

## Bulletin économique

Numéro 8 / 2017

# Sommaire

<b>Évolutions économiques et monétaires</b>	<b>2</b>
Vue d'ensemble	2
1    Environnement extérieur	5
2    Évolutions financières	12
3    Activité économique	18
4    Prix et coûts	24
5    Monnaie et crédit	30
6    Évolutions budgétaires	38
<b>Encadrés</b>	<b>40</b>
1    Qu'est-ce qui détermine les prix des métaux ?	40
2    Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 26 juillet au 31 octobre 2017	45
3    La récente vigueur des indicateurs tirés d'enquêtes : que nous dit-elle sur la profondeur et l'étendue de la croissance du PIB en volume ?	51
4    Que peut nous apprendre l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels sur les perceptions de la dynamique du marché du travail de la zone euro ?	56
5    Évaluation de l'examen des projets de plans budgétaires portant sur l'exercice 2018	60
<b>Articles</b>	<b>65</b>
1    Le marché du pétrole à l'ère du pétrole de schiste	65
2    L'impact des chaînes de valeur mondiales sur l'analyse macroéconomique de la zone euro	85
<b>Statistiques</b>	<b>S1</b>

# Évolutions économiques et monétaires

## Vue d'ensemble

**Lors de sa réunion de politique monétaire du 14 décembre 2017, le Conseil des gouverneurs a conclu qu'une orientation très accommodante de la politique monétaire était encore nécessaire afin de garantir un retour de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %.** Les informations devenues disponibles depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs fin octobre, y compris les nouvelles projections établies par les services de l'Eurosystème, indiquent un rythme d'expansion économique soutenu ainsi qu'une amélioration significative des perspectives de croissance. D'après l'évaluation du Conseil des gouverneurs, la forte dynamique conjoncturelle et la réduction sensible de la sous-utilisation des capacités productives dans l'économie justifient une confiance accrue dans la convergence à venir de l'inflation vers son objectif. Dans le même temps, les tensions sur les prix d'origine intérieure restent globalement modérées et ne montrent pas encore de signes convaincants de remontée durable. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs a conclu qu'un degré élevé de relance monétaire demeurerait indispensable pour aviver progressivement les pressions inflationnistes sous-jacentes et soutenir l'inflation totale à moyen terme. Ce soutien monétaire continu est apporté par les achats nets supplémentaires d'actifs, décidés par le Conseil des gouverneurs lors de sa réunion de politique monétaire d'octobre, par le volume considérable de titres acquis et les réinvestissements à venir ainsi que par les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*).

## Évaluation économique et monétaire au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs du 14 décembre 2017

**Il ressort de l'évaluation économique du Conseil des gouverneurs que l'expansion économique de la zone euro reste solide et généralisée à l'ensemble des pays et secteurs.** La croissance du PIB en volume est soutenue par la hausse de la consommation privée et de l'investissement ainsi que par des exportations bénéficiant de la reprise mondiale généralisée. Les derniers résultats d'enquêtes et les données disponibles confirment la robustesse de la dynamique de croissance. L'économie mondiale continue également d'afficher une croissance soutenue, et la reprise montre des signes de synchronisation à l'échelle internationale.

### **Les conditions de financement dans la zone euro demeurent très favorables.**

Les rendements des emprunts publics de la zone euro ont légèrement diminué depuis le 7 septembre. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises se sont également resserrés, tandis que les prix des actions des sociétés non financières (SNF) de la zone euro ont augmenté. Dans le même temps, les valorisations des obligations et des actions d'entreprises ont continué d'être

soutenues par la vigueur des perspectives économiques. Sur les marchés des changes, l'euro est resté globalement stable au cours des derniers mois.

**Pour la suite, les projections macroéconomiques de décembre 2017 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème prévoient une hausse annuelle du PIB en volume de 2,4 % en 2017, de 2,3 % en 2018, de 1,9 % en 2019 et de 1,7 % en 2020.** Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2017 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB ont été considérablement révisées à la hausse. L'expansion économique en cours dans la zone euro devrait continuer d'être soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE. En outre, les dépenses privées et la hausse de la consommation sont soutenues par la diminution des besoins de désendettement et par l'amélioration de la situation sur le marché du travail. L'amélioration de la rentabilité des entreprises et les conditions de financement très favorables continuent de favoriser la reprise de l'investissement des entreprises, tandis que les exportateurs bénéficient de l'expansion économique en cours à l'échelle mondiale.

**Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,5 % en novembre, après 1,4 % en octobre.** Dans le même temps, les mesures de l'inflation sous-jacente ont légèrement baissé récemment, notamment du fait de facteurs spécifiques. Au cours des prochains mois, sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux annuels de l'inflation totale devraient diminuer, principalement en raison d'effets de base relatifs aux prix de l'énergie, avant d'augmenter à nouveau. L'inflation sous-jacente devrait s'accélérer progressivement à moyen terme, soutenue par les décisions de politique monétaire de la BCE, la poursuite de la croissance économique, la résorption correspondante de la sous-utilisation des capacités productives et l'accélération de la hausse des salaires.

**Cette évaluation ressort également globalement des projections macroéconomiques de décembre 2017 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, qui tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 1,5 % en 2017, de 1,4 % en 2018, de 1,5 % en 2019 et de 1,7 % en 2020.** Par comparaison avec les projections macroéconomiques de septembre 2017 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de croissance de l'IPCH ont été révisées à la hausse, essentiellement en raison de l'augmentation des prix du pétrole et des produits alimentaires.

**Les dernières projections établies par les services de l'Eurosystème prévoient également une nouvelle diminution du déficit budgétaire de la zone euro sur l'horizon de projection, principalement sous l'effet de l'amélioration des conditions conjoncturelles et de la baisse des paiements d'intérêts.**

L'orientation budgétaire globale dans la zone euro devrait prendre un tour largement neutre. Le ratio dette des administrations publiques/PIB de la zone euro devrait continuer de fléchir, en partant toutefois d'un niveau élevé.

**En complément de l'évaluation économique, l'analyse monétaire a montré que la croissance monétaire était demeurée robuste en octobre et durant le**

**troisième trimestre 2017.** La croissance de l'agrégat monétaire large s'est poursuivie en octobre, à 5 %, conformément au rythme régulier observé depuis mi-2015. Le redressement de la croissance des prêts accordés au secteur privé se poursuit également. Selon les estimations, le flux annuel du financement externe total des SNF s'est renforcé au troisième trimestre 2017, reflétant l'amélioration à la fois de l'activité de prêt bancaire et des émissions de titres de créance.

## Décisions de politique monétaire

**Au terme de l'examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé la nécessité d'une orientation très accommodante de la politique monétaire afin de ramener durablement les taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %.** Le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés et continue de prévoir leur maintien à leurs niveaux actuels sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs. En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé son intention de poursuivre les achats nets d'actifs au titre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme* – APP), à un rythme mensuel de 30 milliards d'euros, à compter de janvier 2018 et jusque fin 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. De plus, le Conseil des gouverneurs a confirmé que 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, il se tient prêt à accroître le volume et/ou à allonger la durée du programme d'achats d'actifs. Le Conseil des gouverneurs a également réitéré 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.

# 1

## Environnement extérieur

*L'économie mondiale continue d'afficher une croissance solide, avec des signes croissants de synchronisation. Les perspectives des économies avancées indiquent une expansion robuste, se ralentissant sur l'horizon de projection avec l'arrivée à maturité de la reprise. S'agissant des économies de marché émergentes, les perspectives sont soutenues par le renforcement de l'activité dans les pays exportateurs de matières premières. Les indicateurs relatifs au commerce mondial font état d'un rebond au troisième trimestre. Avec la diminution des capacités de production inutilisées à l'échelle internationale, l'inflation mondiale devrait lentement se renforcer.*

### Activité économique et échanges commerciaux à l'échelle mondiale

**L'expansion soutenue de l'économie mondiale s'est généralisée et prolongée au second semestre de l'année.** La reprise montre des signes de synchronisation au niveau mondial, la part des pays qui enregistrent une croissance de l'activité économique supérieure à la moyenne des dernières années ayant augmenté depuis le second semestre 2016. En ce qui concerne les économies avancées, l'activité aux États-Unis a progressé à un rythme soutenu au troisième trimestre, malgré l'impact des récents ouragans. La croissance du PIB en volume est également demeurée solide au Japon, tandis que l'activité a été relativement modérée au Royaume-Uni, en partie en raison de l'incidence négative de la dépréciation de la livre sterling sur les revenus réels des ménages et la consommation, qui a plus que compensé les gains de compétitivité et l'impulsion positive donnée par l'expansion de plus en plus robuste dans la zone euro. S'agissant des économies émergentes, l'activité a été soutenue par l'Inde et la Chine, ainsi que par la reprise au Brésil et en Russie après les récessions profondes enregistrées par ces pays, même si une certaine perte de dynamisme est anticipée à court terme dans ce dernier pays.

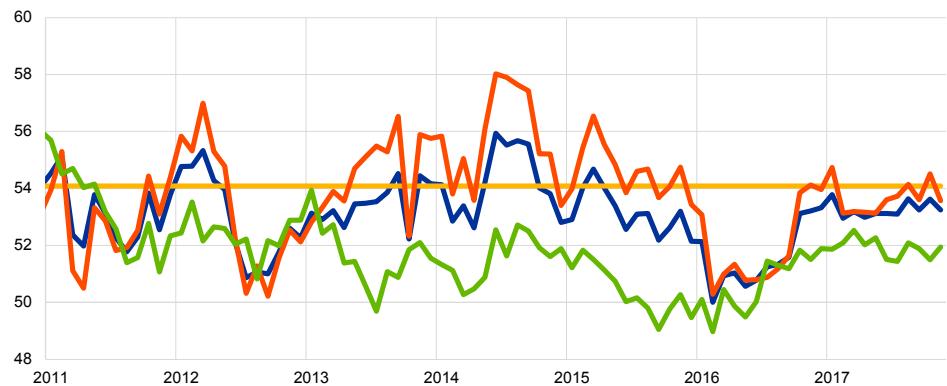
**Les indicateurs tirés d'enquêtes et les enquêtes sur le climat des affaires font état d'une croissance soutenue au niveau mondial à court terme.** Au troisième trimestre, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale hors zone euro s'est maintenu à des niveaux similaires à ceux des deux trimestres précédents, proches des moyennes de long terme, indiquant la poursuite d'une expansion régulière de l'activité mondiale (cf. graphique 1). Les indicateurs tirés des enquêtes relatives au climat des affaires sont également ressortis en hausse au cours des derniers mois.

## Graphique 1

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

(indice de diffusion)

- Mondial hors zone euro
- Mondial hors zone euro - moyenne de long terme
- Économies avancées hors zone euro
- Économies de marché émergentes



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

Notes : Les dernières observations se rapportent à novembre 2017. La « moyenne de long terme » fait référence à la période allant de janvier 1999 à novembre 2017.

### Les politiques monétaires montrent quelques divergences, mais dans l'ensemble, les conditions financières restent favorables à l'échelle mondiale.

Les marchés continuent de s'attendre à un resserrement monétaire très progressif aux États-Unis. Lors de sa réunion de septembre, le Comité fédéral de l'*open market* a laissé les taux directeurs inchangés, mais a décidé de commencer à réduire le bilan du Système fédéral de réserve. Conformément aux anticipations des marchés, un relèvement des taux est intervenu en décembre. Les anticipations d'un resserrement de la politique monétaire au Royaume-Uni, confirmées par le relèvement du taux directeur, ont continué de se raffermir dans le sillage de la hausse de l'inflation à des niveaux supérieurs à la cible et de tensions à la hausse persistantes sur les prix à la suite de la récente dépréciation de la livre sterling. Au Japon, la Banque du Japon a maintenu son orientation accommodante. En Chine, afin de réduire l'endettement du système financier, la Banque populaire de Chine a permis un durcissement des conditions financières depuis le début de l'année, en relevant ses taux d'intérêt pour les opérations d'*open market* et en orientant à la hausse les taux interbancaires. Les autres économies de marché émergentes (EME), notamment l'Inde et certains pays exportateurs de matières premières, ont abaissé les taux directeurs compte tenu de l'atténuation des tensions inflationnistes et du raffermissement des taux de change. Globalement, le sentiment des marchés financiers est demeuré robuste dans les économies avancées, avec des plus-values sur les marchés boursiers et une nouvelle diminution de la volatilité. Au sein des EME, les taux d'intérêt ont baissé dans plusieurs grandes économies, contribuant à un léger assouplissement des conditions financières, et les entrées de capitaux ont fortement augmenté.

**Dans les mois à venir, l'activité économique devrait rester globalement stable au niveau mondial, mais les évolutions entre les pays et les régions varient sensiblement.** Les perspectives des économies avancées vont dans le sens d'une

expansion robuste, se ralentissant sur l'horizon de projection, en liaison avec l'arrivée à maturité de la reprise, en particulier aux États-Unis et au Japon, et la réduction progressive des écarts de production, tandis que la croissance au Royaume-Uni devrait rester modérée. Au sein des EME, les perspectives sont soutenues par la reprise dans les pays exportateurs de matières premières, notamment au Brésil et en Russie. En Inde et en Chine, la croissance demeure robuste mais la Chine devrait connaître une transition vers une trajectoire de croissance plus faible compte tenu du ralentissement de la croissance potentielle. Globalement, ces tendances se compensent mutuellement, conduisant à une stabilité des perspectives de croissance du PIB au niveau mondial.

**Le potentiel de croissance a diminué dans la plupart des économies avancées et des économies émergentes ces dernières années et devrait se stabiliser à des niveaux inférieurs à ceux enregistrés avant la crise.** Dans les économies avancées, les contributions en capital ont diminué, les taux d'investissement s'étant inscrits en recul à la suite de la crise financière, sous l'effet de l'affaiblissement des anticipations relatives aux perspectives de la demande qui en a découlé ainsi que du durcissement des conditions financières et de l'accroissement de l'incertitude. L'investissement a également reculé dans les économies de marché émergentes, en particulier dans les pays exportateurs de matières premières. L'affaiblissement du soutien apporté par la démographie a accentué le fléchissement de la croissance potentielle dans plusieurs pays.

**Aux États-Unis, l'activité devrait rester robuste en raison de la vigueur de la demande intérieure.** La reprise se poursuivra à la faveur de la croissance solide de l'investissement et de la consommation, la situation tendue sur le marché du travail alimentant une croissance plus soutenue des salaires et les conditions financières favorables dopant le patrimoine. De plus, le renforcement de la demande extérieure et la dépréciation récente du dollar soutiennent également les perspectives économiques des États-Unis. La réforme de la fiscalité et l'ensemble de mesures budgétaires associées devraient stimuler l'économie à partir de l'année prochaine. Toutefois, la croissance du PIB devrait se ralentir progressivement à moyen terme, retrouvant son niveau potentiel.

**Au Royaume-Uni, la croissance du PIB en volume devrait rester relativement atone en raison de l'incertitude élevée.** Le récent ralentissement de l'activité économique, lié à l'évolution de la consommation privée, les ménages commençant à ressentir les effets de la hausse de l'inflation et du fléchissement de la croissance des salaires réels, devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres. Les anticipations de croissance relativement modérées reflètent l'incidence exercée actuellement par l'incertitude élevée et la forte dépréciation de la livre sterling qui a suivi le référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE.

**Au Japon, l'expansion économique devrait rester solide, soutenue par des facteurs internes et externes.** Même si l'affaiblissement du soutien budgétaire devrait freiner la croissance, l'activité économique devrait être soutenue par le raffermissement de la demande étrangère, des gains sur les investissements privés associés à des bénéfices élevés, des pénuries croissantes de main-d'œuvre et de capacités de production et des conditions de financement favorables. Le relèvement

de la TVA prévu pour octobre 2019 devrait toutefois avoir un impact négatif sur l'activité économique après sa mise en œuvre.

**En Chine, l'activité continue de progresser à un rythme vigoureux, soutenue par la résistance de la consommation et par un marché de l'immobilier résidentiel toujours robuste.** Les perspectives à court terme sont dominées par l'attention portée par les autorités à la stabilité de la croissance, compte tenu de la transition politique en cours, tandis qu'à moyen terme on suppose que les réformes structurelles se poursuivront et seront mises en œuvre progressivement, aboutissant à un ralentissement ordonné.

**En Europe centrale et orientale, l'activité économique devrait s'accélérer à court terme, grâce au rebond de l'investissement et à la vigueur de la consommation privée.** La demande intérieure continuera d'être le principal moteur de la croissance économique à l'avenir, grâce à l'amélioration des marchés du travail et à la hausse de l'absorption des fonds de l'UE.

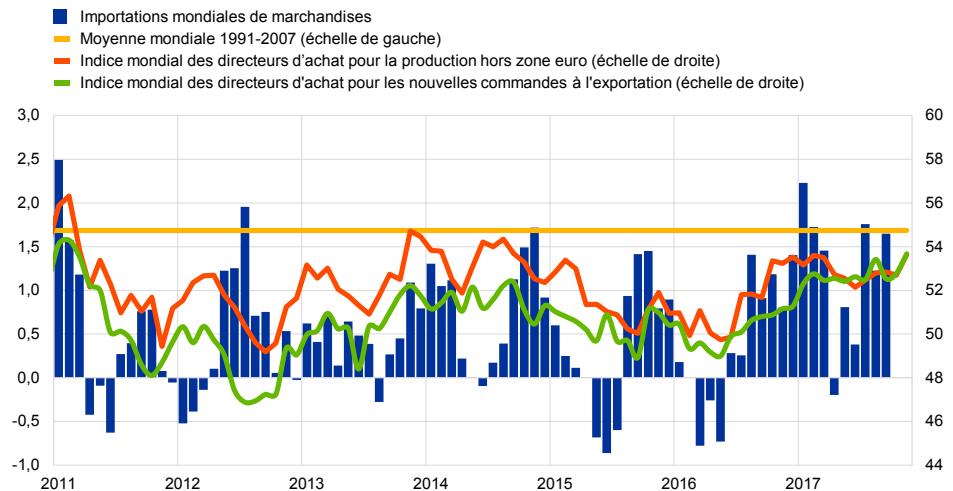
**Les grands exportateurs de matières premières poursuivent leur redressement après de profondes récessions.** En Russie, les indicateurs font état d'un ralentissement de la reprise à court terme, mais la croissance devrait repartir par la suite, soutenue par la hausse des prix du pétrole, une appréciation du rouble et un recul de l'inflation. À moyen terme, la croissance devrait demeurer timide, dans un contexte où les défis budgétaires pèsent sur l'environnement des entreprises et où l'absence de FBCF et de réformes structurelles nuit aux capacités d'offre de la Russie. Au Brésil, même si les incertitudes politiques récurrentes pèsent constamment sur l'investissement des entreprises et les dépenses de consommation, l'assouplissement des conditions financières parallèlement au renforcement de l'orientation accommodante de la politique monétaire ainsi que l'amélioration des termes de l'échange soutiendront l'économie à moyen terme.

**La croissance du commerce mondial est restée robuste au deuxième trimestre et les perspectives demeurent favorables à court terme.** La dynamique de croissance des importations de marchandises au niveau mondial laisse penser que le commerce mondial est resté robuste au troisième trimestre de l'année (cf. graphique 2). Les importations de marchandises en volume ont augmenté de 1,6 % en septembre (en glissement sur trois mois), principalement en raison du fort rebond de la croissance des importations dans les EME, en particulier en Asie et en Amérique latine. Dans les économies avancées, en revanche, les données de septembre font apparaître un résultat négatif pour les États-Unis et le Japon, confirmant la baisse des importations (de biens et de services) dans les publications des comptes nationaux disponibles. Les indicateurs avancés semblent confirmer la dynamique robuste du commerce mondial, l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation demeurant à des niveaux élevés au début du quatrième trimestre.

## Graphique 2

### Échanges internationaux de biens

(échelle de gauche : variations en pourcentage en glissement sur trois mois ; échelle de droite : indice de diffusion)



Sources : Markit, CPB et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à novembre 2017 (indice mondial des directeurs d'achat pour la production), à octobre 2017 (indice mondial des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes à l'exportation) et à septembre 2017 (échanges commerciaux).

#### À plus long terme, la croissance du commerce mondial devrait se poursuivre.

La combinaison de bons résultats s'agissant des indicateurs et des enquêtes sur les échanges commerciaux et les surprises répétées à la hausse pourraient indiquer que le commerce mondial bénéficie d'une dynamique conjoncturelle plus forte que prévu précédemment, en liaison avec le redressement conjoncturel et la reprise de l'investissement.

**Globalement, la croissance mondiale devrait demeurer stable sur l'horizon de projection.** Selon les projections macroéconomiques de décembre 2017 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait s'accélérer pour passer de 3,7 % en 2017 à 3,9 % en 2018, avant de revenir progressivement à 3,7 % en 2020. Cette évolution résulte d'un ralentissement progressif sur l'horizon de projection pour les économies avancées, où le cycle est plus mature, qui est contrebalancé par un dynamisme accru dans les EME, en particulier en Amérique latine. La croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro devrait s'établir à 5,5 % en 2017, à 4,4 % en 2018, à 3,8 % en 2019 et à 3,5 % en 2020. Par rapport aux projections de septembre 2017, le PIB mondial n'est révisé que légèrement à la hausse en 2017-2018. La croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro a été revue à la hausse sur l'ensemble de l'horizon de projection, reflétant des révisions de données et un jugement plus positif sur les évolutions à moyen terme.

**Les risques entourant les perspectives d'évolution de l'activité mondiale sont orientés à la hausse à court terme, mais demeurent orientés à la baisse à moyen terme.** Du côté des risques à la hausse, il est possible que l'amélioration du climat des affaires se traduise par un redressement plus rapide qu'attendu de l'activité. Une relance budgétaire plus importante que prévu selon les axes actuellement en discussion au Congrès américain présente également un risque à la

hausse modérée pour la croissance américaine et la croissance mondiale. Toutefois, des risques à la baisse à moyen terme existent, tels qu'une augmentation du protectionnisme commercial, un durcissement soudain des conditions financières mondiales (susceptible d'affecter en particulier les EME vulnérables), des perturbations associées au processus de réformes et de libéralisation de la Chine et des incertitudes politiques et géopolitiques, notamment celles qui sont liées aux négociations portant sur les futures relations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne.

