6	24,9	3,4	17,5	10,6	-3,8	-3,4	2,7
Taux de croissance													
2014		2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	1,8	11,9	-6,6	4,6
2015		8,2	-1,9	12,8	0,7	0,6	0,7	-0,3	1,9	-2,5	-4,4	2,0	0,2
2016		12,5	-3,1	18,8	2,5	2,2	2,4	1,9	2,2	5,6	-9,0	6,0	0,6
2016	T4	12,5	-3,1	18,8	2,5	2,2	2,4	1,9	2,2	5,6	-9,0	6,0	0,6
2017	T1	10,9	-4,2	16,8	3,1	2,4	2,7	1,7	2,5	4,9	3,6	8,2	4,6
	T2	8,2	-3,7	12,6	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,6	8,3	7,2	6,5
	T3 ^(p)	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,5	2,7	1,5	3,1	3,7	1,9	5,6	2,6
2017	Avril	10,3	-4,4	16,0	2,9	2,2	2,6	1,6	2,6	2,6	1,5	7,6	4,5
	Mai	9,6	-4,8	15,0	2,9	2,2	2,7	1,6	2,7	2,2	0,2	8,1	3,9
	Juin	8,2	-3,7	12,6	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,6	8,3	7,2	6,5
	Juillet	7,7	-4,1	11,9	3,0	2,2	2,6	1,2	2,9	3,4	3,7	7,5	5,7
	Août	8,4	-3,9	12,9	2,8	2,4	2,6	1,4	3,1	3,5	4,0	6,0	2,6
	Sept. ^(p)	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,5	2,7	1,5	3,1	3,7	1,9	5,6	2,6