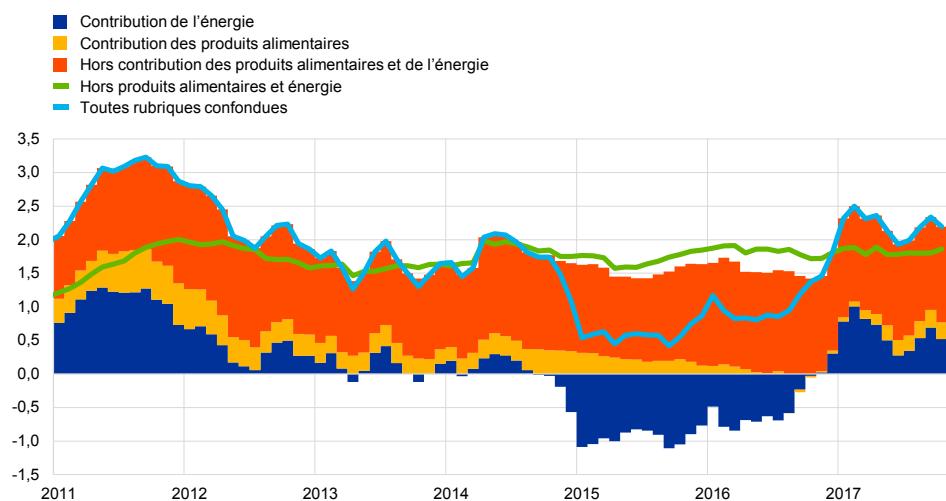
## Évolutions des prix au niveau mondial

**La hausse des prix à la consommation à l'échelle mondiale s'est légèrement ralenti en octobre, sous l'effet de la baisse des prix de l'énergie.** Après s'être renforcée au cours des mois précédents, sous l'effet d'une augmentation de la contribution des prix de l'énergie, la hausse annuelle des prix à la consommation dans la zone OCDE a fléchi en octobre, ressortant à 2,2 % (cf. graphique 3). Toutefois, hors produits alimentaires et énergie, l'inflation annuelle au sein de l'OCDE a atteint 1,9 %, après être restée stable à 1,8 % au cours des cinq mois précédents.

### Graphique 3

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

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



Source : OCDE.

Note : La dernière observation se rapporte à octobre 2017.

**Les prix du pétrole ont continué d'augmenter ces dernières semaines.** Les cours du *Brent* sont passés de 50 dollars le baril mi-août à plus de 64 dollars le baril récemment. La hausse des prix a été soutenue par les tensions géopolitiques au Moyen-Orient et les évolutions récentes au Venezuela, le raffermissement des anticipations d'une prolongation au-delà de mars 2018 de l'accord conclu entre les pays de l'OPEP et les pays hors OPEP sur les réductions de l'offre (confirmé par la prolongation effective décidée le 30 novembre 2017 jusqu'à fin 2018), ainsi que par

la robustesse de la demande de pétrole. Les contrats à terme sur le pétrole laissent penser que les prix du pétrole baisseront au-dessous des niveaux actuels, pour s'établir à 61 dollars le baril environ en 2018 et à 59 dollars le baril en 2019. En revanche, les prix des matières premières hors énergie ont légèrement baissé ces dernières semaines, même si les cours du minerai de fer ont enregistré une hausse. L'encadré 1 analyse plus en détails les déterminants des prix des métaux, en les décomposant entre effets de demande et effets d'offre.

**À plus long terme, l'inflation mondiale devrait lentement se renforcer.** Même si la courbe actuelle des contrats à terme sur le pétrole anticipe une légère baisse des prix du pétrole sur l'horizon de projection, indiquant une contribution très limitée des prix de l'énergie à l'inflation, la lente diminution des capacités de production inutilisées à l'échelle mondiale devrait soutenir l'inflation sous-jacente.

## 2 Évolutions financières

*Les rendements des obligations souveraines de la zone euro ont légèrement diminué depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs le 7 septembre. Les écarts de rendement des obligations d'entreprise se sont également resserrés, tandis que les prix des actions des sociétés non financières (SNF) de la zone euro ont augmenté en raison de la diminution des risques géopolitiques perçus. Dans le même temps, les valorisations des obligations et des actions d'entreprise ont continué d'être soutenues par la vigueur des perspectives économiques. Sur les marchés des changes, l'euro est resté globalement inchangé.*

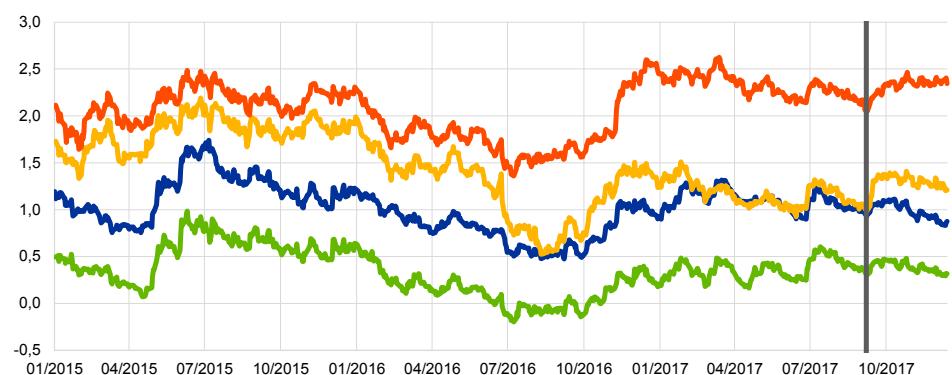
**Les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro ont légèrement diminué depuis début septembre.** Au cours de la période sous revue (du 7 septembre au 13 décembre 2017), le rendement des obligations souveraines à dix ans allemandes a augmenté de 2 points de base, pour s'établir à 0,32 % (cf. graphique 4). Cependant, le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro a diminué de 5 points de base, revenant à 0,88 %, en raison de baisses des rendements obligataires souverains spécifiques à certains pays de la zone. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, les rendements des emprunts publics à long terme ont augmenté de 30 points de base et 24 points de base pour s'inscrire à 2,34 % et 1,21 %, respectivement. Les évolutions des taux d'intérêt à long terme dans la zone euro depuis début septembre ont été globalement modérées et n'ont pas reflété les hausses observées à l'étranger en raison des anticipations des marchés relatives à la politique monétaire de la zone euro. Aux États-Unis, l'augmentation a résulté en partie de la perspective de réformes du code fédéral des impôts, tandis qu'une réévaluation de la trajectoire future de la politique monétaire a contribué à l'évolution observée au Royaume-Uni.

### Graphique 4

Rendements des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro, aux États-Unis et au Royaume-Uni

(en pourcentage annuel)

- Moyenne de la zone euro pondérée du PIB
- Royaume-Uni
- États-Unis
- Allemagne

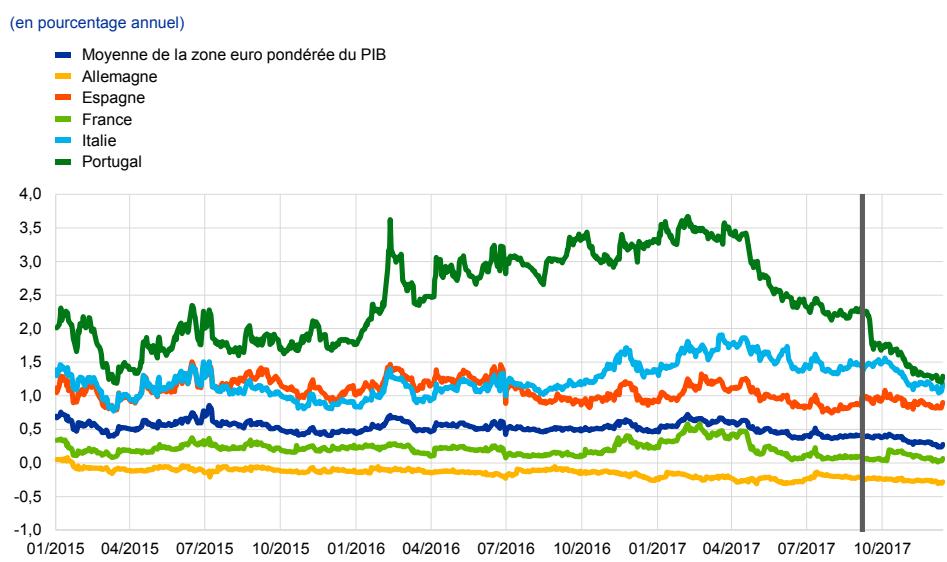


Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (le 7 septembre 2017). La dernière observation se rapporte au 13 décembre 2017.

**Les écarts entre les rendements des obligations souveraines et les taux sans risque des swaps au jour le jour (OIS) se sont resserrés dans un certain nombre de pays de la zone euro.** Les baisses ont été comprises entre 3 points de base en Allemagne, 20 points de base en Italie et quelque 100 points de base au Portugal (cf. graphique 5). Dans ces deux derniers pays, une évaluation plus favorable de la solvabilité des emprunteurs souverains par certaines grandes agences de notation a contribué à la réduction des écarts de rendement, en ligne avec l'amélioration globale de l'environnement macroéconomique de la zone euro. En outre, les baisses spécifiques enregistrées au Portugal et en Italie ont largement contribué à la diminution du rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro illustrée au graphique 4.

### Graphique 5 Écarts de rendements souverains vis-à-vis du taux des OIS



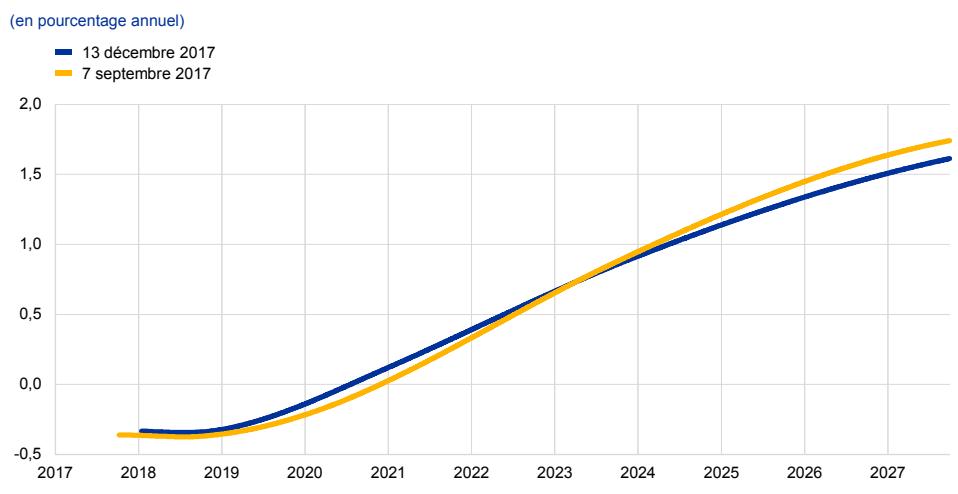
Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : L'écart est calculé en soustrayant le taux des OIS à dix ans du rendement souverain. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (le 7 septembre 2017). La dernière observation se rapporte au 13 décembre 2017.

**La courbe des taux moyens pondérés au jour le jour de l'euro (Eonia) anticipés est demeurée globalement inchangée.** La courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est légèrement déplacée vers le haut pour les échéances courtes et vers le bas pour les échéances longues (cf. graphique 6). Le fait que les valeurs de la courbe restent négatives jusqu'à mi-2020 environ est cohérent avec les anticipations par les intervenants de marché d'un taux négatif de la facilité de dépôt de la BCE sur une période prolongée.

## Graphique 6

### Taux anticipés de l'Eonia



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

**L'Eonia s'est établi en moyenne à – 35 points de base.** En raison de facteurs spécifiques, l'Eonia a atteint un point haut de – 24 points de base fin novembre. L'excédent de liquidité a augmenté de quelque 121 milliards d'euros, à 1 898 milliards environ, en raison de la poursuite des achats au titre du programme étendu d'achats d'actifs de l'Eurosystème. Les conditions de la liquidité sont examinées plus en détail dans l'encadré 2.

**Les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises ont encore diminué au cours de la période sous revue.** Le 7 décembre, 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 16 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 du programme d'achats de titres du secteur des entreprises. Les écarts de rendement des obligations de moins bonne qualité et des titres de créance du secteur financier ont également diminué, de 11 et 16 points de base, respectivement (cf. graphique 7). Le bas niveau des écarts de rendement des obligations d'entreprise et la poursuite de leur resserrement sont cohérents avec un renforcement de la reprise économique.

### Graphique 7

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

(en points de base)

- Écarts de rendement des obligations des sociétés financières
- Écarts de rendement des obligations des SNF



Sources : Indices iBoxx et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (le 7 septembre 2017). La dernière observation se rapporte au 13 décembre 2017.

**Les prix des actions de la zone euro ont augmenté.** Les prix des actions des SNF et des banques de la zone euro se sont accrûs de 4 % environ au cours de la période sous revue, en partie sous l'effet d'une diminution du risque géopolitique perçu (cf. graphique 8). Les prix des actions de la zone euro restent également soutenus par la vigueur des perspectives économiques et par la hausse des anticipations de bénéfices qui en découle. Aux États-Unis, les prix des actions des SNF et des banques ont augmenté de 7 % et 19 % respectivement au cours de la période sous revue, reflétant également la perception favorable par le marché d'une réforme de la fiscalité des entreprises américaines. Dans la zone euro, les anticipations de marché relatives à la volatilité des cours boursiers ont légèrement diminué, se maintenant aux bas niveaux observés tout au long de 2017, tandis qu'elles ont globalement diminué aux États-Unis.

## Graphique 8

### Indices boursiers de la zone euro et des États-Unis

(indice : base 100 au 1<sup>er</sup> janvier 2015)

- Banques, zone euro
- SNF, zone euro
- Banques, États-Unis
- SNF, États-Unis



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

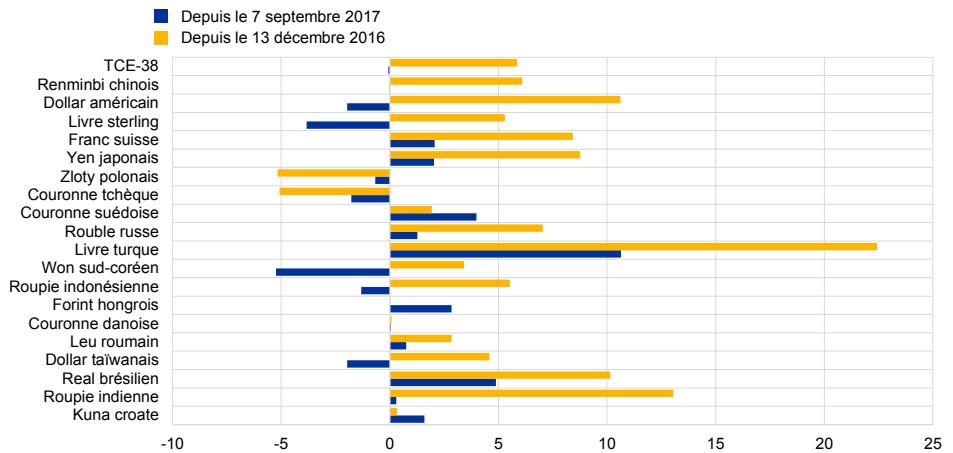
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (le 7 septembre 2017). La dernière observation se rapporte au 13 décembre 2017.

**Sur les marchés des changes, l'euro est resté globalement inchangé.** Cette stabilité masque toutefois des évolutions hétérogènes selon les couples de devises. Après un point haut au début de la période sous revue, l'euro s'est déprécié de 2,0 % par rapport au dollar (cf. graphique 9), reflétant à la fois les anticipations relatives aux politiques futures et l'actualité macroéconomique correspondante. L'euro s'est également déprécié par rapport à la livre sterling (de 3,8 %) et aux devises de certaines économies émergentes asiatiques. L'euro s'est apprécié vis-à-vis des devises de certaines économies émergentes et avancées, notamment le franc suisse (de 2,1 %), le yen japonais (de 2,0 %) et le renminbi chinois, et également vis-à-vis des devises de la plupart des États membres de l'UE hors zone euro, à l'exception du zloty polonais et de la couronne tchèque, contre lesquelles il s'est déprécié de 0,7 % et 1,8 %, respectivement.

### Graphique 9

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

(en pourcentages)



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 13 décembre 2017.

### 3

## Activité économique

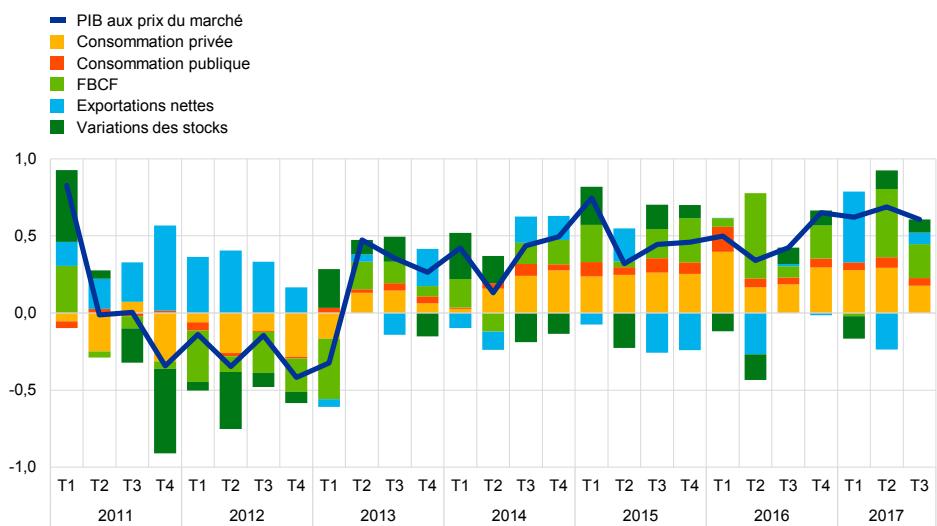
*L'expansion économique dans la zone euro demeure solide et s'étend à l'ensemble des pays et des secteurs. La croissance du PIB en volume est soutenue par la hausse de la consommation privée et de l'investissement ainsi que par des exportations bénéficiant de la reprise mondiale généralisée. Les derniers résultats d'enquêtes et les données disponibles confirment la robustesse de la dynamique de croissance à court terme. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2017 réalisées par les services de la BCE, les projections macroéconomiques de décembre 2017 réalisées par les services de l'Eurosystème ont considérablement révisé à la hausse les perspectives de croissance du PIB et tablent sur une hausse du PIB en volume de la zone euro de 2,4 % en 2017, de 2,3 % en 2018, de 1,9 % en 2019 et de 1,7 % en 2020.*

**L'expansion économique dans la zone euro se poursuit à un rythme soutenu et elle s'étend à l'ensemble des pays et des secteurs.** Au troisième trimestre 2017, le PIB en volume a augmenté de 0,6 % en rythme trimestriel, après 0,7 % au trimestre précédent (cf. graphique 10). La demande intérieure a continué d'être le principal moteur de cette évolution, notamment la FBCF et, dans une moindre mesure, les exportations nettes et la variation des stocks. S'agissant de la production, l'activité a concerné l'ensemble des secteurs, avec une forte croissance de la valeur ajoutée dans l'industrie (hors construction) et une hausse légèrement moins importante dans les secteurs de la construction et des services.

### Graphique 10

#### PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



Source : Eurostat.

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

### Les marchés du travail de la zone euro continuent d'afficher une forte

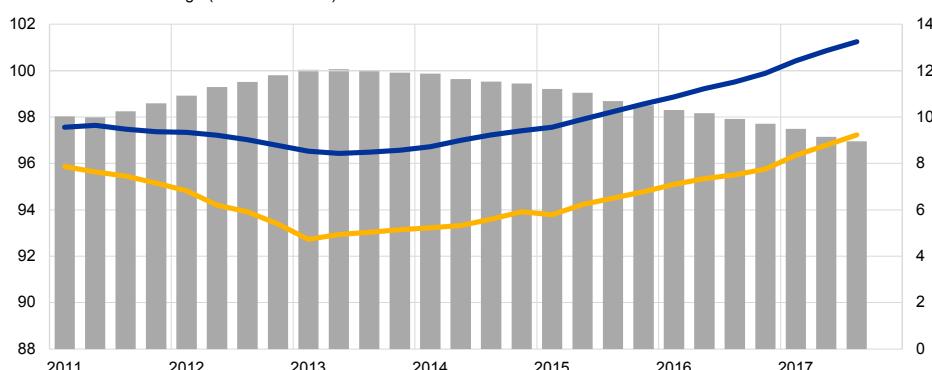
**dynamique.** L'emploi a encore augmenté au troisième trimestre 2017, de 0,4 % en rythme trimestriel, portant la hausse annuelle à 1,7 %. L'emploi s'établit actuellement près de 1,2 % au-dessus de son pic d'avant la crise, enregistré au premier

trimestre 2008. Le nombre total d'heures travaillées a aussi continué de se redresser, mais le nombre moyen d'heures travaillées par personne employée est demeuré globalement stable, malgré une augmentation du nombre moyen d'heures travaillées pour les travailleurs à temps plein et à temps partiel ; en effet, cette augmentation a été compensée par une modification de la composition de l'emploi, avec une plus grande proportion de travailleurs à temps partiel<sup>1</sup>. Le taux de chômage de la zone euro est ressorti à 8,8 % en octobre 2017, son niveau le plus bas depuis janvier 2009 (cf. graphique 11). Cette baisse a concerné l'ensemble des tranches d'âge et la main-d'œuvre tant féminine que masculine. 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 11 Évolutions du marché du travail de la zone euro

(échelle de gauche : indice : T1 2008 = 100 ; échelle de droite : pourcentages)

- Emploi – nombre de personnes employées (échelle de gauche)
- Emploi – nombre total d'heures travaillées (échelle de gauche)
- Taux de chômage (échelle de droite)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2017 pour l'emploi et les heures travaillées, et à octobre 2017 pour le taux de chômage.

**Les améliorations sur les marchés du travail continuent de soutenir la croissance du revenu et les dépenses de consommation.** La croissance de la consommation privée s'est légèrement ralentie au troisième trimestre 2017, revenant à 0,3 % en rythme trimestriel, contre 0,5 % au trimestre précédent. Cette croissance, notamment en ce qui concerne les biens d'équipement, est soutenue par l'amélioration de la situation sur les marchés du travail et par la hausse des salaires réels par tête. Les mesures de politique monétaire de la BCE, qui ont assoupli les conditions de financement, continuent également de soutenir les dépenses des ménages. Le taux d'épargne a diminué au cours des derniers trimestres, reflétant principalement à la fois l'amélioration de la situation économique et financière des

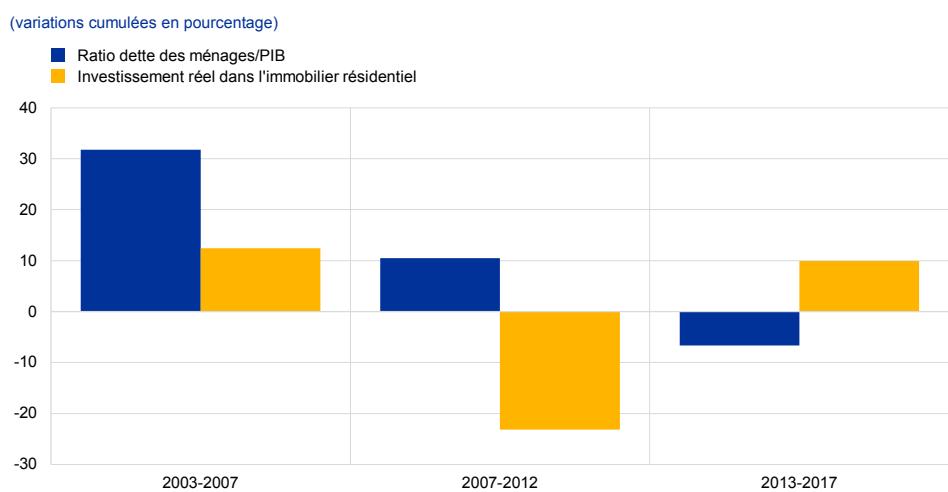
<sup>1</sup> Cf. l'encadré intitulé « Facteurs à l'origine de l'évolution du nombre moyen d'heures travaillées par personne employée depuis 2008 », *Bulletin économique*, n°6, BCE, 2016.

ménages et l'environnement de taux d'intérêt bas, qui réduit leur propension à épargner. La confiance des consommateurs a encore augmenté en novembre 2017, sous l'effet d'un regain d'optimisme des ménages au sujet de leur situation financière future et de la situation générale dans la zone euro. Ainsi, la confiance des consommateurs est actuellement proche de ses points hauts historiques, ce qui signale une forte dynamique sous-jacente de la consommation à court terme.

**Le rebond constaté sur les marchés de l'immobilier résidentiel devrait continuer de soutenir la croissance.** L'investissement dans l'immobilier résidentiel a augmenté de 1,3 % au deuxième trimestre 2017, reflétant la poursuite de la reprise dans l'ensemble de la zone euro et dans de nombreux pays de la zone. Depuis le début de la crise dans la zone euro, l'investissement dans l'immobilier résidentiel et l'endettement des ménages ont évolué dans des directions opposées. En 2008, l'endettement des ménages a commencé à augmenter, alors que l'investissement dans l'immobilier résidentiel a commencé à diminuer. Depuis 2013, cette tendance s'est inversée, le rebond de l'investissement s'accompagnant d'un processus de désendettement des ménages. Ces évolutions contrastent fortement avec celles observées durant la période antérieure à la crise, lorsque l'endettement et l'investissement étaient tous deux en hausse (cf. graphique 12).

### Graphique 12

#### Endettement et investissement dans l'immobilier résidentiel



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

L'investissement dans l'immobilier résidentiel et les prix des logements continuent d'être soutenus par les conditions de financement très favorables, par des réaménagements de portefeuilles privilégiant l'investissement dans l'immobilier résidentiel dans un contexte de faible rendement des autres possibilités de placement à long terme, et par l'accentuation de la hausse des revenus en liaison avec la création d'emplois soutenue que l'on observe actuellement. Les indicateurs récents suggèrent que cette dynamique positive de l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait se poursuivre. La confiance des chefs d'entreprises opérant sur le créneau de la construction d'immeubles s'est encore améliorée en octobre et demeure à des niveaux observés pour la dernière fois en 2008. La

production dans la construction a également augmenté au troisième trimestre, en liaison avec la croissance positive de l'investissement dans l'immobilier résidentiel au même trimestre, à un rythme moins rapide cependant que ceux constatés plus tôt dans l'année. L'indicateur de confiance de la Commission européenne pour le secteur de la construction relatif à la construction d'immeubles s'est encore amélioré en octobre et en novembre par rapport au troisième trimestre, ce qui suggère que la croissance positive se poursuivra également au quatrième trimestre.

**L'investissement des entreprises a connu une croissance régulière au troisième trimestre 2017 et les perspectives à court terme demeurent robustes.**

L'investissement hors construction a augmenté de 1,9 % en rythme trimestriel au troisième trimestre, après une croissance de 3,9 % au trimestre précédent. Au quatrième trimestre, les informations tirées de l'enquête de la Commission européenne semblent indiquer que les contraintes pesant sur l'offre sont perçues comme s'étant encore accentuées, faisant ressortir la nécessité d'étendre ou de rationaliser le stock de capital. En outre, le climat dans le secteur producteur de biens d'équipement demeure robuste, reflétant des prévisions très favorables en matière de production et de carnets de commande. Enfin, la croissance modérée du financement par endettement, ainsi que le rebond marqué des prix des actions observé au cours des dernières années, a ramené le ratio de levier (dette rapportée au total des actifs) des sociétés non financières (SNF) à des points bas historiques, ce qui devrait libérer des ressources pour les activités d'investissement.

**Le redressement de l'investissement des entreprises devrait se poursuivre à moyen terme.** Plusieurs facteurs soutiennent les robustes perspectives d'investissement. L'utilisation des capacités de production continue d'augmenter, toujours à des niveaux moyens supérieurs à ceux d'avant la crise, les conditions de financement devraient rester très avantageuses et les marges bénéficiaires devraient s'améliorer dans le contexte d'un secteur des SNF déjà doté d'une trésorerie abondante. En outre, les pressions en faveur du désendettement devraient encore s'atténuer au fur et à mesure que l'expansion économique progresse dans un environnement de taux d'intérêt bas, renforçant ainsi la hausse de l'investissement des entreprises. Toutefois, les anticipations d'une croissance potentielle toujours modérée et les limites à la capacité d'intermédiation des banques dans certains pays, ainsi que la persistance d'obstacles structurels et la pénurie de travailleurs dotés de certaines compétences pourraient continuer de peser sur les perspectives d'investissement des entreprises.

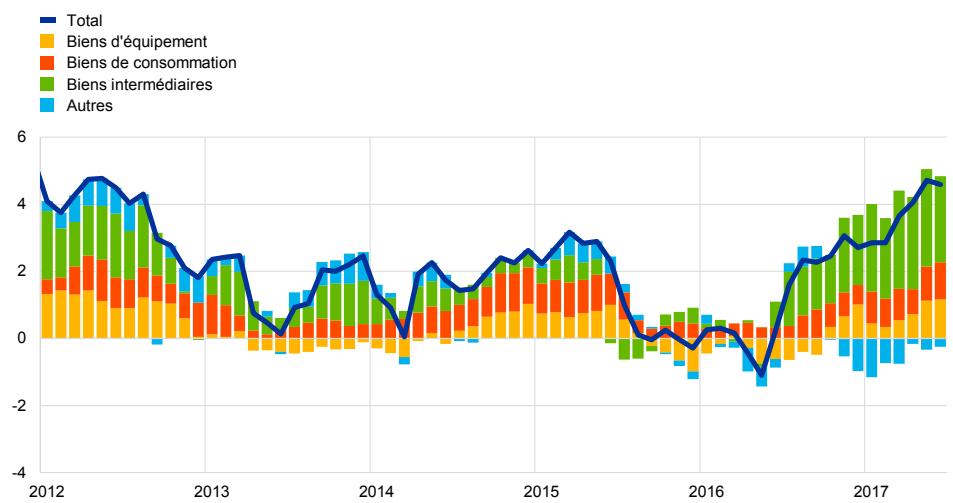
**La hausse des exportations de la zone euro se poursuit à un rythme soutenu.**

Les données mensuelles relatives aux échanges commerciaux font état d'une forte dynamique des exportations hors zone euro, qui ont enregistré leur plus forte hausse annuelle sur les six dernières années (4,1 %) au troisième trimestre (en tenant compte des résultats observés en juillet et en août) et sont nettement supérieures à leur niveau moyen d'après la crise. Cette évolution marque la poursuite du rebond qui a débuté en 2016. Les évolutions favorables de la demande étrangère ont compensé et au-delà l'impact négatif de la récente appréciation de l'euro. Les exportations vers les pays ne faisant pas partie de l'UE, notamment la Chine et le reste de l'Asie, sont le principal moteur de cette dynamique. Le niveau supérieur à la

moyenne des nouvelles commandes dans le secteur manufacturier et les indicateurs du climat sur le marché des exportations suggèrent que la forte croissance des exportations se poursuivra au cours des prochains mois et que la dynamique positive des biens intermédiaires et d'équipement (cf. graphique 13) est probablement liée au rebond de l'investissement à l'échelle mondiale. Ce rebond pourrait soutenir les exportations à moyen terme.

### Graphique 13 Exportations de biens hors zone euro

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



Source : Eurostat.

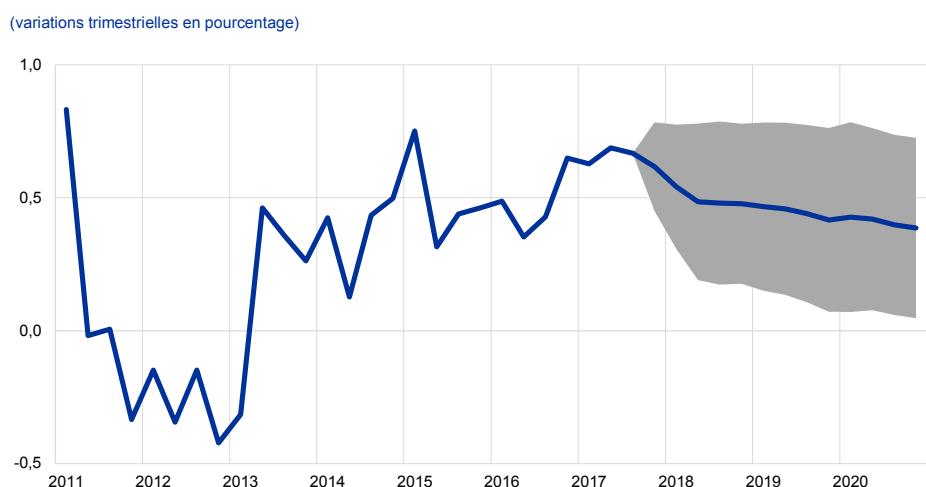
Notes : Les exportations de biens sont en volume. La dernière observation se rapporte à août 2017.

**Les données devenues disponibles vont globalement dans le sens d'une persistance de la dynamique de croissance positive au quatrième trimestre 2017 et vers la fin de l'année, et cette croissance robuste devrait se poursuivre en 2018.** L'indicateur du climat économique de la Commission européenne (*Economic Sentiment Indicator* – ESI) et l'indice composite des directeurs d'achat pour la production (*Purchasing Managers' Index* – PMI) ont continué d'augmenter en novembre, demeurant nettement supérieurs à leur niveau moyen. Cela suggère que la croissance observée au quatrième trimestre 2017 a été au moins aussi soutenue qu'au trimestre précédent (cf. l'encadré 3 du présent *Bulletin économique*).

**L'expansion économique en cours dans la zone euro devrait se poursuivre, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE qui se transmettent à l'économie réelle.** La diminution des besoins de désendettement continue de contribuer à la hausse des dépenses privées. L'amélioration de la situation sur le marché du travail, le bas niveau des taux d'intérêt et les conditions de financement très favorables soutiennent la croissance de la consommation privée. L'amélioration de la rentabilité des entreprises et les conditions de financement très favorables continuent de favoriser le rebond de l'investissement des entreprises. Dans le même temps, les exportateurs de la zone euro continuent de bénéficier de l'expansion économique en cours à l'échelle mondiale.

**Les projections macroéconomiques de décembre 2017 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro prévoient une hausse du PIB annuel en volume de 2,4 % en 2017, de 2,3 % en 2018, de 1,9 % en 2019 et de 1,7 % en 2020 (cf. graphique 14).** Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2017 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été considérablement révisées à la hausse. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro sont globalement équilibrés.

**Graphique 14**  
PIB en volume de la zone euro (avec projections)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2017 » publié le 14 décembre 2017 sur le site internet de la BCE.

Notes : Les intervalles présentés autour des projections centrales sont établis à partir des différences entre les résultats effectifs et les précédentes projections réalisées sur plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue moyenne de ces différences. La méthode utilisée pour calculer les intervalles, qui comprend une correction des événements exceptionnels, est décrite dans la « *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* », BCE, décembre 2009, disponible sur le site internet de la BCE.

## 4

## Prix et coûts

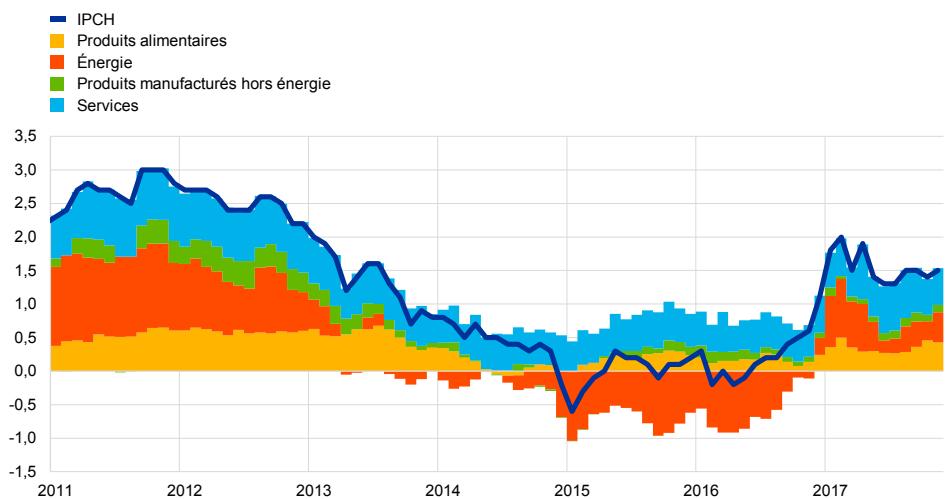
*Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,5 % en novembre, après 1,4 % en octobre. Dans le même temps, les mesures de l'inflation sous-jacente ont légèrement diminué récemment, en partie en raison de facteurs spécifiques. Dans les mois à venir, sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux annuels d'inflation devraient diminuer, principalement en raison d'effets de base relatifs aux prix de l'énergie, avant de s'inscrire de nouveau en hausse. L'inflation sous-jacente devrait s'accélérer progressivement à moyen terme, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE, la poursuite de la croissance économique, la résorption correspondante de la sous-utilisation des capacités productives et l'accélération de la hausse des salaires. Cette évaluation ressort également globalement des projections macroéconomiques de décembre 2017 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 1,5 % en 2017, 1,4 % en 2018, 1,5 % en 2019 et 1,7 % en 2020. Par comparaison avec les projections macroéconomiques de septembre 2017 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de progression de l'IPCH ont été révisées à la hausse, essentiellement en raison de la hausse des prix du pétrole et des produits alimentaires.*

**L'inflation totale a légèrement augmenté en novembre.** Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH de la zone euro s'est établie à 1,5 % en novembre, après 1,4 % en octobre, retrouvant le niveau enregistré en septembre (cf. graphique 15). La hausse observée en novembre reflète essentiellement l'accélération de l'inflation dans le secteur de l'énergie, compensée à la marge par une légère modération de la hausse des prix des produits alimentaires. L'accélération de la hausse des prix de l'énergie a été plus forte que prévu et s'explique par le récent renchérissement substantiel du pétrole.

### Graphique 15

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

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à novembre 2017 (estimations rapides).

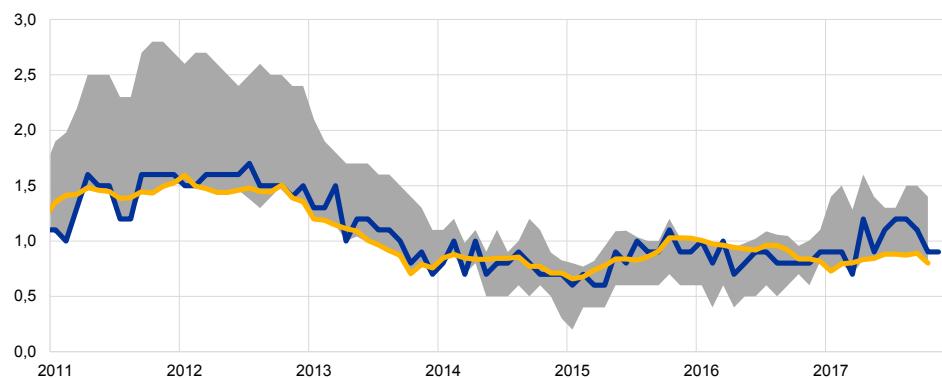
**Les mesures de l'inflation sous-jacente ont légèrement diminué récemment, en partie en raison de facteurs spécifiques.** La hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est ressortie à 0,9 % en novembre 2017, sans changement par rapport à octobre mais en baisse après l'augmentation de 1,1 % observée en septembre (cf. graphique 16). Ce recul d'ensemble enregistré depuis septembre s'explique en partie par des ralentissements importants de l'inflation pour certains postes des services, notamment les frais de scolarité en Italie et les assurances liées aux transports en Allemagne. En novembre, la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie s'est inscrite à des niveaux proches de ceux observés à la fin de l'an dernier. Dans l'ensemble, les mesures de l'inflation sous-jacente n'ont pas encore montré de signes convaincants d'une tendance durable à la hausse.

## Graphique 16

### Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)

- IPCH hors produits alimentaires et énergie
- IPCH hors produits alimentaires, énergie, postes liés aux voyages et habillement
- Fourchette des mesures de l'inflation sous-jacente



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

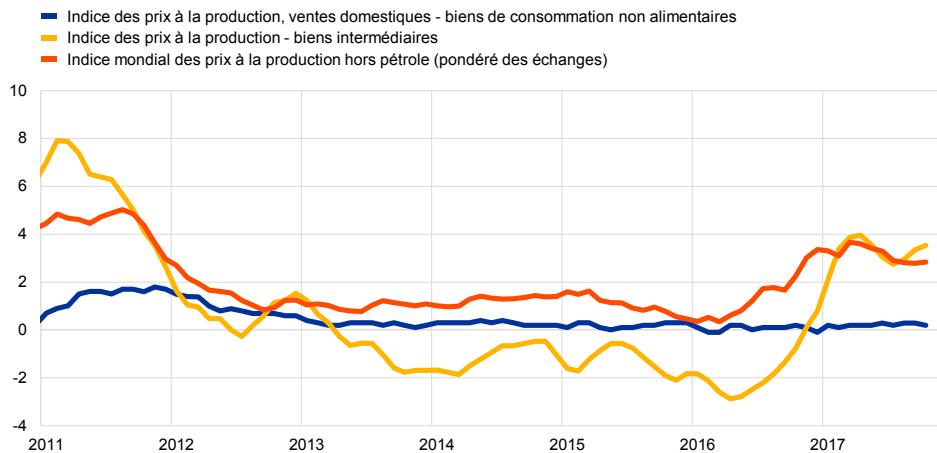
Notes : La fourchette des mesures de l'inflation sous-jacente comprend les éléments suivants : l'IPCH hors énergie ; l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie ; l'IPCH hors produits alimentaires et énergie ; l'IPCH hors produits alimentaires, énergie, postes liés aux voyages et habillement ; la moyenne tronquée (10 %) ; la moyenne tronquée (30 %) ; la médiane de l'IPCH et une mesure fondée sur un modèle à facteur dynamique. Les dernières observations se rapportent à novembre 2017 (IPCH hors produits alimentaires et énergie – estimation rapide) et à octobre 2017 pour toutes les autres mesures.

**Les tensions mondiales sur les prix demeurent fortes, mais ne se sont pas encore répercutées en aval de la chaîne des prix dans la zone euro.** La hausse annuelle des prix du pétrole exprimés en euros s'est fortement accélérée ces derniers mois et les tensions mondiales sur les prix hors énergie sont restées élevées (cf. graphique 17). Tandis que ces tensions mondiales à la hausse sur les prix à l'importation de la zone euro ont été atténuées par les tensions à la baisse induites par l'appréciation de l'euro au cours de l'été, elles continuent de se refléter dans la croissance robuste des prix à l'importation et à la production des biens intermédiaires. Ces deux indices ont progressé de 3,5 % en rythme annuel en octobre. Cependant, la répercussion en aval de la chaîne des prix semble encore faible, car la hausse annuelle des prix à la production des biens de consommation hors produits alimentaires est restée globalement stable, à seulement 0,2 % en octobre. La réduction des marges est une raison pouvant expliquer la faible augmentation des prix à la production des biens de consommation hors produits alimentaires, en dépit des fortes tensions sur les prix en amont de la chaîne de production et de fixation des prix.

## Graphique 17

### Prix à la production aux niveaux mondial, intermédiaire et domestique

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à octobre 2017.

**La croissance des salaires s'est légèrement accélérée au cours des derniers trimestres.** La hausse annuelle de la rémunération par tête a augmenté, passant d'un point bas de 1,1 % au deuxième trimestre 2016 à 1,7 % au troisième trimestre 2017. Cette augmentation s'explique essentiellement par une dérive salariale plus élevée, qui réagit généralement plus vite aux évolutions conjoncturelles que les salaires négociés. La croissance annuelle des salaires négociés par tête est ressortie à 1,4 % au troisième trimestre 2017, sans changement par rapport au trimestre précédent et égale à la moyenne de 2016. Les facteurs susceptibles de peser encore sur la croissance des salaires incluent la persistance d'importantes capacités inutilisées sur le marché du travail, la faiblesse de l'inflation passée, une faible croissance de la productivité et l'incidence exercée actuellement par les réformes du marché du travail mises en œuvre dans certains pays durant la crise<sup>2</sup>.

**Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché, comme celles tirées d'enquêtes, sont demeurées stables.** Le taux d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans s'est établi à 1,71 % le 13 décembre 2017, soit légèrement au-dessus du niveau observé début septembre (cf. graphique 18). 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 faible et suggère que le risque de déflation reste contenu. Selon l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le quatrième trimestre 2017, les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme pour la zone euro sont ressorties à 1,9 %.

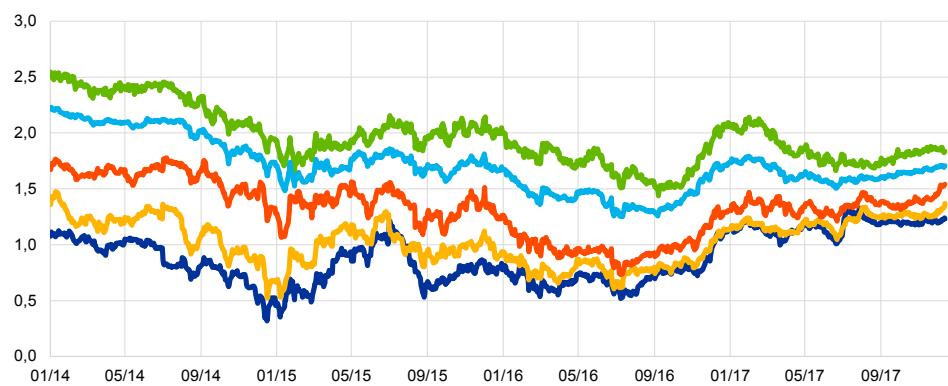
<sup>2</sup> Cf. également la discussion dans l'encadré intitulé « Que peut nous apprendre l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels sur les perceptions de la dynamique du marché du travail de la zone euro ? » dans le présent *Bulletin économique*.

## Graphique 18

### Mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)

- Inflation anticipée à 1 an dans 1 an
- Inflation anticipée à 1 an dans 2 ans
- Inflation anticipée à 1 an dans 4 ans
- Inflation anticipée à 1 an dans 9 ans
- Inflation anticipée à 5 ans dans 5 ans



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 13 décembre 2017.