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾				
	Total	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans		Total	Crédits à la consomma- tion	Prêts au logement	Autres prêts	
	Prêts corrigés ⁴⁾					Prêts corrigés ⁴⁾				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2014	4 317,2	4 270,2	1 112,3	724,9	2 480,0	5 200,2	5 545,5	562,9	3 860,9	776,4
2015	4 291,4	4 273,3	1 041,1	762,2	2 488,2	5 306,9	5 640,0	595,2	3 948,4	763,3
2016	4 313,5	4 312,8	998,3	798,3	2 516,8	5 407,7	5 724,3	615,0	4 044,9	747,7
2016 T4	4 313,5	4 312,8	998,3	798,3	2 516,8	5 407,7	5 724,3	615,0	4 044,9	747,7
2017 T1	4 334,2	4 332,9	1 004,3	803,0	2 526,9	5 456,5	5 768,2	626,5	4 085,6	744,4
T2	4 297,6	4 310,2	988,7	797,4	2 511,4	5 486,4	5 798,7	634,8	4 113,9	737,8
T3 ^(p)	4 300,5	4 324,7	973,7	813,3	2 513,5	5 523,6	5 828,1	643,2	4 149,1	731,3
2017 Avril	4 337,2	4 339,5	998,2	805,3	2 533,7	5 465,7	5 776,2	628,5	4 096,4	740,8
Mai	4 341,4	4 344,2	1 002,0	804,8	2 534,6	5 473,0	5 792,3	635,2	4 096,7	741,1
Juin	4 297,6	4 310,2	988,7	797,4	2 511,4	5 486,4	5 798,7	634,8	4 113,9	737,8
Juillet	4 303,1	4 326,1	984,0	801,9	2 517,2	5 486,2	5 810,9	639,4	4 113,1	733,7
Août	4 302,4	4 325,4	980,7	804,5	2 517,2	5 507,3	5 819,9	642,2	4 132,6	732,5
Sept. ^(p)	4 300,5	4 324,7	973,7	813,3	2 513,5	5 523,6	5 828,1	643,2	4 149,1	731,3
Flux										
2014	-60,6	-67,1	-14,1	2,6	-49,0	-14,9	5,6	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-13,7	22,9	-64,2	32,0	18,5	98,1	76,4	21,8	80,0	-3,6
2016	81,2	98,7	-18,1	44,3	55,0	119,2	113,8	23,4	105,0	-9,2
2016 T4	19,4	29,8	-10,1	7,7	21,9	35,1	31,4	9,2	30,5	-4,5
2017 T1	27,9	30,7	8,3	6,3	13,3	51,1	46,0	11,3	40,0	-0,3
T2	-2,5	9,4	-2,1	0,6	-1,0	39,2	40,8	10,2	28,9	0,2
T3 ^(p)	20,8	36,5	-9,3	19,1	11,0	41,6	32,9	9,8	35,9	-4,2
2017 Avril	7,1	9,9	-4,0	3,6	7,5	12,0	11,4	2,3	10,8	-1,1
Mai	8,8	8,5	7,5	1,0	0,3	9,1	18,0	7,1	1,1	0,9
Juin	-18,4	-9,0	-5,6	-4,0	-8,8	18,1	11,4	0,8	17,0	0,4
Juillet	13,5	24,8	-1,4	6,1	8,8	0,9	12,5	5,1	-0,6	-3,6
Août	3,9	4,7	-1,4	3,7	1,6	23,2	11,2	3,2	20,0	0,0
Sept. ^(p)	3,4	7,0	-6,5	9,4	0,5	17,5	9,2	1,6	16,5	-0,6
Taux de croissance										
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,4	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,5	-5,8	4,4	0,7	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,8	5,8	2,2	2,2	2,0	3,9	2,7	-1,2
2016 T4	1,9	2,3	-1,8	5,8	2,2	2,2	2,0	3,9	2,7	-1,2
2017 T1	1,7	2,4	-2,8	4,9	2,6	2,5	2,4	4,5	2,9	-1,2
T2	1,2	2,0	-2,6	3,8	2,0	3,0	2,6	5,9	3,3	-1,1
T3 ^(p)	1,5	2,5	-1,3	4,3	1,8	3,1	2,7	6,7	3,4	-1,2
2017 Avril	1,6	2,5	-3,0	4,9	2,6	2,6	2,5	4,6	3,0	-1,1
Mai	1,6	2,5	-2,5	4,9	2,3	2,7	2,6	6,3	2,9	-1,0
Juin	1,2	2,0	-2,6	3,8	2,0	3,0	2,6	5,9	3,3	-1,1
Juillet	1,2	2,4	-2,2	3,7	1,9	2,9	2,6	6,7	3,1	-1,4
Août	1,4	2,4	-1,8	3,8	2,0	3,1	2,7	6,7	3,3	-1,3
Sept. ^(p)	1,5	2,5	-1,3	4,3	1,8	3,1	2,7	6,7	3,4	-1,2