**Bien qu'on s'attende à un léger fléchissement de la hausse de l'IPCH à court terme, induit par les effets de base baissiers liés à l'énergie, elle devrait reprendre une trajectoire haussière par la suite, pour atteindre 1,7 % en 2020.**

Sur la base des informations disponibles fin novembre, les projections macroéconomiques de décembre 2017 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 1,5 % en 2017, 1,4 % en 2018, 1,5 % en 2019 et 1,7 % en 2020 (cf. graphique 19)<sup>3</sup>. Par comparaison avec les projections macroéconomiques de septembre 2017 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de progression de l'IPCH ont été révisées à la hausse, principalement en raison de l'augmentation des prix du pétrole et des produits alimentaires.

<sup>3</sup> Cf. l'article intitulé « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2017 » publié le 14 décembre 2017 sur le site internet de la BCE.

### Graphique 19

#### Hausse de l'IPCH dans la zone euro (avec projections)

(variations annuelles en pourcentage)

— IPCH  
— Fourchette de projection



Sources : Eurostat et l'article intitulé « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2017 » publié le 14 décembre 2017 sur le site internet de la BCE.

**La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait se renforcer graduellement à moyen terme.** La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait atteindre 1,0 % en 2017, 1,1 % en 2018, 1,5 % en 2019 et 1,8 % en 2020. S'agissant des coûts intérieurs, des facteurs importants à l'origine du redressement progressif de l'inflation sous-jacente sont les améliorations de la situation sur le marché du travail de la zone euro et l'augmentation des pénuries de main-d'œuvre dans certaines parties de la zone, qui devraient alimenter une reprise de la croissance des salaires. Au-delà, l'accroissement significatif de l'inflation totale en 2017 par rapport aux trois années précédentes devrait contribuer à l'accentuation de la hausse des salaires dans les pays de la zone euro dont les processus de formation des salaires intègrent des éléments d'indexation ou d'anticipation rétrospectifs.

## 5

## Monnaie et crédit

*Au troisième trimestre 2017 et en octobre, la croissance de la monnaie au sens large a continué de progresser au rythme soutenu généralement observé depuis mi-2015. Le redressement de la croissance des prêts accordés au secteur privé s'est également poursuivi. Selon les estimations, le flux annuel du financement externe total des sociétés non financières (SNF) s'est renforcé au troisième trimestre 2017, reflétant l'amélioration à la fois de l'activité de prêt bancaire et des émissions de titres de créance.*

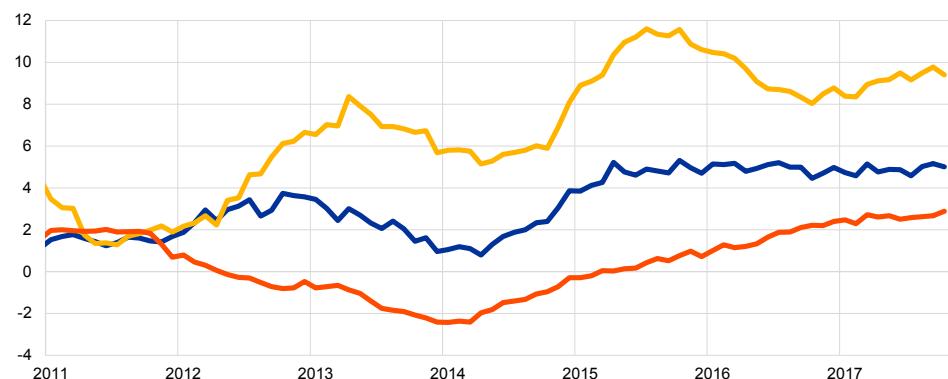
**La croissance de la monnaie au sens large est demeurée robuste, à 4,9 % en moyenne au troisième trimestre 2017, et s'est inscrite à 5,0 % en octobre, conformément au rythme régulier observé depuis mi-2015 (cf. graphique 20).**

La croissance de la monnaie a été soutenue par le faible coût d'opportunité de la détention des instruments les plus liquides dans un environnement de taux d'intérêt très bas, ainsi que par l'incidence des mesures de politique monétaire de la BCE. Les composantes les plus liquides ont continué d'apporter la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large, le taux de croissance annuel de M1 ressortant à 9,4 % au troisième trimestre 2017 et en octobre (après 9,2 % au deuxième trimestre 2017 et 9,8 % en septembre).

**Graphique 20**  
M3, M1 et prêts au secteur privé

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

- M3
- M1
- Prêts au secteur privé



Source : BCE.

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

**Les dépôts à vue ont continué d'être le principal facteur de la croissance de M3.** Plus précisément, les taux de croissance annuels des dépôts à vue des ménages et des SNF sont restés robustes au troisième trimestre 2017 et en octobre. En revanche, le taux de croissance annuel des dépôts à vue détenus par les institutions financières non monétaires, qui affiche une certaine volatilité, a baissé en octobre, déclenchant le ralentissement de la croissance de M1 au cours de ce mois. La croissance annuelle des billets et pièces en circulation est restée pratiquement inchangée au troisième trimestre 2017 et en octobre, n'indiquant pas, de la part du

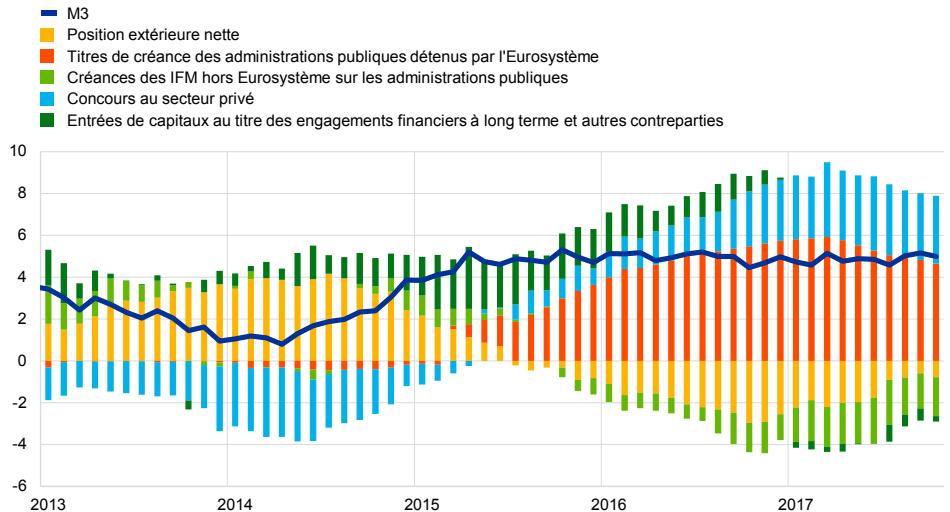
secteur détenteur de monnaie, de tendance marquée à remplacer les dépôts par des espèces dans un environnement de taux d'intérêt très faibles ou négatifs. Les dépôts à court terme autres que les dépôts à vue ( $M2 - M1$ ) ont continué d'avoir une incidence négative sur  $M3$ . Le taux de variation annuel des instruments négociables ( $M3 - M2$ ), qui représentent une faible part de  $M3$ , est devenu négatif au cours de cette période. Cette évolution a résulté d'une contribution positive plus faible des parts de fonds d'investissement monétaires, qui rend compte d'une diminution de l'attrait de ces instruments, et d'une nouvelle baisse des émissions de titres de créance à court terme par les institutions financières monétaires (IFM).

**Les sources internes de la création monétaire sont restées le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large (cf. graphique 21).** Du point de vue des contreparties, les achats de titres de créance des administrations publiques par l'Eurosystème (cf. la partie rouge des barres du graphique 21), effectués principalement dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) de la BCE, ont contribué positivement à la croissance de  $M3$ . Le redressement en cours des financements accordés au secteur privé (cf. la partie bleue des barres du graphique 21) a également continué de soutenir la croissance de  $M3$ . Cela concerne à la fois les prêts des IFM au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres de créance émis par le secteur privé non-IFM de la zone euro. Par conséquent, cela couvre également les achats de titres de créance émis par les non-IFM réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). La contraction persistante des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) a contribué positivement à la croissance de  $M3$  (ces engagements sont inclus avec d'autres contreparties dans la partie vert foncé des barres du graphique 21). Le taux de variation annuel de ces engagements est négatif depuis le deuxième trimestre 2012, pour partie en raison de l'impact des opérations de refinancement à plus long terme ciblées de la BCE (TLTRO II), opérations pouvant faire office de substitut au financement de marché à long terme des banques. Enfin, les cessions d'emprunts publics par les IFM de la zone euro (hors Eurosystème) ont contribué à la variation annuelle négative des créances des IFM (hors Eurosystème) sur les administrations publiques et ont donc pesé sur la croissance de  $M3$  (cf. la partie vert clair des barres du graphique 21).

## Graphique 21

### M3 et ses contreparties

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



Source : BCE.

Notes : Les concours au secteur privé recouvrent les prêts des IFM au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres de créance émis par le secteur privé non-IFM de la zone euro. Par conséquent, 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 octobre 2017.

**La position extérieure nette des IFM a continué de peser sur la croissance annuelle de M3 (cf. la partie jaune des barres du graphique 21).** Si la position extérieure nette a continué d'enregistrer un flux annuel négatif au troisième trimestre 2017, les sorties de capitaux de la zone euro, qui s'expliquent en partie par les cessions d'emprunts publics de la zone euro effectuées par les non-résidents dans le cadre du PSPP, ont diminué ces derniers mois. Cette évolution a limité la pression à la baisse connexe sur la croissance de M3. La réduction de la contribution négative exercée par la position extérieure nette s'est interrompue en octobre. Les non-résidents, tout en restant au nombre des principaux vendeurs de titres éligibles au programme d'achats d'actifs (APP), pourraient avoir atténué le rééquilibrage de leurs portefeuilles au profit d'autres actifs de la zone euro.

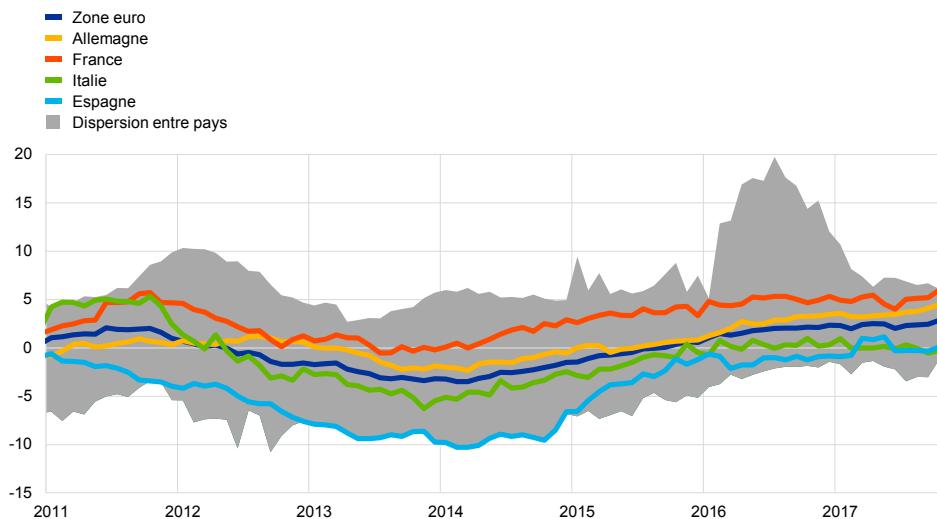
**La reprise de la croissance des prêts accordés au secteur privé, observée depuis début 2014, s'est poursuivie.** Le rythme annuel de croissance des prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle) a été globalement stable au troisième trimestre 2017 et s'est accru en octobre (cf. graphique 20). Dans les différents secteurs, le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières a augmenté, ressortant à 2,9 % en octobre, après 2,3 % au troisième trimestre (cf. graphique 22). La croissance des prêts aux SNF s'est nettement redressée par rapport au point bas du premier trimestre 2014 et la dispersion des évolutions des prêts aux SNF entre les différents pays a globalement diminué. Dans le même temps, l'hétérogénéité de la croissance des prêts entre les quatre principaux pays de la zone euro a légèrement augmenté en octobre 2017. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est resté pratiquement inchangé, à 2,7 % en octobre (cf. graphique 23). Ces évolutions ont été favorisées par la forte

baisse des taux débiteurs des banques constatée dans la zone euro depuis l'été 2014 (notamment en raison des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE) et par l'amélioration générale de l'offre et de la demande de prêts bancaires. De plus, les banques ont réalisé des progrès en matière d'assainissement de leurs bilans et de réduction des créances douteuses, mais le niveau de ces créances demeure élevé dans certains pays et pourrait peser sur l'intermédiation financière <sup>4</sup>.

### Graphique 22

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

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

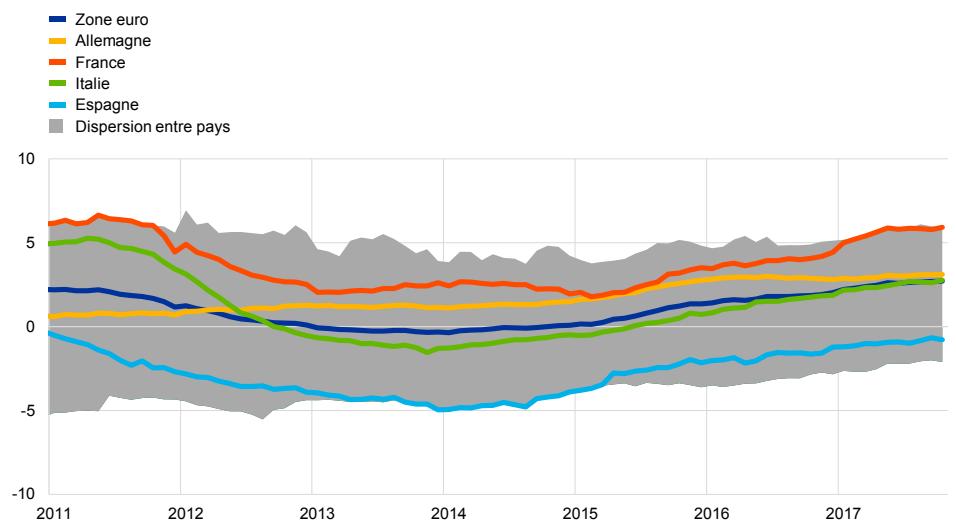
Notes : En données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dispersion entre pays est calculée comme l'écart entre minimum et maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à octobre 2017.

<sup>4</sup> Cf. également la section 3 de la revue de stabilité financière (*Financial Stability Review*) de la BCE publiée en novembre 2017.

### Graphique 23

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

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

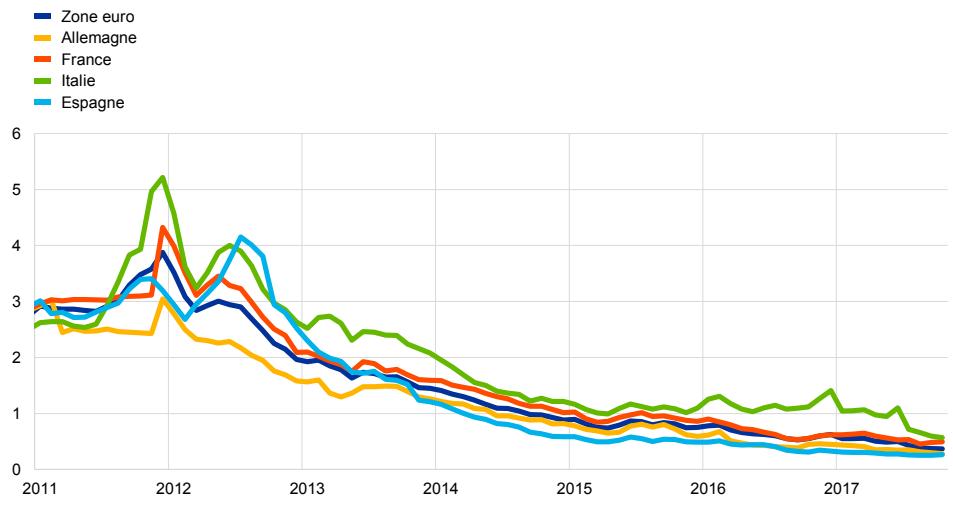
Notes : En données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dispersion entre pays est calculée comme l'écart entre minimum et maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à octobre 2017.

**Les conditions de financement des banques ont encore diminué, atteignant de nouveaux points bas historiques.** Le coût composite du financement par endettement des banques a encore baissé au troisième trimestre 2017 et est demeuré à un niveau historiquement bas en octobre (cf. graphique 24). Cette baisse au troisième trimestre s'explique par les évolutions des rendements des obligations bancaires, tandis que le coût des dépôts est resté stable. En octobre, les rendements des obligations bancaires et le coût des dépôts ont atteint de nouveaux points bas historiques. L'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE, le remboursement net des engagements financiers à long terme des IFM, le renforcement des bilans des banques et la diminution de la fragmentation sur les marchés financiers ont contribué collectivement aux conditions favorables du financement bancaire.

## Graphique 24

### Coût composite du financement par endettement des banques

(coût composite du financement par les dépôts et du financement de marché non sécurisé ; en pourcentage annuel)



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

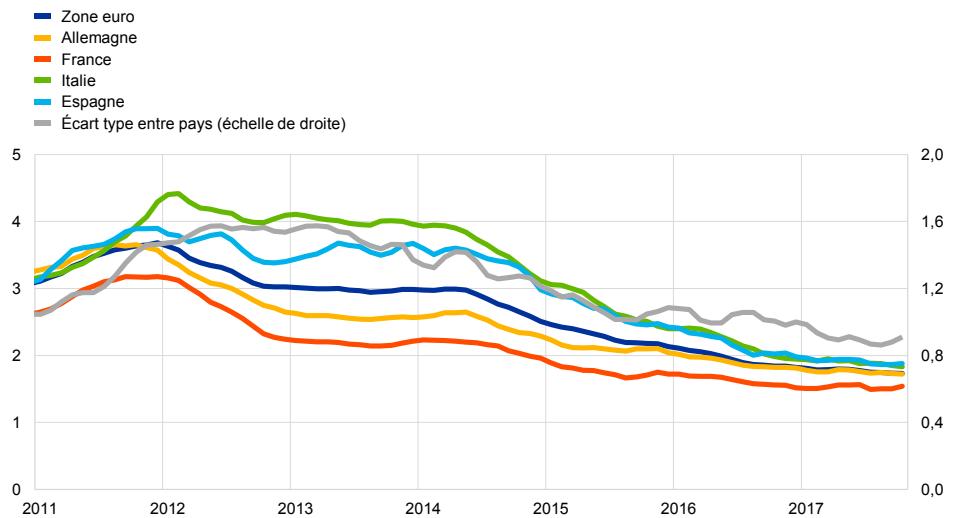
Notes : Le coût composite des dépôts est calculé comme une moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôts à vue, de dépôts à terme et de dépôts remboursables avec préavis, pondérés par les encours correspondants. La dernière observation se rapporte à octobre 2017.

**Les taux débiteurs bancaires appliqués aux prêts aux SNF sont demeurés historiquement bas (cf. graphique 25).** Le taux d'intérêt composite sur les prêts bancaires aux SNF a encore diminué pour atteindre un point bas historique au troisième trimestre 2017 et s'est maintenu à ce niveau en octobre. S'agissant des prêts au logement consentis aux ménages, la hausse modérée du taux d'intérêt composite pratiqué par les banques sur les prêts de cette catégorie jusqu'en août 2017, à partir d'un point bas historique de 1,78 % en décembre 2016, s'est atténuée en septembre et en octobre 2017 (cf. graphique 26). Dans l'ensemble, les taux d'intérêt composites sur les prêts consentis aux SNF et aux ménages ont enregistré un recul beaucoup plus marqué que les taux de référence du marché depuis l'annonce par la BCE des mesures d'assouplissement du crédit en juin 2014. Cela indique une amélioration de la répercussion des mesures de politique monétaire sur les taux débiteurs bancaires. La baisse, évoquée précédemment, des coûts composites du financement des banques a favorisé le fléchissement des taux débiteurs composites. Entre mai 2014 et octobre 2017, les taux débiteurs composites sur les prêts consentis aux SNF et sur les prêts aux ménages ont fléchi de 120 et 103 points de base, respectivement. La réduction des taux des prêts bancaires consentis aux SNF a été particulièrement forte dans les pays vulnérables de la zone euro, ce qui dénote une transmission plus homogène de la politique monétaire à ces taux dans l'ensemble de la zone. 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 et a atteint un niveau proche de son point bas historique en octobre 2017. Cette évolution indique que les petites et moyennes entreprises ont généralement profité dans une plus large mesure que les grandes entreprises de la baisse des taux débiteurs bancaires.

## Graphique 25

### Taux d'intérêt composites sur les prêts aux SNF

(en pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur trois mois)



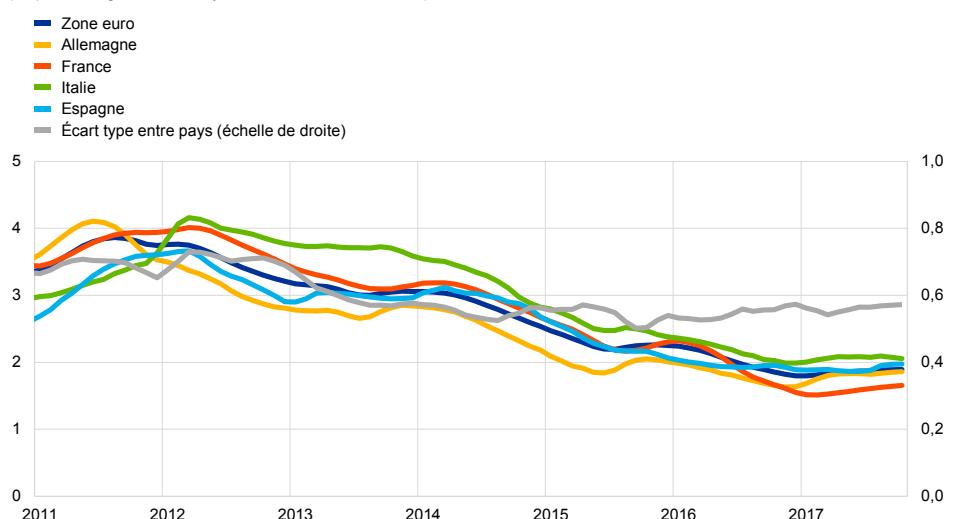
Source : BCE.

Notes : L'indicateur relatif au coût total de l'emprunt bancaire est calculé en agrégeant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à octobre 2017.

## Graphique 26

### Taux d'intérêt composites sur les prêts au logement

(en pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCE.

Notes : L'indicateur relatif au coût total de l'emprunt bancaire est calculé en agrégeant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à octobre 2017.

**Selon les estimations, le flux annuel du financement externe total des SNF de la zone euro s'est renforcé au troisième trimestre 2017.** Cela reflète l'amélioration à la fois de l'activité de prêt bancaire et des émissions de titres de créance, qui avaient été freinées par des facteurs particuliers au deuxième trimestre. Globalement, le redressement du financement externe des SNF observé depuis début 2014 a été favorisé par le renforcement de l'activité économique, de nouvelles

diminutions du coût du financement par endettement, l'assouplissement des conditions d'octroi de crédits des banques et le nombre plus élevé de fusions et acquisitions. Dans le même temps, le niveau record – et croissant – de la trésorerie détenue par les SNF a réduit la nécessité du recours au financement externe.

**Les émissions nettes de titres de créance par les SNF ont augmenté au troisième trimestre 2017.** La hausse des émissions nettes a été observée essentiellement en juillet, tandis que les émissions ont été modérées en août et en septembre. Les données de marché font état de la robustesse des émissions brutes en octobre et en novembre. Les émissions nettes d'actions cotées par les SNF ont continué d'être freinées par d'importants rachats d'actions dans plusieurs pays.

**Les coûts de financement des SNF 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 encore légèrement diminué, revenant à 4,3 % en novembre 2017 après une hausse modérée en juin et en juillet. Le recul observé depuis juillet 2017 s'explique principalement par la baisse du coût des fonds propres. En outre, selon les estimations, le coût de l'endettement de marché a atteint un nouveau point bas historique (cf. section 2). Le coût nominal total du financement externe s'inscrit désormais 30 points de base au-dessus de son point bas historique de juillet 2016, mais il reste sensiblement inférieur au niveau observé à l'été 2014, juste avant que les marchés ne commencent à intégrer les anticipations relatives à l'APP à venir.

## Évolutions budgétaires

*Selon les projections macroéconomiques de décembre 2017 établies par les services de l'Eurosystème, le déficit budgétaire de la zone euro devrait continuer de décliner au cours de la période de projection (2017-2020), essentiellement à la suite d'une amélioration des conditions conjoncturelles et d'une diminution des paiements d'intérêts. L'orientation budgétaire globale pour la zone euro devrait être largement neutre. Le ratio dette publique/PIB de la zone euro continuera de se replier, mais il demeure important. Les pays affichant des niveaux de dette élevés doivent consentir plus particulièrement des efforts d'assainissement supplémentaires visant à résolument imprimer une tendance baissière au ratio d'endettement de leurs administrations publiques et à reconstituer leurs réserves budgétaires.*

**Le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait se réduire progressivement au cours de la période de projection.** Selon les projections macroéconomiques de décembre 2017 établies par les services de l'Eurosystème<sup>5</sup>, le ratio de déficit des administrations publiques de la zone euro devrait revenir de 1,5 % du PIB en 2016 à 0,5 % du PIB en 2020 (cf. le tableau ci-dessous). L'amélioration attendue des perspectives budgétaires, qui sont globalement inchangées par rapport aux projections de septembre 2017, s'appuie principalement sur des conditions conjoncturelles favorables et sur des paiements d'intérêts en baisse. Tandis que les projets de plans budgétaires pour 2018, soumis par les États de la zone euro à la mi-octobre 2017, prévoient des efforts d'assainissement supplémentaires pour certains États, ceux-ci ne sont pas nécessairement totalement reflétés dans les projections étant donné que ces dernières ne tiennent compte que des mesures déjà adoptées par les parlements respectifs ou du moins proches de l'être. Pour de plus amples détails sur les projets de plans budgétaires, cf. l'encadré 5 du présent *Bulletin économique*. L'orientation budgétaire pour la zone euro devrait être globalement neutre sur l'horizon de projection<sup>6</sup>.

**Le niveau de la dette publique de la zone euro devrait continuer à baisser par rapport à ses niveaux élevés.** Le ratio dette/PIB de la zone euro, qui avait culminé en 2014, devrait se replier et revenir de 88,9 % du PIB en 2016 à 80,7 % du PIB d'ici fin 2020. Le recul s'explique principalement par un excédent primaire positif et en hausse et par un écart favorable entre les taux d'intérêt et de croissance, ce dernier reflétant les perspectives macroéconomiques généralement stables. Le ratio de dette est légèrement inférieur à celui de l'exercice de septembre 2017, reflétant principalement un écart plus favorable entre les taux d'intérêt et de croissance. Une amélioration des ratios de dette est attendue dans la plupart des États membres de la zone euro, tandis que, dans quelques pays, le ratio de la dette publique devrait

<sup>5</sup> Cf. les [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2017](#).

<sup>6</sup> L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance des politiques budgétaires sur l'économie au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée comme la variation du solde primaire structurel, c'est-à-dire le ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite des mesures temporaires telles que le soutien des pouvoirs publics au secteur financier. Pour plus de détails concernant l'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « [L'orientation budgétaire de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

progresser au cours de la période de projection. En particulier dans les pays lourdement endettés, des efforts d'assainissement supplémentaires à consentir dans le respect intégral du Pacte de stabilité et de croissance sont essentiels pour résolument imprimer une tendance baissière au ratio dette publique/PIB. La reconstitution des réserves budgétaires rendrait les pays moins vulnérables à un regain d'instabilité sur les marchés financiers ou à un rapide rebond des taux d'intérêt.

**Tableau 1**  
Évolutions budgétaires dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>a. Recettes totales</b>	46,1	46,0	45,7	45,3	45,2
<b>b. Dépenses totales</b>	47,6	47,1	46,6	46,2	45,7
<b>dont :</b>					
<b>c. Paiements d'intérêts</b>	2,2	2,0	1,9	1,7	1,7
<b>d. Dépenses primaires (b – c)</b>	45,4	45,1	44,7	44,5	44,0
<b>Solde budgétaire (a – b)</b>	-1,5	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5
<b>Solde budgétaire primaire (a – d)</b>	0,6	0,9	1,0	0,9	1,2
<b>Solde budgétaire corrigé du cycle</b>	-1,4	-1,2	-1,1	-1,2	-1,0
<b>Solde structurel primaire</b>	0,7	0,9	0,7	0,7	0,7
<b>Endettement brut</b>	88,9	87,0	85,1	83,1	80,7
<b>Pour mémoire : PIB en volume (variations en pourcentage)</b>	1,8	2,4	2,3	1,9	1,7

Sources : Eurostat, BCE et projections macroéconomiques de décembre 2017 établies par les services de l'Eurosystème.

Notes : Les données se réfèrent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro. La somme des composantes peut ne pas être égale à 100 en raison des arrondis. Comme les projections prennent généralement en compte les révisions de données les plus récentes, il se peut qu'il y ait des écarts par rapport aux dernières données Eurostat validées.

# Encadrés

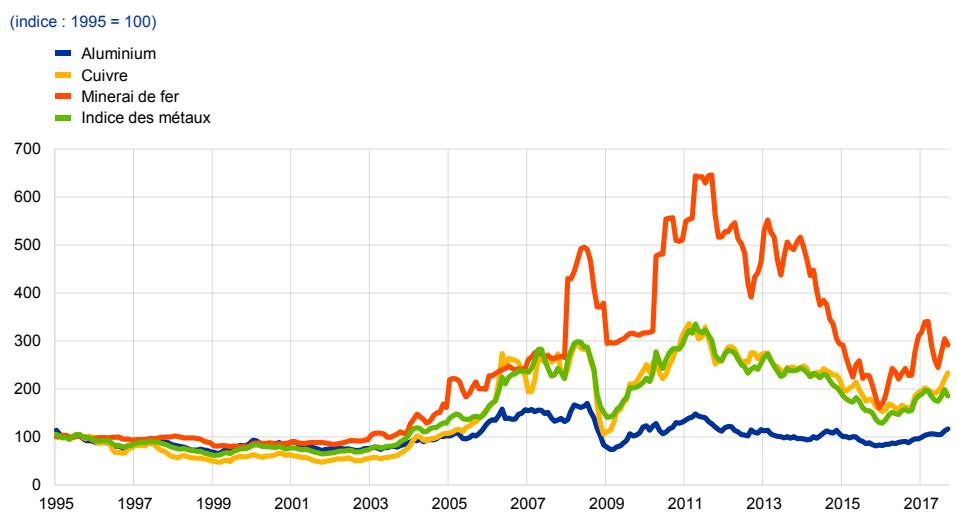
## 1

### Qu'est-ce qui détermine les prix des métaux ?

La compréhension des facteurs à l'origine des prix des métaux est importante pour évaluer leurs effets sur les prix dans la zone euro. Le présent encadré analyse les déterminants des évolutions des prix des métaux depuis 1998, en s'attachant tout particulièrement à la forte hausse de ces prix entre juin et septembre 2017, période au cours de laquelle les prix de l'aluminium, du cuivre et du minerai de fer ont augmenté simultanément de 10 % environ.

**Même s'ils suscitent moins d'attention que les prix du pétrole, les prix des métaux ont également varié fortement depuis fin 2003.** Les prix des métaux ont été relativement stables entre 1995 et fin 2003, puis ont fortement augmenté jusqu'à mi-2011 (mis à part un fléchissement durant la récession mondiale), avant de baisser jusqu'à début 2016, date à partir de laquelle ils ont commencé à augmenter de nouveau (cf. graphique A). En septembre 2017, ces prix étaient supérieurs d'environ 75 % à leur niveau de 1995, sous l'effet des prix du minerai de fer et du cuivre, tandis que les prix de l'aluminium sont restés plus stables sur la période.

**Graphique A**  
Prix des métaux



Sources : Bloomberg, Institut de recherche économique de Hambourg (HWWI) et calculs de la BCE.  
Notes : L'indice des métaux comprend l'aluminium, le cuivre, le plomb, le nickel, la ferraille d'acier, l'étain, le zinc et le minerai de fer. Les pondérations sont fondées sur les importations dans les pays de la zone euro (cf. graphique B).

**Reflétant le dynamisme de sa croissance économique au cours de la dernière décennie, la Chine est devenue un acteur dominant en termes de part dans la consommation de métaux et également en termes de production pour certains d'entre eux (cf. graphique B).** La Chine consomme 50 % à 60 % environ des métaux au niveau mondial et représente près de 50 % de la production mondiale d'aluminium et 35 % de celle du cuivre. Toutefois, sa part dans la consommation de minerai de fer est revenue de 70 % en 2014 à 60 % en 2015, reflétant un

rééquilibrage économique progressif du pays au détriment des activités à forte intensité en matières premières et au profit des services. De plus, les préoccupations environnementales ont favorisé une baisse de la production d'acier en Chine, avec une incidence négative sur la demande de minerai de fer.

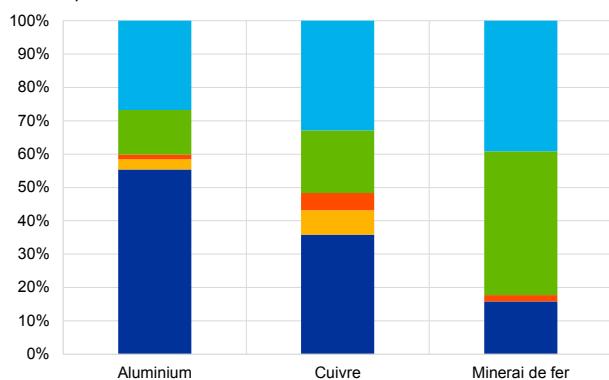
## Graphique B

### Répartition géographique de la production et de la consommation de métaux

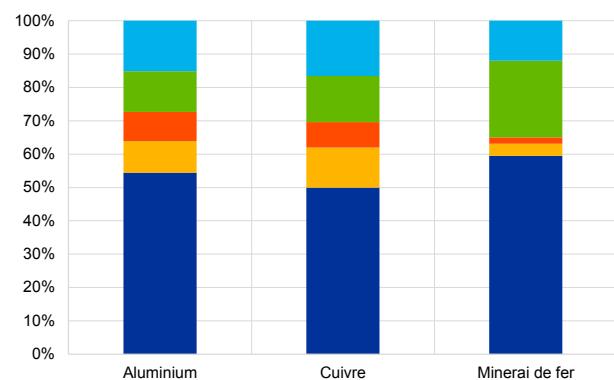
(parts en pourcentage à l'échelle mondiale en 2016)

- Chine
- Zone euro
- États-Unis
- Autres pays de l'OCDE
- Autres pays hors OCDE

a) Production



b) Consommation



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : Dans la partie (a), les données relatives à l'aluminium et au cuivre proviennent du *World Bureau of Metal Statistics* (WBMS) et reflètent la production primaire et la production raffinée, respectivement. Les données relatives au minerai de fer sont établies à partir de la production minière de minerai de fer exploitable du Service géologique des États-Unis (USGS). Dans la partie (b), les mêmes sources de données sont utilisées pour la consommation. La consommation de minerai de fer n'est pas disponible pour 2016 et est remplacée par les données relatives à 2015.

**Même si les facteurs de demande ont été un déterminant essentiel des fluctuations des prix des métaux au cours des vingt dernières années, les estimations fondées sur des modèles laissent penser que la récente hausse de ces prix a également été liée à des facteurs d'offre.** Afin de distinguer les principaux facteurs à l'origine de cette forte hausse, on utilise un modèle à facteurs dynamiques s'appuyant sur un vaste panel de prix de l'énergie et des matières premières hors énergie, tel que développé par Delle Chiaie, Ferrara et Giannone (2017)<sup>7</sup>. Cette approche suppose que les chocs spécifiques aux matières premières, tels que les chocs d'offre sur les différents marchés de matières premières, ont tendance à être idiosyncratiques et se compensent donc en moyenne lorsque l'on examine un large échantillon de prix des matières premières. En revanche, des changements durables de la composante commune (le facteur mondial) tendent à être indicatifs de variations de la demande induites par le cycle économique mondial. Le facteur (de demande) mondial rend compte d'une large part des variations des prix des métaux et a revêtu une grande importance depuis le début des années 2000, en grande partie en raison de l'importance croissante de la Chine (cf. graphique C). Toutefois, si l'on examine la période plus récente, la hausse simultanée de 10 % environ des prix des trois métaux entre juin et septembre 2017 a

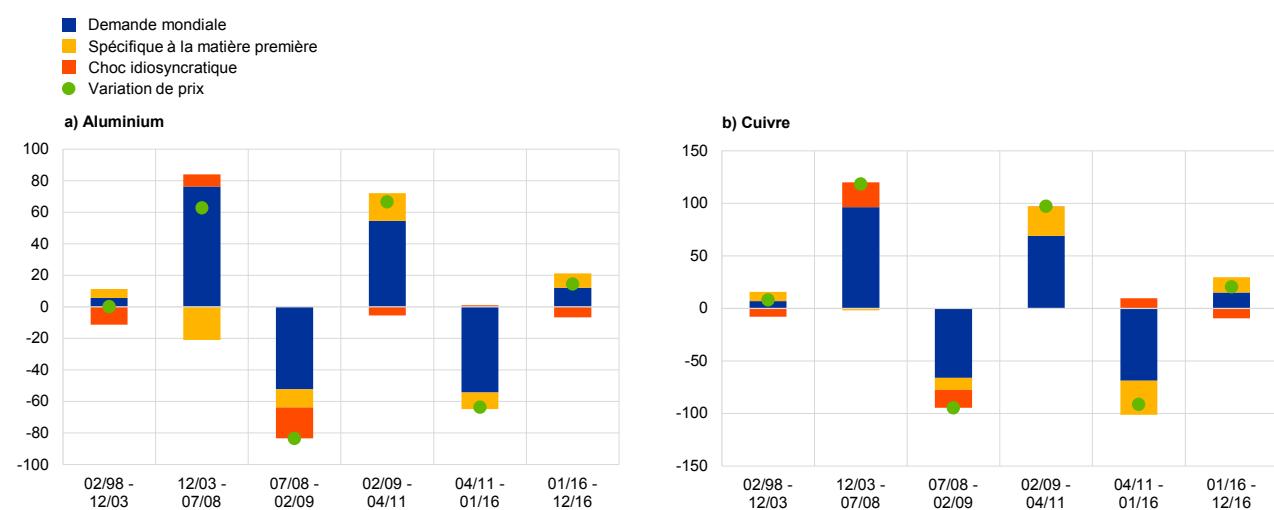
<sup>7</sup> Delle Chiaie (S.), Ferrara (L.) et Giannone (D.), « *Common factors of commodity prices* », *Working Paper Series*, n° 2112, BCE, novembre 2017.

été principalement liée aux composantes spécifiques aux matières premières, qui devraient refléter des facteurs d'offre tels qu'ils ressortent des contributions idiosyncratiques et spécifiques aux différents blocs (cf. graphique D). L'augmentation de la demande mondiale a également joué un rôle, mais dans une moindre mesure que l'offre.

### Graphique C

#### Principaux déterminants des prix des métaux entre 1998 et 2016

(variations en pourcentage et contributions en points de pourcentage aux variations de prix)



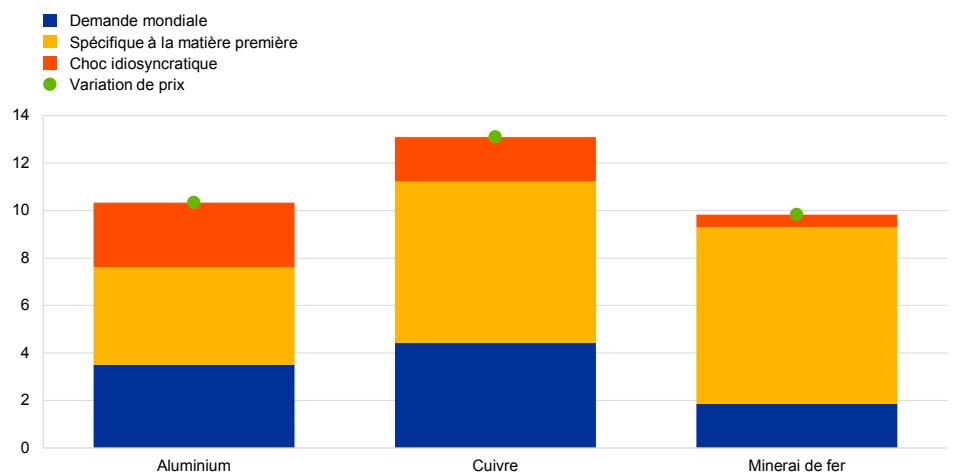
Source : Delle Chiaie, Ferrara et Giannone (2017).

**Ces résultats sont cohérents avec les évolutions des marchés des métaux au cours de cette période.** La production de cuivre a diminué au Chili et au Pérou en raison des conditions climatiques et de grèves dans certaines mines, tandis que les pénuries d'offre en Australie et au Brésil ont soutenu la hausse des cours du minerai de fer. Les prix de l'aluminium ont également augmenté en raison de la forte demande mondiale et de la politique conduite par la Chine visant à réduire la surproduction et la pollution par des fermetures d'usines. Depuis début octobre 2017, les prix des métaux se sont inscrits en légère hausse (de 2 % environ), principalement du fait de la dynamique des prix du minerai de fer. Ceux-ci ont augmenté en raison de la demande croissante de minerai à haute teneur en fer à la suite de la restructuration de l'industrie de l'acier en Chine, affectée par la mise en œuvre de réformes environnementales.

## Graphique D

### Principaux déterminants de la forte hausse des prix des métaux entre juin et septembre 2017

(variations en pourcentage et contributions en points de pourcentage)



Source : Delle Chiaie, Ferrara et Giannone (2017) (version actualisée).

Notes : La décomposition historique pour le minerai de fer doit être analysée avec prudence en raison de préoccupations quant à la qualité des séries. Les séries relatives aux prix du minerai de fer ne débutent qu'en 1995 et jusqu'en 2010, la plupart des prix de ce minerai se négociaient en utilisant une négociation annuelle du prix de référence.

**En dépit des hausses récentes des prix des métaux, la plupart des prévisions tablent sur une stabilisation ou une baisse des prix pour le cuivre, l'aluminium et le minerai de fer.** Alors que les marchés à terme vont dans le sens d'une stabilisation des prix des métaux, les prévisions du Consensus économique tablent sur une baisse, de 7 % environ d'ici mi-2019, la hausse de la demande étant compensée par des augmentations de l'offre. Les projections de la Banque mondiale indiquent que la baisse des prix des métaux sera légèrement plus forte, avec une prévision de baisse des prix du minerai de fer de 30 % environ d'ici fin 2019. Les prix du cuivre et de l'aluminium devraient également s'inscrire en recul, de 11 % environ. La Chine jouera probablement un rôle important dans l'évolution des prix des métaux, les tensions sur les marchés des métaux étant largement influencées par les politiques environnementales et de sécurité de ce pays et par la croissance de la demande de métaux, avec un effet plus marqué sur le minerai de fer que sur le cuivre et l'aluminium. Les risques à la hausse pesant sur ces perspectives incluent des interruptions inattendues de l'offre, tandis que les risques à la baisse ont trait à une croissance de la demande plus lente que prévu en Chine et à un assouplissement des restrictions de production imposées aux industries lourdes chinoises.

**Les évolutions des prix des métaux jouent un rôle important dans l'évaluation des perspectives d'inflation de la zone euro et des risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme.** Les fluctuations des prix des métaux influencent l'inflation principalement par le biais de leur impact sur la chaîne de production et de distribution, la part des métaux dans la consommation étant relativement faible. De plus, dans la mesure où ils affectent principalement l'industrie, tout en ayant très peu d'incidence sur les services, leur impact est plus pertinent pour les pays disposant d'un secteur industriel important que pour les économies orientées vers les services.

Comparé à l'incidence des prix du pétrole, l'effet des prix des métaux sur l'inflation est faible, dans la mesure où ils n'ont pas d'effet direct *via* les prix de l'énergie de l'IPCH. Certaines estimations indiquent qu'une baisse de 10 % des prix des matières premières industrielles entraîne une baisse de 0,15 % de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés de la zone euro sur un horizon de trois ans<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Pour l'impact des prix des matières premières, cf. Landau (B.) et Skudelny (F.), « *Pass-through of external shocks along the pricing chain – a panel estimation approach for the euro area* », *Working Paper Series*, n° 1104, BCE, novembre 2009.

## 2

## Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 26 juillet au 31 octobre 2017

**Cet encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE durant les cinquième et sixième périodes de constitution de réserves de 2017, qui se sont déroulées du 26 juillet au 12 septembre 2017 et du 13 septembre au 31 octobre 2017, respectivement.** Durant ces périodes, les taux des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt sont demeurés inchangés à 0,00 %, 0,25 % et – 0,40 %, respectivement.

Parallèlement, l'Eurosystème a continué d'acquérir des titres du secteur public, des obligations sécurisées, des titres adossés à des actifs et des titres du secteur des entreprises dans le cadre de son programme d'achats d'actifs (APP), avec une cible d'achats mensuels de 60 milliards d'euros en moyenne. Ce rythme d'achats sera maintenu jusqu'en décembre 2017, pour ensuite être réduit à 30 milliards d'euros mensuels en moyenne jusqu'en septembre 2018 ou au-delà si nécessaire.

### Besoin de refinancement

**Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, est ressorti à 1 212,5 milliards d'euros, soit une hausse de 43,7 milliards par rapport à la précédente période sous revue (qui couvrait les troisième et quatrième périodes de constitution de 2017).** Cette hausse du besoin de refinancement est attribuable au solde moyen des facteurs autonomes, qui a augmenté de 43,9 milliards d'euros pour atteindre un niveau record de 1 090,2 milliards au cours de la période sous revue, tandis que les réserves obligatoires ont légèrement diminué, enregistrant une baisse de 0,2 milliard pour s'établir à 122,2 milliards.