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

5.5 Contreparties de M3 autres que les créances sur les résidents de la zone 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⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2014	269,4	7 131,5	2 186,6	92,2	2 391,5	2 461,1	1 389,0	219,7	184,5	139,7
2015	284,8	6 997,7	2 119,7	79,8	2 254,7	2 543,5	1 353,7	262,5	205,9	135,6
2016	318,8	6 922,7	2 054,4	70,6	2 145,6	2 652,1	1 140,6	241,2	205,9	121,6
2016 T4	318,8	6 922,7	2 054,4	70,6	2 145,6	2 652,1	1 140,6	241,2	205,9	121,6
2017 T1	304,1	6 881,8	2 033,2	69,2	2 101,9	2 677,5	1 104,2	258,8	182,2	111,8
T2	296,5	6 764,4	2 003,4	67,0	2 067,9	2 626,1	1 026,4	259,2	154,2	109,7
T3 ^(p)	378,5	6 701,3	1 976,2	61,7	2 016,7	2 646,7	1 032,1	280,8	142,2	85,6
2017 Avril	335,9	6 849,8	2 023,4	69,3	2 084,1	2 673,0	1 091,9	244,7	175,4	103,7
Mai	310,5	6 833,3	2 015,7	67,0	2 082,5	2 668,1	1 040,5	246,5	162,4	104,3
Juin	296,5	6 764,4	2 003,4	67,0	2 067,9	2 626,1	1 026,4	259,2	154,2	109,7
Juillet	322,1	6 724,7	1 990,5	63,5	2 058,0	2 612,7	1 044,9	177,0	128,1	76,4
Août	352,3	6 728,8	1 981,2	62,6	2 039,7	2 645,3	1 027,6	276,2	124,4	69,0
Sept. ^(p)	378,5	6 701,3	1 976,2	61,7	2 016,7	2 646,7	1 032,1	280,8	142,2	85,6
Flux										
2014	-4,0	-171,0	-120,8	2,0	-160,1	107,9	238,7	-13,2	0,7	17,8
2015	9,2	-212,8	-106,2	-13,5	-215,4	122,2	-85,3	-18,6	21,4	-4,0
2016	31,0	-104,3	-70,3	-9,1	-110,4	85,5	-275,8	-68,7	12,8	-12,0
2016 T4	6,6	-9,5	-18,6	-2,6	-11,9	23,6	-43,9	-90,4	-0,2	-7,5
2017 T1	-16,2	-14,1	-15,0	-1,4	-30,8	33,2	-37,3	-3,5	-22,5	-9,1
T2	-7,6	-6,1	-22,2	-2,1	3,4	14,8	-18,9	15,0	-28,0	-2,1
T3 ^(p)	87,8	-14,4	-24,2	-2,9	-30,6	43,3	35,9	24,9	-11,9	-24,1
2017 Avril	31,8	-13,1	-8,2	0,2	-6,2	1,1	-0,7	-10,3	-6,8	-8,2
Mai	-25,4	14,9	-5,6	-2,3	14,3	8,4	-28,1	16,2	-13,0	0,6
Juin	-14,0	-7,9	-8,4	0,0	-4,7	5,3	9,8	9,2	-8,2	5,4
Juillet	25,7	-0,3	-10,8	-1,1	3,7	7,9	38,3	-68,1	-26,0	-33,3
Août	30,1	0,1	-8,2	-0,8	-10,7	19,9	-18,2	91,2	-3,7	-7,5
Sept. ^(p)	32,0	-14,2	-5,2	-1,0	-23,5	15,4	15,7	1,8	17,8	16,6
Taux de croissance										
2014	-1,6	-2,3	-5,1	2,2	-6,3	4,5	—	—	0,4	14,6
2015	3,6	-2,9	-4,8	-14,5	-8,8	4,9	—	—	11,6	-2,9
2016	10,9	-1,5	-3,3	-11,5	-4,9	3,3	—	—	6,3	-9,0
2016 T4	10,9	-1,5	-3,3	-11,5	-4,9	3,3	—	—	6,3	-9,0
2017 T1	-4,6	-1,0	-3,9	-10,1	-4,6	4,5	—	—	-21,1	-25,3
T2	-8,2	-1,1	-3,9	-10,8	-3,7	3,7	—	—	-30,7	-22,6
T3 ^(p)	22,5	-0,6	-3,9	-12,4	-3,3	4,4	—	—	-30,4	-33,3
2017 Avril	5,5	-1,3	-4,2	-9,0	-4,6	4,0	—	—	-20,8	-24,8
Mai	3,2	-1,1	-4,3	-11,6	-3,9	4,0	—	—	-23,4	-23,6
Juin	-8,2	-1,1	-3,9	-10,8	-3,7	3,7	—	—	-30,7	-22,6
Juillet	-2,5	-0,8	-4,0	-11,4	-2,7	3,7	—	—	-35,6	-39,5
Août	9,2	-0,7	-4,1	-11,7	-2,9	4,1	—	—	-38,2	-48,0
Sept. ^(p)	22,5	-0,6	-3,9	-12,4	-3,3	4,4	—	—	-30,4	-33,3

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
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,1	-2,0	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,5	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2016 T3	-1,8	.	.	.	.	0,5
T4	-1,5	.	.	.	.	0,6
2017 T1	-1,3	.	.	.	.	0,8
T2	-1,3	.	.	.	.	0,9