**La hausse du solde global des facteurs autonomes, qui implique un retrait de liquidité, résulte principalement d'une diminution des facteurs apportant de la liquidité.** La principale contribution a été apportée par les avoirs extérieurs nets, qui ont diminué de 33,0 milliards d'euros pour s'établir à 637,0 milliards, en moyenne, au cours de la période sous revue. En moyenne, les actifs nets libellés en euros ont également diminué de 26,3 milliards d'euros par rapport à la précédente période sous revue, pour ressortir à 306,1 milliards.

**Les facteurs autonomes d'absorption de la liquidité ont également diminué au cours de la période sous revue, contrebalançant dans une certaine mesure les évolutions des facteurs autonomes d'élargissement de la liquidité.** La principale contribution a été apportée par les autres facteurs autonomes, qui ont fléchi de 30,1 milliards d'euros pour s'inscrire à 690,3 milliards. L'augmentation des billets en circulation et celle des dépôts des administrations publiques, à hauteur de 11,5 milliards d'euros et de 3,4 milliards respectivement, ont eu un effet inverse sur le niveau des facteurs autonomes d'absorption de la liquidité.

**La volatilité des facteurs autonomes est restée élevée et globalement inchangée par rapport à la précédente période sous revue.** Cette volatilité reflète essentiellement les fluctuations des dépôts des administrations publiques et des actifs nets libellés en euros.

## Tableau A

### Situation de liquidité de l'Eurosystème

	Du 26 juillet 2017 au 31 octobre 2017	Du 3 mai 2017 au 25 juillet 2017	Sixième période de constitution	Cinquième période de constitution			
<b>Engagements – Besoins de refinancement (moyennes ; en milliards d'euros)</b>							
<b>Facteurs autonomes de la liquidité</b>	<b>2 033,1</b>	<b>(-15,3)</b>	<b>2 048,3</b>	<b>2 046,7</b>	<b>(+27,2)</b>	<b>2 019,5</b>	<b>(-52,2)</b>
Billets en circulation	1 142,7	(+11,5)	1 131,2	1 142,8	(+0,3)	1 142,5	(+6,2)
Dépôts des administrations publiques	200,1	(+3,4)	196,7	218,3	(+36,4)	181,8	(-47,9)
Autres facteurs autonomes	690,3	(-30,1)	720,5	685,6	(-9,5)	695,1	(-10,4)
<b>Comptes courants</b>	<b>1 248,0</b>	<b>(+74,0)</b>	<b>1 174,0</b>	<b>1 253,3</b>	<b>(+10,5)</b>	<b>1 242,7</b>	<b>(+73,5)</b>
<b>Instruments de politique monétaire</b>	<b>752,0</b>	<b>(+35,0)</b>	<b>717,0</b>	<b>770,4</b>	<b>(+36,7)</b>	<b>733,6</b>	<b>(+15,7)</b>
Réserves obligatoires	122,2	(-0,2)	122,5	122,3	(+0,1)	122,2	(-0,4)
Facilité de dépôt	629,8	(+35,2)	594,5	648,1	(+36,6)	611,4	(+16,1)
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
<b>Actifs – Offre de liquidité (moyennes ; en milliards d'euros)</b>							
<b>Facteurs autonomes de la liquidité</b>	<b>943,2</b>	<b>(-59,2)</b>	<b>1 002,4</b>	<b>937,0</b>	<b>(-12,3)</b>	<b>949,3</b>	<b>(-34,0)</b>
Avoirs extérieurs nets	637,0	(-33,0)	670,0	635,0	(-4,0)	639,0	(-17,8)
Actifs nets libellés en euros	306,1	(-26,3)	332,4	302,0	(-8,3)	310,3	(-16,2)
<b>Instruments de politique monétaire</b>	<b>2 966,8</b>	<b>(+152,3)</b>	<b>2 814,4</b>	<b>3 010,2</b>	<b>(+85,9)</b>	<b>2 924,3</b>	<b>(+71,4)</b>
Opérations d' <i>open market</i>	2 966,5	(+152,3)	2 814,2	3 010,0	(+86,0)	2 924,0	(+71,4)
Opérations d'appels d'offres	772,7	(-6,0)	778,7	771,6	(-2,2)	773,8	(-2,7)
Opérations principales de refinancement	6,1	(-5,4)	11,5	6,7	(+1,2)	5,5	(-3,9)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	8,4	(+2,3)	6,1	8,3	(-0,2)	8,5	(+1,8)
Opérations TLTRO I	18,6	(-2,6)	21,1	17,2	(-2,7)	19,9	(-0,6)
Opérations TLTRO II	739,6	(-0,3)	739,9	739,4	(-0,5)	739,8	(-0,1)
Portefeuilles d'achats fermes de titres	2 193,8	(+158,3)	2 035,5	2 238,4	(+88,2)	2 150,2	(+74,1)
1 <sup>er</sup> programme d'achats d'obligations sécurisées	7,2	(-0,8)	8,0	6,9	(-0,5)	7,4	(-0,3)
2 <sup>e</sup> programme d'achats d'obligations sécurisées	4,9	(-0,7)	5,5	4,8	(-0,1)	4,9	(-0,4)
3 <sup>e</sup> programme d'achats d'obligations sécurisées	229,7	(+8,4)	221,3	232,7	(+5,8)	226,9	(+3,6)
Programme pour les marchés de titres	91,2	(-7,2)	98,3	90,5	(-1,2)	91,8	(-6,5)
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	24,6	(+0,6)	24,0	24,6	(-0,1)	24,6	(+0,4)
Programme d'achats de titres du secteur public	1 725,5	(+139,9)	1 585,6	1 762,6	(+73,4)	1 689,2	(+69,5)
Programme d'achats de titres du secteur des entreprises	110,8	(+18,0)	92,8	116,2	(+10,8)	105,4	(+7,7)
Facilité de prêt marginal	0,3	(+0,0)	0,2	0,2	(-0,1)	0,3	(+0,0)
<b>Autres informations fondées sur la liquidité (moyennes ; en milliards d'euros)</b>							
Besoin global de refinancement	1 212,5	(+43,7)	1 168,7	1 232,3	(+39,7)	1 192,6	(-18,7)
Facteurs autonomes <sup>1</sup>	1 090,2	(+43,9)	1 046,3	1 110,0	(+39,6)	1 070,4	(-18,2)
Excédent de liquidité	1 755,3	(+109,5)	1 645,8	1 778,8	(+47,1)	1 731,7	(+90,1)
<b>Évolution des taux d'intérêt (moyennes ; en pourcentage)</b>							
Opérations principales de refinancement	0,00	(+0,00)	0,00	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilité de prêt marginal	0,25	(+0,00)	0,25	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilité de dépôt	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)
Eonia	-0,357	(+0,001)	-0,358	-0,359	(-0,003)	-0,356	(+0,003)

Source : BCE.

Notes : Tous les chiffres du tableau A étant arrondis, il peut arriver que le chiffre indiqué comme étant la variation par rapport à la période précédente ne représente pas la différence entre les chiffres arrondis fournis pour ces périodes (avec une différence de 0,1 milliard d'euros).

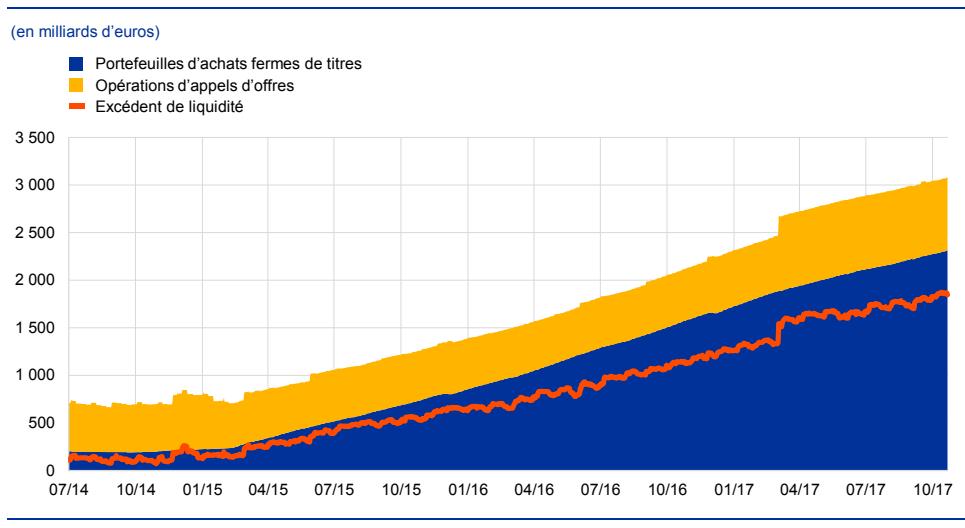
1) La valeur globale des facteurs autonomes inclut également les « Éléments en cours de règlement ».

## Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

**Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations d'*open market* (via les opérations d'appels d'offres et les achats dans le cadre de l'APP) a augmenté de 152,3 milliards d'euros pour s'établir à 2 966,5 milliards (cf. graphique A).** Cette hausse est entièrement attribuable à l'APP, tandis que la demande a légèrement diminué pour les opérations d'appels d'offres.

### Graphique A

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



Source : BCE.

**Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des opérations d'appels d'offres a légèrement diminué durant la période sous revue, de 6,0 milliards d'euros, pour s'établir à 772,7 milliards.** Cette diminution résulte essentiellement d'une baisse du niveau moyen de la liquidité fournie par le biais des opérations principales de refinancement, qui s'est établie à 5,4 milliards d'euros. L'encours moyen des TLTRO a aussi légèrement diminué, de 2,8 milliards d'euros, en raison de remboursements volontaires anticipés de fonds empruntés dans le cadre de ces opérations. En revanche, la liquidité moyenne fournie par le biais des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois a augmenté de 2,3 milliards d'euros.

**Avec les achats réalisés dans le cadre de l'APP, la liquidité fournie par le biais des portefeuilles de titres de l'Eurosystème liés à la mise en œuvre de la politique monétaire a augmenté de 158,3 milliards d'euros pour s'établir à 2 193,8 milliards, en moyenne.** La liquidité moyenne fournie par le programme d'achats de titres du secteur public (PSPP), par le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées, par le programme d'achats de titres adossés à des actifs et par le programme d'achats de titres du secteur des entreprises a augmenté, en moyenne, de 139,9 milliards d'euros, de 8,4 milliards, de 0,6 milliard et de 18,0 milliards, respectivement. La réduction de la liquidité résultant du remboursement des obligations détenues dans le cadre du programme pour les

Marchés de titres et des deux programmes précédents d'achats d'obligations sécurisées a représenté au total 8,6 milliards d'euros.

## Excédent de liquidité

**Par suite des évolutions examinées en détail précédemment, l'excédent de liquidité moyen au cours de la période sous revue a augmenté de 109,5 milliards d'euros par rapport à la période précédente pour s'établir à 1 755,3 milliards (cf. graphique A).** Comme mentionné plus haut, cette hausse reflète en grande partie la liquidité fournie par le biais de l'APP avec une cible d'achats mensuels de 60 milliards d'euros, qui a été en partie contrebancée par une augmentation des besoins de refinancement résultant des facteurs autonomes. Une analyse plus détaillée de la période sous revue montre que l'excédent de liquidité a augmenté au cours de la cinquième période de constitution, enregistrant une hausse de 90,1 milliards d'euros, sous l'effet des achats réalisés dans le cadre de l'APP et d'une baisse des facteurs autonomes exerçant une incidence restrictive sur la liquidité, principalement en raison d'une baisse des dépôts des administrations publiques. Au cours de la sixième période de constitution, l'excédent de liquidité a enregistré une légère augmentation de 47,1 milliards d'euros, la liquidité injectée *via* les achats réalisés dans le cadre de l'APP ayant été contrebancée dans une certaine mesure par une hausse du besoin global de refinancement du secteur bancaire résultant d'une augmentation des dépôts des administrations publiques.

Cette augmentation de l'excédent de liquidité s'est reflétée dans la hausse des encours moyens sur les comptes courants, qui se sont renforcés de 74,0 milliards d'euros pour s'établir à 1 248,0 milliards au cours de la période sous revue, tandis que le recours moyen à la facilité de dépôt s'est encore accru, de 35,2 milliards, pour ressortir à 629,8 milliards.

## Évolution des taux d'intérêt

**Les taux du marché monétaire au jour le jour sont demeurés proches du taux de la facilité de dépôt, les taux des paniers de garanties spécifiques sur le compartiment des opérations garanties revenant même au-dessous de ce niveau.** Sur le compartiment des opérations en blanc, l'Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro) s'est établi en moyenne à – 0,357 %, par rapport à une moyenne de – 0,358 % lors de la précédente période sous revue. L'Eonia a oscillé au sein d'une fourchette étroite, avec un point haut à – 0,345 % le dernier jour d'août 2017 et un point bas à – 0,366 % mi-septembre 2017.

Sur le marché des opérations garanties, les taux moyens des opérations de pension au jour le jour sur le marché *GC Pooling* ont légèrement fléchi pour le panier de garanties standard et le panier étendu par rapport à la période précédente. Le taux des opérations de pension au jour le jour s'est établi à – 0,437 % pour le panier de garanties standard, et à – 0,402 %, en moyenne, pour le panier étendu.

La baisse de fin de trimestre enregistrée en septembre 2017 sur les taux des opérations de pensions des émetteurs des pays du « cœur » de la zone euro (*core repo rates*), similaire à celle observée en juin 2017, a été relativement modérée par rapport à celles enregistrées fin 2016 et à la fin du trimestre s'achevant en mars 2017. Cela suggère que les intervenants de marché ont adopté des pratiques plus efficaces en matière de gestion des garanties. En outre, cette évolution laisse également penser que le mécanisme de garantie espèces pour les prêts de titres dans le cadre du PSPP a des effets positifs.

### 3

## La récente vigueur des indicateurs tirés d'enquêtes : que nous dit-elle sur la profondeur et l'étendue de la croissance du PIB en volume ?

**Les enquêtes d'opinion récentes indiquent une croissance solide du PIB en volume, ce qui soulève la question suivante : peut-on s'attendre à une poursuite de cette forte dynamique de croissance ?** Par exemple, les données « subjectives » (*soft data*) issues des deux principales enquêtes pour la zone euro – les enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs et l'indice des directeurs d'achat (*Purchasing Managers' Index* – PMI) IHS Markit – ont récemment affiché une vigueur remarquable, signe d'une croissance robuste de l'économie de la zone euro. Ces deux enquêtes font l'objet d'un suivi étroit de la part des analystes et des pouvoirs publics, car elles sont considérées comme un indicateur rapidement disponible et souvent remarquable des évolutions économiques : les résultats d'enquêtes sont publiés tous les mois (à compter de la troisième semaine du mois de référence), alors que l'estimation rapide provisoire du PIB est publiée 30 jours seulement après la fin du trimestre de référence. Le présent encadré examine de plus près les principales séries de données issues de chaque enquête, c'est-à-dire l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator* – ESI) et l'indice PMI composite pour la production, tous deux présentant habituellement la corrélation la plus forte avec les évolutions du PIB en volume.

**L'ESI et l'indice PMI composite pour la production sont tous deux utiles pour évaluer les évolutions du PIB en volume, mais ils présentent des différences méthodologiques.** Les enquêtes de la Commission européenne ont une couverture large en termes de pays (tous les pays de la zone euro sont couverts à l'exception de l'Irlande), de secteurs, de questions posées et de taille des échantillons (elles couvrent 75 000 entreprises du secteur privé et 26 000 consommateurs). Cela permet d'obtenir une vision détaillée des évolutions économiques. Dans le cadre de ces enquêtes, l'ESI inclut des indicateurs de confiance pour cinq secteurs, chacun comprenant en moyenne deux à quatre sous-questions. Certaines ont trait aux commandes, aux attentes en matière de production/demande ou d'emploi et revêtent, de ce fait, un caractère prospectif. Les pondérations qui sous-tendent l'ESI sont fixées comme suit : 40 % pour l'industrie, 30 % pour les services, 20 % pour les consommateurs (ménages) et 5 % chacun pour le commerce de détail et la construction<sup>9</sup>. En revanche, l'ESI ne recouvre pas les services financiers. Il s'agit là d'une lacune car le secteur financier influe sur le PIB en volume et les évolutions dans ce secteur peuvent être très différentes de celles constatées dans le reste de l'économie, comme on a pu le voir durant la crise financière.

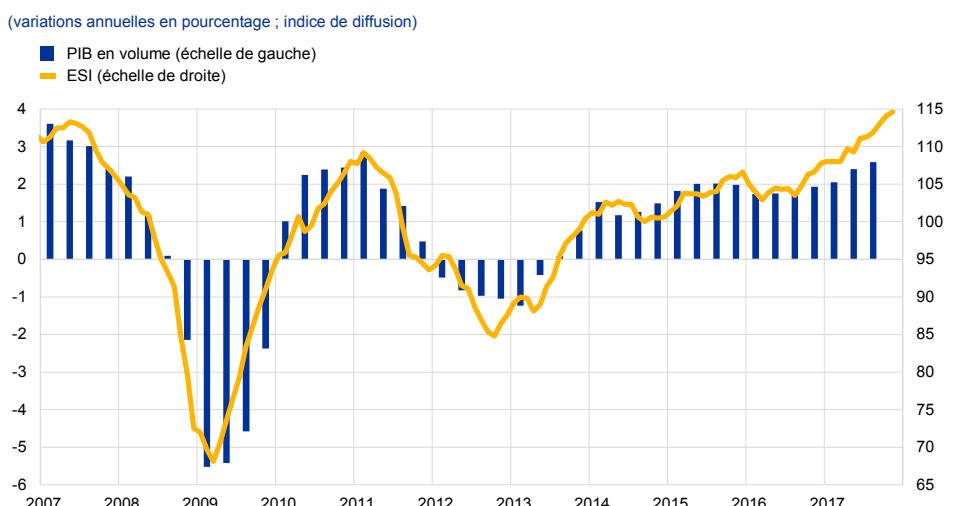
<sup>9</sup> Cf. Gelper (S.) et Croux (C.), « *On the Construction of the European Economic Sentiment Indicator* », *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 72(1), février 2010, p. 47-62 ; Pošta (V.) et Pikhart (Z.), « *The Use of the Sentiment Economic Indicator for GDP Short-term Forecasting: Evidence from EU Economies* », *Statistika*, 49(1), 2012, p. 41-55 ; et Sorić (P.), Lolić (I.) et Čižmešija (M.), « *European economic sentiment indicator: an empirical reappraisal* », *Quality & Quantity – International Journal of Methodology*, 50(5), septembre 2016, p. 2025-54.

L'indice PMI composite pour la production est établi à partir des réponses à une question concernant les variations mensuelles de la production, qui offre trois possibilités : « en hausse », « sans changement » ou « en baisse ». Il applique une pondération de 65 % à l'activité liée aux services (qui regroupe 2 000 entreprises du secteur privé des quatre principaux pays de la zone euro et de l'Irlande), les 35 % restants étant attribués à la production manufacturière (qui couvre 3 000 entreprises au niveau national, y compris aux Pays-Bas, en Autriche et en Grèce). Il manque donc des secteurs importants comme les services publics et l'industrie non manufacturière (principalement la construction).

**L'ESI et l'indice PMI composite pour la production suggèrent que l'économie de la zone euro a continué d'afficher une forte croissance au quatrième trimestre 2017.** Comme illustré dans le graphique A, l'ESI est construit de manière à rendre compte des évolutions du PIB annuel en volume qui interviennent sur la même période<sup>10</sup>. L'étroite corrélation entre l'ESI et le PIB annuel en volume indique la poursuite d'une expansion économique solide au quatrième trimestre. L'écart observé récemment entre l'ESI et la croissance annuelle peut s'expliquer en partie par le fait que le récent rebond de l'ESI est lié, dans une large mesure, aux composantes prospectives qui le sous-tendent. Ainsi, la récente amélioration de l'ESI pourrait également être le signe d'évolutions solides au-delà du quatrième trimestre.

### Graphique A

#### PIB en volume de la zone euro et indicateur du climat économique (ESI)



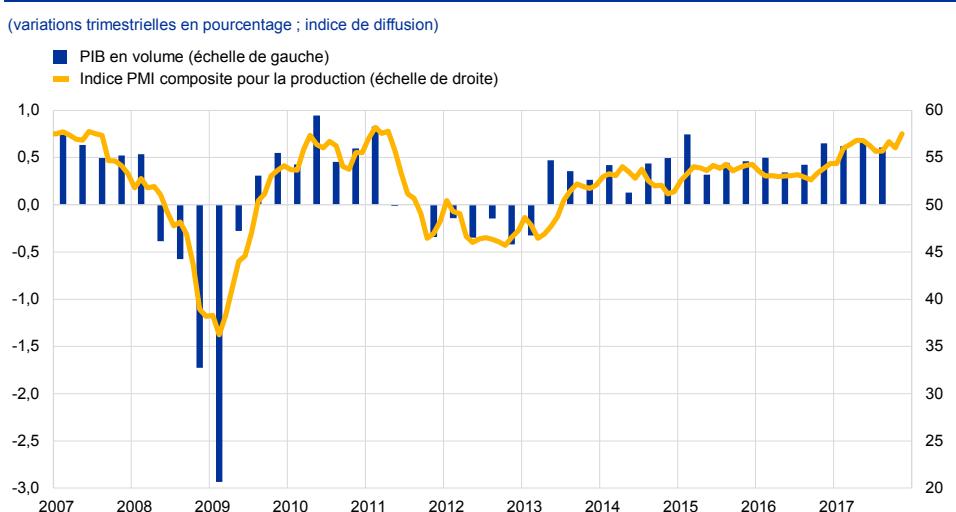
Sources : Eurostat et Commission européenne.

<sup>10</sup> Pour des éléments empiriques, notamment la comparaison des deux enquêtes et l'examen des variations aussi bien annuelles que trimestrielles du PIB en volume, cf. le sujet spécifique intitulé « *ESI and other BCS indicators vs PMI – properties and empirical performance* » dans « *European Business Cycle Indicators: 2nd Quarter 2017* », *European Economy Technical Paper*, n° 17, Commission européenne, juillet 2017, p. 18-26. Pour de plus amples informations concernant le suivi du PIB sur la base du PMI, notamment une comparaison avec les premières estimations rapides du PIB, cf. Bondt (G.J. de.), « *Nowcasting: Trust the Purchasing Managers' Index or wait for the flash GDP estimate?* », *EcoMod2012 Conference Paper*, juillet 2012. Les résultats actualisés du PMI, y compris une série de tests de stabilité, indiquent qu'il n'y a pas de signes d'une modification significative du lien entre le PMI et le PIB.

L'indice PMI composite pour la production est conçu de manière à suivre les évolutions trimestrielles de la croissance du PIB en volume. Le graphique B illustre une règle simple de suivi du PIB sur la base du PMI : la variation trimestrielle en pourcentage du PIB en volume est égale à 10 % de l'indice PMI composite trimestriel moyen pour la production, auquel on retranche 50. Le lien entre la variation trimestrielle du PIB en volume et l'indice PMI composite pour la production a parfois eu tendance à s'affaiblir, en particulier durant les premières années de la crise financière (2008-2009). Néanmoins, depuis 2003 (début de la publication d'une estimation rapide du PIB de la zone euro), la prévision des données définitives du PIB publiées pour les années civiles, obtenue à l'aide de cette simple règle de suivi, a été plus précise que la première série de données historiques relatives au PIB sur la moitié environ de la période considérée. Cette règle indique que, au quatrième trimestre 2017, le PIB en volume a affiché une croissance globalement conforme, en rythme trimestriel, à l'estimation de nos services pour décembre 2017<sup>11</sup>.

### Graphique B

#### PIB en volume de la zone euro et PMI composite pour la production



Sources : Eurostat et IHS Markit.

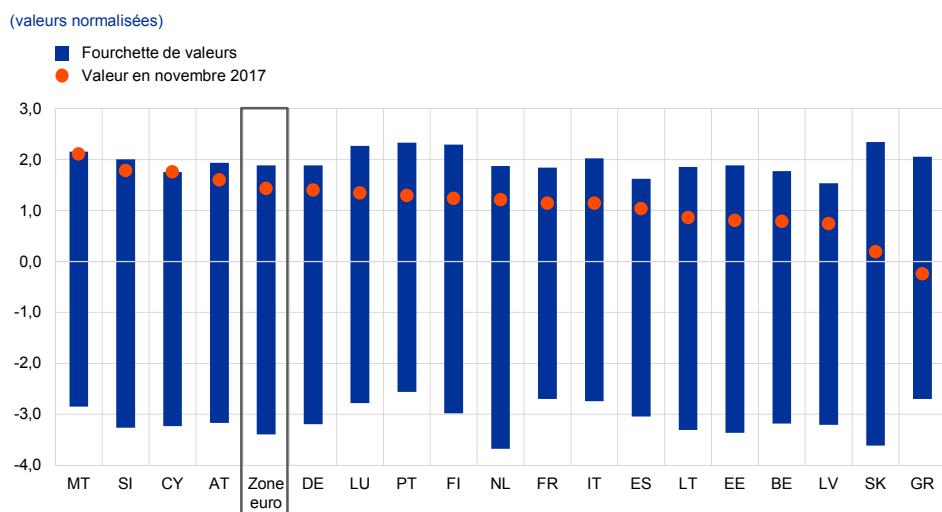
**L'ESI laisse à penser que le PIB en volume de la zone euro connaîtra une hausse continue et persistante à court terme, et que cette tendance concernera la plupart des pays.** Étant donné l'étendue de sa couverture, l'ESI est mieux adapté pour étudier plus en détail les dimensions à l'échelle des pays et des secteurs. Les derniers résultats relatifs à l'ESI, qui se rapportent à novembre 2017 (cf. les points rouges dans le graphique C), montrent que l'indicateur est supérieur à sa moyenne de long terme (représentée par la ligne zéro) pour l'ensemble des pays de la zone euro à l'exception de la Grèce. En outre, dans tous les pays à l'exception des trois États baltes, de la Belgique, de la Slovaquie et de la Grèce, l'ESI est actuellement supérieur de plus de un écart type à son niveau moyen.

<sup>11</sup> Cf. les « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2017 » publiées sur le site internet de la BCE.

L'ESI a atteint son point haut historique à Malte et à Chypre en novembre (comme l'indique la position des points rouges au-dessus des barres bleues).

### Graphique C

#### Indicateur du climat économique (ESI)



Notes : Les barres bleues indiquent les niveaux maximum et minimum depuis le début des séries relatives aux différents pays ; les points rouges représentent les derniers résultats ; et la ligne zéro marque la moyenne.

Sources : Commission européenne et calculs de la BCE.

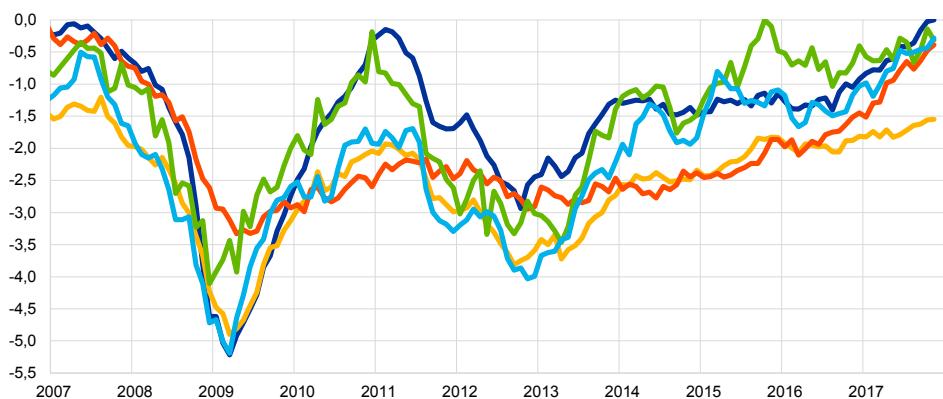
**Un tableau globalement positif ressort également au niveau sectoriel, la plupart des secteurs de la zone euro enregistrant des niveaux élevés de confiance.** Au niveau sectoriel, en novembre 2017, les indicateurs de confiance qui sous-tendent l'ESI ont atteint un niveau record dans le secteur manufacturier et un niveau proche du pic historique dans ceux des ménages (consommateurs), du commerce de détail et de la construction (cf. graphique D). Ce dernier secteur, en particulier, a connu un rebond conjoncturel notable. En revanche, les derniers résultats concernant le secteur des services ont été comparativement faibles, mais demeurent supérieurs à la moyenne de long terme ainsi qu'au précédent pic enregistré en 2011. Ces différences sectorielles sont importantes d'un point de vue économique. Par exemple, l'agrégation des indicateurs de confiance de la Commission européenne pour les services et pour l'industrie – à l'aide des pondérations sectorielles de l'indice PMI composite pour la production (65 % pour les services et 35 % pour l'industrie) – produirait une estimation beaucoup plus basse de la croissance annuelle du PIB en volume pour le quatrième trimestre de cette année que celle établie à l'aide de l'ESI (illustrée dans le graphique A). Dans l'ensemble, les résultats sectoriels laissent à penser que tous les secteurs contribuent actuellement à la croissance, à des degrés différents cependant.

## Graphique D

### La confiance dans les différents secteurs

(valeurs normalisées des écarts par rapport au maximum)

- Industrie
- Services
- Construction
- Commerce de détail
- Consommateurs



Notes : Les calculs de données relatives à la confiance débutent en janvier 1985 pour l'ensemble des secteurs à l'exception des services (pour lesquels les calculs débutent en avril 1995).  
Sources : Commission européenne et calculs de la BCE.

## 4

### Que peut nous apprendre l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels sur les perceptions de la dynamique du marché du travail de la zone euro ?

**Au cours des dix dernières années, les marchés du travail de la zone euro ont subi différents chocs, qui ont entraîné d'importantes fluctuations du taux de chômage et de la croissance des rémunérations.** En réponse à ces évolutions, les prévisionnistes professionnels ont ajusté à plusieurs reprises leurs anticipations relatives au taux de chômage et à la croissance annuelle de la rémunération par tête (désignée ci-après sous le terme de croissance des salaires), tant à la hausse qu'à la baisse. Le présent encadré examine les révisions des anticipations déclarées dans l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) et comment ces anticipations se comparent avec les résultats effectivement obtenus.

**Entre 2008 et 2013, les difficultés économiques associées à la crise financière et à la crise de la dette souveraine ont conduit les participants à l'EPP à ajuster progressivement leurs anticipations, à la hausse pour le taux de chômage et à la baisse pour la croissance des salaires (cf. graphiques A et B).**

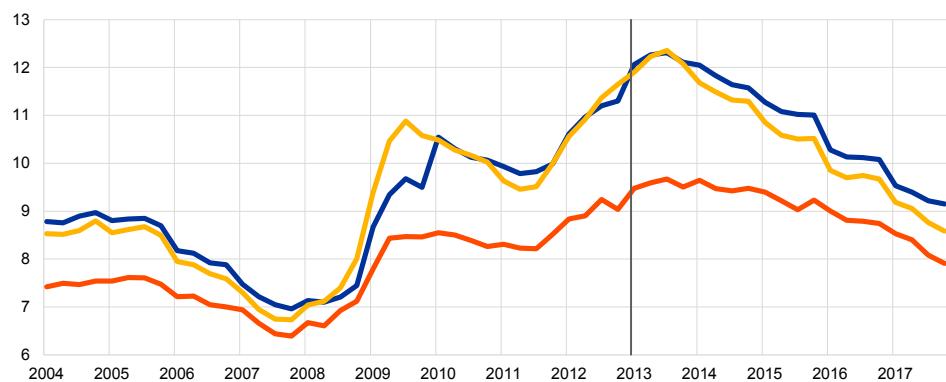
Cela concorde avec la notion traditionnelle du chômage considéré comme la cause de l'existence de capacités inutilisées sur le marché du travail et, donc, de la dynamique quantité-prix sur le marché du travail : plus il y a de chômeurs en concurrence pour les emplois, plus faibles sont les salaires que les entreprises doivent offrir pour recruter ou retenir les salariés. Cette corrélation s'est également observée en sens inverse lors de la reprise temporaire de 2010-2011, lorsque les anticipations de croissance des salaires à plus court terme ont été révisées à la hausse, parallèlement aux projections de baisse des capacités inutilisées sur le marché du travail (comme l'indiquait le resserrement de l'écart entre les anticipations relatives au taux de chômage à plus court terme et à plus long terme). En 2013, toutefois, un scénario différent s'est fait jour, caractérisé par une révision à la baisse des anticipations du taux de chômage, dans un premier temps, puis de la croissance des salaires.

## Graphique A

### Anticipations relatives au taux de chômage

(en pourcentages)

- Année en cours
- Année prochaine
- À plus long terme



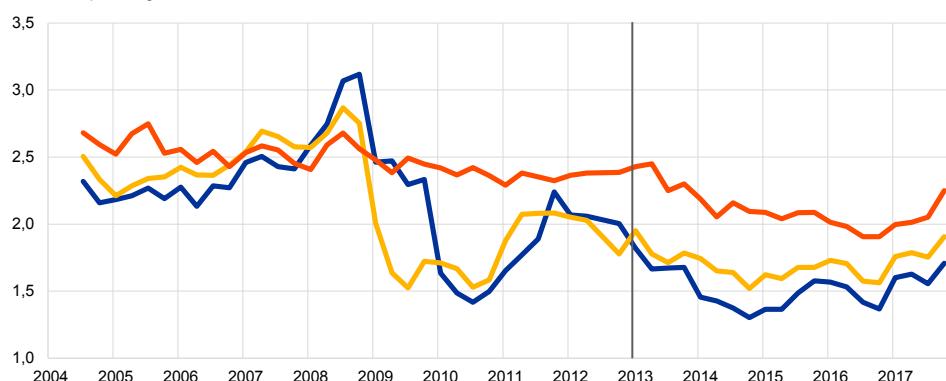
Sources : EPP et calculs des services de la BCE.

## Graphique B

### Anticipations relatives à la croissance des salaires

(variations annuelles en pourcentage)

- Année en cours
- Année prochaine
- À plus long terme



Sources : EPP et calculs des services de la BCE.

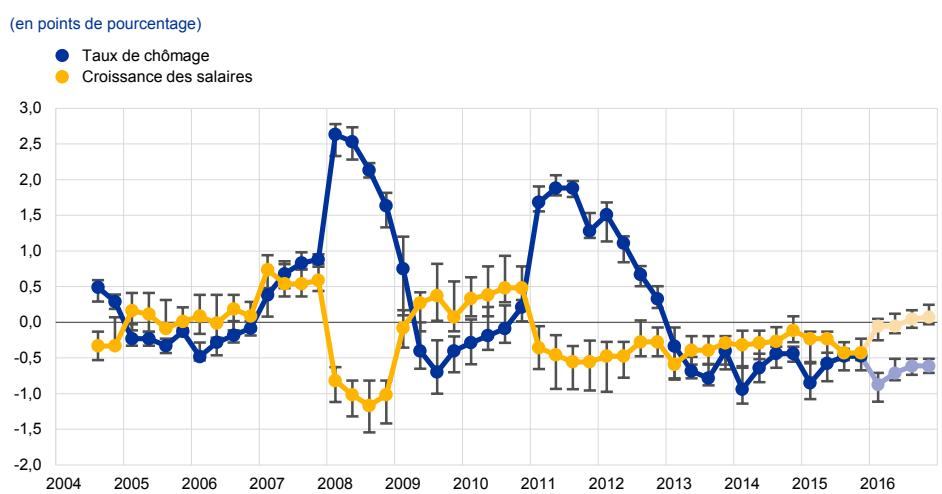
Jusqu'en 2013, les erreurs de projection de l'EPP reflétaient généralement les erreurs relatives au chômage : les épisodes de croissance des salaires plus faible que prévu coïncidaient avec un taux de chômage plus élevé que prévu et inversement (cf. graphique C)<sup>12</sup>. Cependant, après 2013, ce n'est pas seulement la tendance des révisions des prévisions de chômage et de croissance des salaires qui a changé, mais également la tendance des erreurs de projection. La croissance des salaires et le taux de chômage ont tous deux été surestimés par l'EPP au cours de la période 2013-2015, configuration d'erreurs qui semble inhabituelle par rapport à l'historique de l'EPP. Par ailleurs, cette tendance ne s'est pas seulement constatée

<sup>12</sup> L'EPP recueille les taux de croissance annuels attendus (sur des horizons fixes correspondant à une année civile) pour la rémunération par tête (c'est-à-dire la croissance des salaires) depuis 2004.

dans les prévisions moyennes déclarées par l'EPP, mais également pour la grande majorité des différents prévisionnistes. Les barres du graphique C illustrent l'écart des erreurs de prévision individuelles (calculé comme l'intervalle interquartile). Au cours de la période 2013-2015, ces barres se situent essentiellement sous la ligne zéro, ce qui indique qu'une grande majorité des participants ont surestimé à la fois la croissance des salaires et le chômage.

### Graphique C

#### Erreurs de projection à court terme de l'EPP pour le taux de chômage et la croissance des salaires



Sources : EPP et calculs des services de la BCE.

Notes : L'horizon de projection concerne l'année civile suivante ; la date indiquée se rapporte à la date de l'enquête. Le graphique illustre l'intervalle médian et interquartile des micro-données de prévision de l'EPP. Les erreurs de projection se définissent comme les résultats obtenus, selon les données les plus récentes, moins les anticipations. Les données les plus récentes relatives à la rémunération par tête se rapportent au troisième trimestre 2017. Les dernières anticipations de l'EPP pour l'horizon de l'année civile suivante qui peuvent être définitivement évaluées sont celles qui se rapportent à l'année 2016, à partir des enquêtes réalisées en 2015. Cependant, ce graphique présente également une évaluation indicative des anticipations tirée des enquêtes de 2016 pour 2017, en supposant que les données concernant le dernier trimestre sont conformes aux projections macroéconomiques de décembre établies par les services de l'Eurosystème. La tendance des erreurs de projection relatives au chômage et à la croissance des salaires pour l'horizon de l'année civile au-delà de la suivante (recueillies seulement dans les enquêtes du troisième et du quatrième trimestre jusqu'en 2013) est identique.

**Cette tendance historiquement inhabituelle des erreurs de prévision depuis 2013 suggère peut-être une rupture structurelle de la dynamique du marché du travail de la zone euro.** Plus précisément, cette tendance laisse penser que, même si la sous-utilisation des capacités sur le marché du travail (mesurée par le chômage) s'est avérée inférieure aux prévisions, d'autres facteurs ont maintenu une croissance des salaires modérée. Ces facteurs peuvent inclure : une plus grande flexibilité des salaires, en raison de l'intensité de la crise et des réformes structurelles des marchés du travail qui ont suivi ; une plus forte augmentation des emplois à faible productivité ; et les effets découlant d'un environnement de faible inflation<sup>13</sup>. Cette tendance peut également indiquer qu'à l'heure actuelle, le taux de chômage sous-estime le total des capacités inutilisées sur le marché du travail. Par exemple, une proportion élevée de travailleurs à temps partiel souhaitant augmenter leurs heures ou de personnes ayant un lien marginal avec le marché du travail a pu permettre une hausse de l'emploi sans engendrer d'augmentation significative des

<sup>13</sup> Cf. l'encadré intitulé « Les tendances récentes des salaires dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2016.

salaires. Ce résultat est conforme aux conclusions de l'enquête pour le deuxième trimestre 2017 : à la question portant sur les risques perçus en matière d'évolutions salariales, les participants ont souligné l'incertitude entourant la réponse des salaires aux capacités inutilisées et le risque d'une croissance des salaires plus faible que prévu si les travailleurs ayant un lien marginal avec le marché du travail y revenaient à mesure que le redressement économique se confirme.

**Cependant, l'influence des facteurs à l'origine des récentes évolutions inhabituelles du marché du travail est peut-être déjà en train de se dissiper.**

Les anticipations de croissance des salaires se sont redressées en 2017, pour tous les horizons de prévision. En particulier, la dernière EPP (pour le quatrième trimestre 2017) montre que les anticipations de croissance des salaires à plus long terme ont désormais effacé plus de la moitié de la baisse observée sur la période 2013-2016 (cf. graphique B). Cette évolution peut donc laisser penser que les facteurs qui ont freiné la croissance des salaires sont maintenant perçus comme s'affaiblissant.

## 5

# Évaluation de l'examen des projets de plans budgétaires portant sur l'exercice 2018

**Le 22 novembre 2017, la Commission européenne a publié ses avis sur les projets de plans budgétaires nationaux des États de la zone euro pour 2018, ainsi qu'une analyse de la situation budgétaire de la zone euro dans son ensemble.** Chaque avis inclut une évaluation de la conformité du projet concerné avec le Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Il fait également suite aux orientations découlant des recommandations par pays en matière de politique budgétaire dans le cadre du Semestre européen 2017, telles qu'adoptées par le Conseil « Affaires économiques et financières » le 11 juillet 2017<sup>14</sup>.

**D'une manière générale, les projets de plans budgétaires envisagent un soutien globalement neutre à l'économie de la zone euro par les politiques budgétaires, moyennant certes des divergences considérables entre les pays.**

Certains États membres ont atteint leurs objectifs budgétaires à moyen terme (OMT) et plusieurs d'entre eux utilisent la marge de manœuvre dont ils disposent en vertu des règles budgétaires de l'UE. En revanche, les efforts structurels sont insuffisants par rapport aux engagements du PSC dans bon nombre d'États membres, malgré l'expansion économique solide et généralisée dans la zone euro. Dans sa déclaration du 4 décembre 2017 sur les projets de plans budgétaires pour 2018, l'Eurogroupe concluait qu'une orientation budgétaire globalement neutre semble encore appropriée au niveau de l'ensemble de la zone euro en 2018<sup>15</sup>. Cette conclusion cadre également avec l'idée que lorsque l'écart de production est faible, le réglage fin du soutien à la macroéconomie par les politiques budgétaires ne se justifie pas<sup>16</sup>. L'Eurogroupe notait également que dans le même temps, l'amélioration de la situation économique nécessite de reconstituer des réserves budgétaires, tout en continuant de renforcer le potentiel de croissance des économies.

**En s'appuyant sur ses prévisions économiques de l'automne 2017, la Commission estime que seuls six des dix-huit projets de plans budgétaires sont totalement conformes au PSC<sup>17</sup>.** Il s'agit des plans de l'Allemagne, de la Lettonie, de la Lituanie, du Luxembourg, des Pays-Bas et de la Finlande (tous dans le cadre du volet préventif du PSC), soit un de plus par rapport au nombre de plans qui avaient été jugés totalement conformes l'année dernière. La Commission juge que les projets de plans budgétaires de six autres pays ne sont que « globalement

<sup>14</sup> Pour des informations de fond et de plus amples détails, cf. l'encadré intitulé « Recommandations par pays en matière de politique budgétaire dans le cadre du Semestre européen 2017 », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, juin 2017.

<sup>15</sup> Cf. *Eurogroup statement on the Draft Budgetary Plans for 2018* (Déclaration de l'Eurogroupe sur les projets de plans budgétaires pour 2018).

<sup>16</sup> Le concept d'orientation budgétaire globale pour la zone euro est important dans le contexte de l'Union économique et monétaire, où des politiques budgétaires menées au niveau national accompagnent une politique monétaire unique. Ce concept n'est toutefois pas juridiquement contraignant. Pour une analyse des difficultés rencontrées dans l'évaluation de l'orientation budgétaire, cf. l'article intitulé « L'orientation budgétaire de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, juin 2016.

<sup>17</sup> La Grèce n'est pas incluse dans l'exercice.

conformes » au PSC<sup>18</sup>. Il s'agit des plans de l'Estonie, de l'Irlande, de Chypre, de Malte et de la Slovaquie, dans le cadre du volet préventif, ainsi que de l'Espagne, dans le cadre du volet correctif. Bien qu'il soit prévu que l'Espagne, qui a présenté un projet de plan budgétaire basé sur une hypothèse de politique inchangée, ramène son déficit global sous la valeur de référence de 3 % du PIB d'ici la date butoir de 2018 fixée par la procédure de déficit excessif (PDE), des insuffisances cumulées d'efforts structurels par rapport aux engagements souscrits au titre du PSC sont à craindre<sup>19</sup>. Les projets de plans budgétaires des six pays restants sont considérés comme présentant un « risque de non-conformité avec le PSC »<sup>20</sup>. Il s'agit des plans de la France – dont la date butoir de la PDE est fixée à 2017 –, dans le cadre du volet correctif du PSC, et de la Belgique, de l'Italie, de l'Autriche, du Portugal et de la Slovénie, dans le cadre du volet préventif, l'Autriche ayant présenté un plan fondé sur une hypothèse de politique inchangée en l'absence d'un gouvernement assermenté.

**Les ratios de dette ne diminuent que lentement dans les pays dont la dette publique est élevée.** Dans le groupe des six pays dont les projets de plans budgétaires présentent un risque de non-conformité avec le PSC, la Belgique, la France, l'Italie et le Portugal devraient enregistrer des ratios de dette publique élevés, supérieurs à 90 % du PIB, en 2018 (cf. graphique). À l'exception du Portugal, ces pays ne devraient pas ramener leur dette publique vers la valeur de référence de 60 % du PIB, conformément à la règle de la dette du PSC. Dans sa déclaration du 4 décembre 2017, l'Eurogroupe note que la lenteur de la réduction de la dette par rapport aux niveaux élevés constatés dans un certain nombre d'États membres demeure préoccupante. Dans le cas de l'Italie, la lettre envoyée par la Commission le 22 novembre 2017 énonce que des progrès insuffisants en vue de respecter le critère de la dette ont été accomplis et que la dette publique de l'Italie reste une vulnérabilité essentielle<sup>21</sup>. Parallèlement, la Commission n'a pas encore publié de rapport en vertu de l'article 126, paragraphe 3, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) sur la base des données notifiées pour 2016.