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
2013	46,7	46,2	12,6	13,0	15,5	0,5	49,8	45,6	10,4	5,3	2,8	23,0	4,2
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,6	23,0	3,9
2015	46,2	45,7	12,5	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,1	5,2	2,4	22,7	3,9
2016	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,5	47,6	44,1	10,0	5,2	2,2	22,7	3,5
2016 T3	46,1	45,6	12,5	13,0	15,3	0,5	47,9	44,1	10,0	5,2	2,2	22,7	3,8
T4	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,4	47,6	44,1	10,0	5,2	2,2	22,7	3,5
2017 T1	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,4	47,4	43,9	9,9	5,1	2,2	22,7	3,5
T2	46,1	45,7	12,7	13,0	15,3	0,4	47,4	43,9	9,9	5,1	2,1	22,7	3,5

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

6.3 Ratio dette publique/PIB

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

	Total	Instrument financier			Dé détenteur			Durée initiale		Durée résiduelle			Devises	
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents		Créanciers non-résidents	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises
						IFM								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2013	91,3	2,6	17,5	71,2	45,4	26,4	45,9	10,4	81,0	19,4	32,1	39,9	89,3	2,1
2014	91,8	2,7	17,1	72,0	44,1	25,8	47,7	10,0	81,9	18,8	31,8	41,2	89,7	2,1
2015	89,9	2,8	16,1	71,0	44,3	27,3	45,6	9,3	80,7	17,6	31,2	41,1	87,9	2,1
2016	88,9	2,7	15,4	70,8	46,2	30,7	42,7	8,9	80,0	17,1	29,8	41,9	86,9	2,1
2016 T3	89,7	2,7	15,6	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	88,9	2,7	15,4	70,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 T1	89,2	2,6	15,1	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	89,1	2,7	14,8	71,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 valo- risation et autres variations en volume	Autres		
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investis- sement				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	1,9	0,2	-0,3	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,3	1,9	2,6
2014	0,5	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,6	2,4
2015	-1,9	-0,3	-0,9	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,8	1,3
2016	-1,0	-0,6	-0,3	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,6
2016 T3	-1,4	-0,5	-0,5	-0,2	0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,4	1,5
T4	-1,0	-0,6	-0,3	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,6
2017 T1	-1,7	-0,8	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,3	-0,2	-0,3	1,0
T2	-1,7	-0,9	-0,7	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,8

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

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

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

6.5 Titres de créance des administrations publiques ¹⁾

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

	Service de la dette dû dans l'année ²⁾					Durée résiduelle moyenne en années ³⁾	Rendements nominaux moyens ⁴⁾						
	Total	Principal		Intérêts			Encours					Opérations	
		Échéances ≤ 3 mois	Échéances ≤ 3 mois	Total	Taux variable		Coupon zéro	Taux fixe		Émissions	Rembour- sements		
								Durées ≤ 1 an					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	15,8	13,8	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,6	0,4	3,5	2,8	0,8	1,6
2015	14,7	12,8	4,3	1,9	0,5	6,6	2,9	1,4	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016	14,2	12,5	4,6	1,7	0,4	6,7	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2016 T2	14,9	13,1	4,8	1,8	0,5	6,7	2,7	1,3	-0,1	3,1	3,0	0,3	1,1
T3	14,4	12,7	4,0	1,7	0,4	6,8	2,6	1,3	-0,1	3,1	2,9	0,2	1,2
T4	14,2	12,5	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017 T1	14,4	12,6	4,3	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1
2017 Avril	14,1	12,4	4,3	1,7	0,4	7,0	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,7	0,2	1,2
Mai	14,2	12,5	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,1	1,2
Juin	13,8	12,1	4,3	1,7	0,4	7,1	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2
Juillet	13,5	11,8	4,3	1,7	0,4	7,1	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,3
Août	13,7	12,0	4,3	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,2
Sept.	13,4	11,7	3,9	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1

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									
2013	-3,1	-0,1	-0,2	-6,1	-13,2	-7,0	-4,1	-2,9	-5,1
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-8,8
2015	-2,5	0,6	0,1	-1,9	-5,7	-5,3	-3,6	-2,6	-1,2
2016	-2,5	0,8	-0,3	-0,7	0,5	-4,5	-3,4	-2,5	0,5
2016 T3	-2,8	0,6	0,3	-1,6	-1,9	-4,9	-3,3	-2,4	-1,0
T4	-2,5	0,8	-0,3	-0,7	0,4	-4,5	-3,4	-2,5	0,5
2017 T1	-2,0	1,0	-0,5	-0,5	1,0	-4,1	-3,4	-2,4	0,8
T2	-1,5	0,8	-0,5	-0,6	1,0	-3,6	-3,3	-2,4	1,0
Dette des administrations publiques									
2013	105,5	77,4	10,2	119,4	177,4	95,5	92,4	129,0	102,6
2014	106,8	74,6	10,7	104,5	179,0	100,4	95,0	131,8	107,5
2015	106,0	70,9	10,0	76,9	176,8	99,4	95,8	131,5	107,5
2016	105,7	68,1	9,4	72,8	180,8	99,0	96,5	132,0	107,1
2016 T3	108,8	69,2	9,5	75,1	176,4	99,9	97,4	132,1	111,5
T4	106,1	68,1	9,4	72,8	179,1	99,0	96,5	132,0	108,5
2017 T1	107,8	66,6	9,2	74,7	176,2	99,9	98,8	134,0	107,6
T2	106,6	66,0	8,9	74,3	175,0	99,8	99,3	134,7	107,6

	Lettonie	Lituanie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Autriche	Portugal	Slovénie	Slovaquie	Finlande
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2013	-1,0	-2,6	1,0	-2,4	-2,4	-2,0	-4,8	-14,7	-2,7	-2,6
2014	-1,2	-0,6	1,3	-1,8	-2,3	-2,7	-7,2	-5,3	-2,7	-3,2
2015	-1,2	-0,2	1,4	-1,1	-2,1	-1,0	-4,4	-2,9	-2,7	-2,7
2016	0,0	0,3	1,6	1,1	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2016 T3	0,2	0,3	1,6	0,9	-0,4	-0,7	-3,7	-1,8	-2,4	-2,0
T4	0,0	0,3	1,6	1,1	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2017 T1	-0,1	0,7	0,5	2,3	1,0	-1,2	-1,6	-1,4	-1,9	-1,5
T2	0,4	0,7	0,4	2,0	1,1	-1,3	-1,4	-1,2	-1,7	-0,9
Dette des administrations publiques										
2013	39,0	38,8	23,7	68,4	67,8	81,0	129,0	70,4	54,7	56,5
2014	40,9	40,5	22,7	63,8	68,0	83,8	130,6	80,3	53,5	60,2
2015	36,9	42,6	22,0	60,3	64,6	84,3	128,8	82,6	52,3	63,6
2016	40,6	40,1	20,8	57,6	61,8	83,6	130,1	78,5	51,8	63,1
2016 T3	38,3	41,2	21,6	59,3	61,5	82,7	132,8	81,7	52,7	61,6
T4	40,5	40,1	20,8	57,6	61,8	83,6	130,1	78,5	51,9	63,1
2017 T1	39,4	39,2	23,9	58,1	59,6	81,7	130,4	80,2	53,5	62,6
T2	40,0	41,7	23,4	56,8	58,7	81,4	132,1	79,8	51,8	61,8

Source: Eurostat.

© **Banque centrale européenne**, 2017

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne

Téléphone +49 69 1344 0

Site internet www.ecb.europa.eu

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

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

La date d'arrêt des statistiques figurant dans cette publication est le 25 octobre 2017.

ISSN 2363-3425 (PDF)

Numéro de catalogue UE QB-BP-17-007-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général