---

<sup>18</sup> Pour les pays relevant du volet préventif du PSC, les projets de plans budgétaires sont « globalement conformes » si, selon les prévisions de la Commission, le plan pourrait conduire à s'écarte quelque peu de l'OMT ou de la trajectoire d'ajustement y menant, mais que l'écart par rapport à l'ajustement requis ne devrait pas être significatif. Les écarts par rapport aux objectifs budgétaires au titre du volet préventif sont qualifiés de « significatifs » s'ils dépassent 0,5 % du PIB au cours d'une année ou, en moyenne, 0,25 % du PIB au cours de deux années consécutives. Pour les pays relevant du volet correctif du PSC, la Commission évalue les projets de plans budgétaires comme étant « globalement conformes » si, selon leurs prévisions, les objectifs de déficit global seront atteints mais que l'effort budgétaire est sensiblement inférieur à la valeur recommandée, mettant en péril le respect de la recommandation PDE.

<sup>19</sup> Selon les prévisions économiques d'automne 2017 de la Commission européenne, aucun effort structurel n'est prévu en 2018, tandis que la recommandation adressée en 2016 par le Conseil à l'Espagne dans le cadre de la PDE en vertu de l'article 126, paragraphe 9, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne préconise un effort structurel de 0,5 % du PIB.

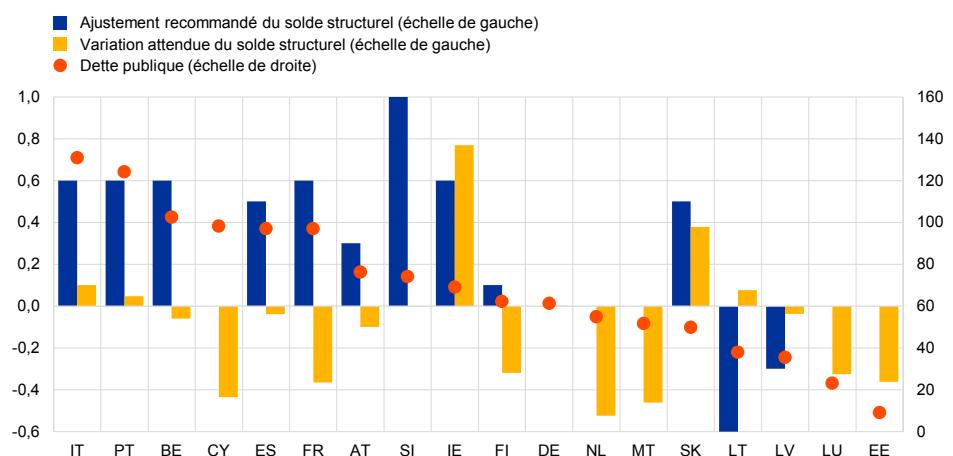
<sup>20</sup> Pour les pays relevant du volet préventif du PSC, la Commission évalue un projet de plan budgétaire comme présentant un « risque de non-conformité avec le PSC » si elle prévoit un écart significatif en 2018 par rapport à l'OMT ou à la trajectoire d'ajustement requise pour y parvenir et/ou le non-respect du critère de réduction de la dette « lorsque cette référence est applicable ». Pour les pays soumis au volet correctif du PSC, la Commission évalue un projet de plan budgétaire comme présentant un « risque de non-conformité avec le PSC » si ses prévisions pour 2018 (sujettes à confirmation *a posteriori*) pourraient conduire à un renforcement de la PDE étant donné que ni l'effort budgétaire recommandé ni l'objectif de déficit global recommandé ne devraient être atteints.

<sup>21</sup> Cf. [Lettre à l'Italie](#).

## Graphique A

### Ajustements recommandés et attendus du solde structurel pour 2018 et dette publique en 2018

(en pourcentage du PIB)



Sources : AMECO et recommandations par pays en matière de politique budgétaire, telles qu'adoptées par le Conseil « Affaires économiques et financières » le 11 juillet 2017.

Notes : L'Allemagne, l'Estonie, Chypre, la Lituanie, le Luxembourg, Malte et les Pays-Bas sont invités à se tenir à leur OMT. Pour l'Autriche et la Finlande, les exigences d'effort structurel sont inférieures à celles spécifiées dans leurs recommandations par pays respectives une fois corrigées de la flexibilité offerte dans le cadre du PSC (notamment en matière de réformes structurelles, d'accueil des réfugiés, d'investissements et de pensions). Pour l'Italie et la Slovénie, les exigences en termes d'efforts structurels peuvent être réduites « en vertu du pouvoir discrétionnaire de la Commission ».

**Usant de son pouvoir discrétionnaire, la Commission recommande de réduire significativement les exigences d'ajustement structurel de 2018 dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance pour l'Italie et la Slovénie<sup>22</sup>.** Pour les pays affichant en 2018 des exigences d'efforts structurels de 0,5 % du PIB ou davantage, les considérants des recommandations de 2017 du Conseil relatives aux politiques des États membres en matière d'économie, de budget et d'emploi, publiées le 11 juillet 2017, indiquaient que les prochaines évaluations « tiendraient dûment compte de l'objectif consistant à parvenir à une orientation budgétaire qui contribue aussi bien à conforter la reprise actuelle qu'à garantir la soutenabilité des [...] finances publiques ». Sur cette base, la Commission recommande une diminution, de 0,6 à 0,3 % du PIB, des exigences d'efforts structurels applicables à l'Italie et une diminution, de 1 à 0,6 % du PIB, de celles applicables à la Slovénie<sup>23</sup>. De manière générale, pour la crédibilité du PSC, la prévisibilité et la transparence dans l'application de ses règles budgétaires sont importantes<sup>24</sup>. Malgré la réduction des exigences, aucun des deux pays ne devrait pleinement respecter le volet préventif du PSC l'année prochaine, d'après les prévisions d'automne 2017 de la Commission.

<sup>22</sup> Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé « L'application du pouvoir d'appréciation dans l'exercice de surveillance budgétaire de l'automne 2017 » dans la communication de la Commission intitulée « Projets de plans budgétaires 2018 : évaluation globale ».

<sup>23</sup> Le Conseil réalisera une évaluation finale au plus tard au printemps 2019, lorsqu'il décidera de la conformité avec le PSC pour 2018.

<sup>24</sup> Dans le rapport des consultations au titre de l'article IV concernant la zone euro de ses services, le Fonds monétaire international déclarait que « [...] des pouvoirs discrétionnaires plus importants accordés à la Commission européenne dans l'évaluation du respect des règles affaiblissaient la crédibilité du PSC » et que « des mesures devaient être adoptées pour rétablir la crédibilité du PSC ».

**L'examen des projets de plans budgétaires semble avoir perdu de son efficacité au fil du temps.** Instauré en réponse à la crise, l'examen des projets de plans budgétaires avait pour objectif de fournir un moyen de déceler et de prévenir tout écart potentiel par rapport à des politiques budgétaires saines au début du processus budgétaire, c'est-à-dire avant la finalisation des budgets. Lorsqu'un risque de non-conformité particulièrement grave avec les dispositions du PSC est décelé, c'est-à-dire quand un plan envisage effectivement des efforts structurels clairement insuffisants par rapport aux exigences, la Commission peut demander à l'État membre concerné de fournir un plan budgétaire actualisé. La Commission n'a pas introduit de demande de ce type depuis le début du premier exercice d'examen à l'automne 2013, constatant que le critère de « manquement particulièrement grave » n'avait été rempli dans aucun cas spécifique<sup>25</sup>. Néanmoins, la Commission a écrit aux pays prévoyant des manquements graves par rapport aux exigences du PSC, leur demandant de prendre des mesures supplémentaires. Au début de l'histoire de cet examen, en particulier en 2014, certains pays se sont engagés publiquement à donner suite à ces demandes<sup>26</sup>. À l'inverse, dans le contexte de l'examen actuel, aucun des pays qui devraient afficher des manquements dans leurs efforts budgétaires en 2018 n'a réagi en prenant des mesures supplémentaires<sup>27</sup>. De plus, lors des années précédentes, certains pays dont les projets de plans budgétaires avaient présenté des risques de non-conformité avec le PSC sur la base des prévisions de la Commission s'étaient engagés à mettre en œuvre les mesures nécessaires pour garantir la conformité du budget [...] avec le PSC, en vertu d'une quantification des écarts en matière d'assainissement par rapport aux exigences du PSC<sup>28</sup>. Néanmoins, cette année, dans sa déclaration sur les projets de plans budgétaires pour 2018, l'Eurogroupe invite simplement les pays concernés à envisager, en temps utile, les mesures nécessaires pour évaluer les risques décelés par la Commission afin de garantir que leurs budgets 2018 respecteront les dispositions du PSC. Il convient également de noter que, contrairement aux années précédentes, aucun suivi de l'examen actuel fondé sur les prévisions d'hiver de la Commission ne semble envisagé dans l'Eurogroupe début 2018. Depuis le début de l'examen des projets de plans budgétaires à l'automne 2013, la part des pays qui ont déposé des projets de plans budgétaires conformes au PSC est restée inchangée, à un tiers environ, malgré l'embellie économique<sup>29</sup>.

**À plus long terme, il est fondamental de rendre l'examen du projet de plan budgétaire à nouveau plus efficace.** De manière générale, il est difficile d'évaluer la mesure dans laquelle l'examen des projets de plans budgétaires a incité des pays

<sup>25</sup> Il s'agissait de cas où il était prévu que l'amélioration du solde structurel par rapport à l'OMT spécifique au pays manquerait significativement à ses engagements, c'est-à-dire à hauteur de plus de 0,5 point de pourcentage du PIB, soit le seuil de la procédure concernant les écarts significatifs dans le cadre du volet préventif du PSC.

<sup>26</sup> Par exemple, la Commission a envoyé des lettres à l'Italie, à l'Autriche et à la France en octobre 2014. Elle avait auparavant requis des mesures supplémentaires de la part de l'Autriche en mai 2014, lorsque le gouvernement autrichien avait déposé, à l'issue des élections législatives, un projet de plan budgétaire actualisé (non conforme) pour 2014.

<sup>27</sup> En octobre 2017, la Commission a écrit à la Belgique, à l'Espagne, à la France, à l'Italie et au Portugal.

<sup>28</sup> Cf., à titre de référence, la [déclaration de l'Eurogroupe du 5 décembre 2016](#).

<sup>29</sup> Depuis le début de l'examen à l'automne 2013, seuls les plans déposés chaque année par l'Allemagne et les Pays-Bas ont tous reçu une évaluation positive.

à inclure des mesures supplémentaires dans leur budget final<sup>30</sup>. Les gouvernements peuvent prendre des mesures supplémentaires lors de la finalisation du budget ou au cours de sa mise en œuvre durant l'année sans les lier spécifiquement au résultat de l'examen. En outre, l'évaluation visant à établir si les pays ont respecté le PSC durant une année déterminée s'appuie sur les résultats obtenus et n'est réalisée qu'environ 18 mois ou plus après le début de l'examen du projet de plan budgétaire. À ce moment-là, des ajustements des estimations relatives à la position d'un pays dans le cycle ainsi que des modifications apportées aux règles peuvent éventuellement conduire à une évaluation plus favorable de la conformité avec le PSC<sup>31</sup>. Une manière de renforcer la conformité d'un pays avec le PSC est d'exiger des projets actualisés dans tous les cas où des écarts significatifs par rapport aux exigences sont envisagés. Il est important d'améliorer le fonctionnement de cet examen des projets de plans budgétaires, en particulier en vue de corriger les déséquilibres budgétaires en période d'embellie économique, afin de disposer d'une plus grande marge de manœuvre budgétaire lors d'un futur ralentissement conjoncturel.

---

<sup>30</sup> Cf., pour information, l'encadré intitulé « Suivi de l'examen des projets de plans budgétaires pour 2015 », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, février 2015.

<sup>31</sup> Par exemple, des exigences d'efforts structurels ont été réduites en échange de réformes structurelles et d'investissements supplémentaires en 2015.

# Articles

## 1

### Le marché du pétrole à l'ère du pétrole de schiste

La production de pétrole de schiste aux États-Unis a fortement augmenté depuis 2011 et rivalise aujourd’hui avec celles de la Russie et de l’Arabie saoudite en termes de parts de marché. Toutefois, les principaux producteurs de pétrole conventionnel, et les membres de l’Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) en particulier, ont été lents à adapter leurs politiques de production.

Le présent article étudie les raisons de cette réaction tardive et fournit une évaluation de l’importance relative des facteurs d’offre et de demande dans les évolutions des prix du pétrole à la suite de la « révolution » du pétrole de schiste. Le pétrole de schiste est le principal facteur nouveau affectant la structure du marché du pétrole et influençant les décisions de l’OPEP de retenir un objectif de stabilisation des prix ou de part de marché. La période prolongée d’offre excédentaire et de bas niveaux des prix du pétrole entre fin 2014 et le troisième trimestre 2016 a découlé de l’interaction entre ces facteurs ; le redressement partiel intervenu en 2017 reflète un rééquilibrage progressif du marché après la limitation de l’offre mondiale décidée par l’OPEP et les principaux producteurs hors OPEP. Les analystes s’attendent à ce que les prix du pétrole restent dans une fourchette qui reflète les coûts de production des principaux producteurs marginaux, dont l’estimation actuelle est de l’ordre de 50 dollars le baril à court terme. Toutefois, d’après leurs projections et compte tenu de la technologique d’extraction actuelle, les prix devraient augmenter pour atteindre environ 65 à 70 dollars le baril à moyen terme si la production de pétrole de schiste continue de se développer de manière rentable à un rythme soutenu.

#### 1 Introduction

**Les matières premières, et le pétrole en particulier, restent la principale source de volatilité de la hausse des prix à la consommation.** Cela constitue un défi pour les projections, les prix du pétrole étant à l’origine de la plupart des erreurs de prédiction relatives aux taux d’inflation. Il est fondamental de comprendre les facteurs déterminant les variations des prix du pétrole pour en évaluer la persistance et les implications en matière d’anticipations d’inflation, et aussi, *in fine*, la capacité à calibrer la réponse de politique monétaire. La forte augmentation de la production de pétrole de schiste depuis 2011 est généralement considérée comme ayant suscité une transformation structurelle du marché du pétrole, mais plusieurs questions restent posées : dans quelle mesure cette transformation a-t-elle affecté jusqu’ici les facteurs d’offre et de demande qui déterminent le prix du pétrole, et quelles en sont les conséquences à long terme ?

**La révolution du pétrole de schiste a suscité un grand intérêt car elle marque un tournant historique et inattendu dans les tendances de la production d’énergie aux États-Unis.** Après trente ans de baisse régulière, la production de

pétrole des États-Unis a apporté la plus forte contribution à la croissance de l'offre mondiale sur la période 2012-2014, et rivalise aujourd'hui avec celles de l'Arabie saoudite et de la Russie s'agissant de sa part dans la production mondiale de pétrole. À l'origine, le pétrole de schiste était un phénomène propre aux États-Unis, des questions techniques et législatives ayant limité sa portée mondiale. En particulier, le pétrole circulant dans les réseaux d'oléoducs des États-Unis, du Canada et du Mexique pouvait uniquement absorber les flux provenant de la périphérie pour alimenter les États de l'intérieur des États-Unis, et les exportations de pétrole brut américain étaient interdites par une loi adoptée pour des raisons de sécurité nationale. Ces deux facteurs ont entraîné une accumulation de stocks exceptionnelle, qui a provoqué une baisse des prix du pétrole à l'intérieur des États-Unis. Les différences de qualité pour la livraison sur des lieux de stockage enclavés, comme le cours *West Texas Intermediate* (WTI)<sup>32</sup> (principale référence utilisée aux États-Unis), ont été évaluées avec un rabais croissant. Les prix des produits énergétiques sont devenus moins élevés aux États-Unis que dans le reste du monde. Toutefois, l'inversion ultérieure du sens de circulation du pétrole dans les oléoducs et la création d'une capacité ferroviaire supplémentaire en 2014, conjuguée à la suppression de l'interdiction d'exporter un an après, a permis de combler l'écart entre les prix américains et internationaux du pétrole et de ramener le pétrole de schiste américain dans l'arène mondiale. À ce stade, l'agence américaine d'information sur l'énergie (EIA) avait réalisé plusieurs réévaluations positives du pétrole de schiste, s'agissant à la fois des quantités futures et de la durée de vie, donnant à penser que des modifications permanentes se produisaient sur le marché mondial du pétrole.

**Les décisions de production de l'OPEP durant l'ère du pétrole de schiste – qui a commencé vers 2011 – ont été particulièrement influencées par les conditions de l'offre aux États-Unis.** En novembre 2014, les objectifs de production ont été abandonnés dans le but de reconquérir des parts de marché, ce qui fut réalisé, mais au prix d'une baisse de plus de moitié des cours du pétrole. Les prix durablement bas et la dégradation des finances publiques des pays producteurs ont motivé la décision de l'OPEP en novembre 2016 de changer à nouveau de stratégie et de limiter la production, dans un effort de rééquilibrage du marché pétrolier dont les stocks débordaient. L'OPEP avait-elle accepté le fait qu'en tant que fournisseur d'ajustement, elle était désormais en concurrence avec les producteurs de pétrole de schiste ?

**Le présent article décrit les évolutions du marché du pétrole durant l'ère du pétrole de schiste, les revirements de la stratégie de l'OPEP en matière de production et les conséquences de ces deux facteurs sur les variations des prix du pétrole.** Il est structuré comme suit : les sections 2 et 3 analysent les évolutions des prix du pétrole et les fondamentaux du marché avant et pendant l'ère du pétrole de schiste, en mettant particulièrement l'accent sur les parts de marché des principaux pays producteurs de pétrole (notamment les États-Unis) après la révolution déclenchée par le secteur du pétrole de schiste. L'encadré 1 apporte des

---

<sup>32</sup> Le lieu de livraison associé au contrat WTI est Cushing en Oklahoma.

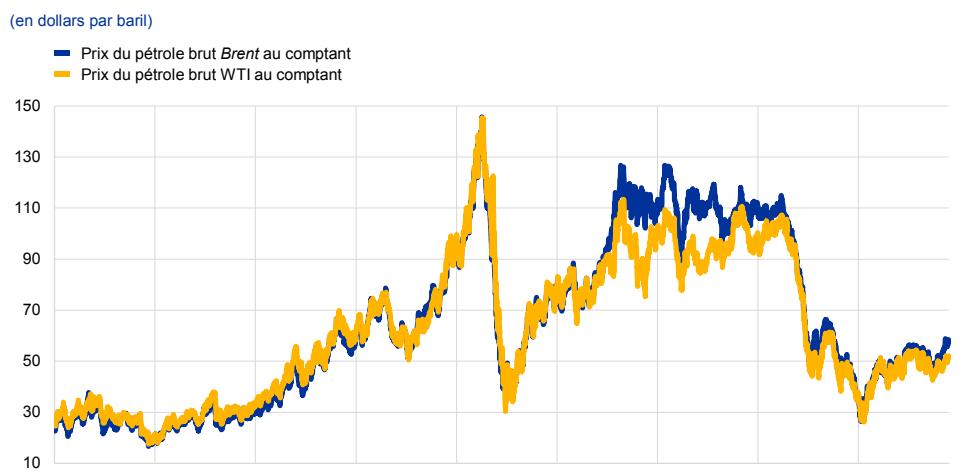
précisions sur le modèle VAR structurel (SVAR) du marché mondial du pétrole utilisé pour évaluer l'importance des facteurs d'offre et de demande, pour lesquels on distingue deux types de stratégies, selon que l'OPEP agit pour protéger sa part de marché (approche « stratégique ») ou pour stabiliser les prix du pétrole autour d'une valeur cible (approche « accommodative »). L'encadré 2 examine la décomposition sur longue période du prix du pétrole, en mettant l'accent sur la période de production de pétrole de schiste. La section 4 évalue les implications potentielles du pétrole de schiste pour la courbe d'offre mondiale et le prix d'équilibre, en s'appuyant sur des indications microéconomiques. La section 5 résume les principaux thèmes de l'article et conclut par des perspectives à moyen et à long terme.

## 2 Exposé des évolutions des prix avant l'ère du pétrole de schiste

**Les évolutions du prix du pétrole dans les années qui ont précédé la crise financière mondiale ont semé les germes de la révolution du pétrole de schiste.** La forte hausse ayant fait passer le prix du baril de 23 dollars en 2003 à un record absolu de 145 dollars à la veille de la crise financière mondiale reflétait essentiellement l'envolée de la demande dans les principales économies émergentes comme la Chine (cf. graphiques 1 et 4). Du côté de l'offre, tandis que les producteurs hors OPEP s'efforçaient de suivre le rythme de progression de la consommation, la préférence de l'OPEP – selon l'analyse empirique – allait au maintien d'un marché relativement tendu et à l'exploitation de son nouveau pouvoir pour influer sur l'équilibre du marché (cf. graphique 3).

### Graphique 1

#### Prix au comptant du pétrole brut *Brent* et *WTI* depuis 2000



Sources : Bloomberg, Datastream et calculs des services de la BCE.  
Note : Les dernières observations se rapportent au 19 octobre 2017.

## Graphique 2

Variations de l'écart de prix du pétrole brut entre *Brent* et *WTI* depuis 2000

(en dollars par baril)



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

Notes : Le graphique représente la différence entre le prix du pétrole brut *Brent* et celui du *WTI*. Les dernières observations se rapportent au 19 octobre 2017.

### **Dans ce contexte, les capitaux ont inondé le secteur du pétrole de schiste pour financer les investissements en recherche et développement.**

Les entreprises énergétiques de taille moyenne, subissant généralement davantage de contraintes financières que les multinationales, ont tiré profit de ces entrées de capitaux pour poursuivre le développement des techniques de forage horizontal et de fracturation hydraulique aux États-Unis, rendant la production de pétrole de schiste viable et rentable. Le développement de la production de pétrole de schiste a également bénéficié du fait que les ressources sont situées dans des régions très peu peuplées, et qu'aux États-Unis les droits de propriété foncière comportent des droits sur les minéraux souterrains et que la réglementation environnementale y est moins stricte que, par exemple, en Europe<sup>33</sup>. L'extraction de pétrole et de gaz naturel des formations de roches de schiste a eu un effet durable sur le bouquet énergétique des États-Unis et a nettement réduit la dépendance du pays vis-à-vis de l'énergie extérieure, ce qui a ensuite contribué à réduire le déficit commercial enregistré en permanence par les États-Unis.

**Sur la même période (2003-2007), l'OPEP a retrouvé de l'influence sur le marché du pétrole en satisfaisant la demande croissante des économies émergentes à développement rapide et en s'engageant à compenser les perturbations significatives et durables de la production.** En particulier, les nouveaux points bas atteints par les prix du pétrole à la suite de la crise financière asiatique de 1997 avaient limité les investissements dans de nouveaux sites pendant des années, et la production conventionnelle, qui ne disposait pas de capacités inutilisées, n'était pas en mesure de se développer et de répondre à la demande croissante de la Chine et d'autres économies émergentes. L'écart entre la demande et l'offre mondiales était accentué par deux perturbations majeures : une

<sup>33</sup> Cf. Di Nino (V.) et Faiella (I.), « *Shale fuels: the solution to the energy conundrum?* », *European Energy and Climate Security*, septembre 2015, p.133-153.

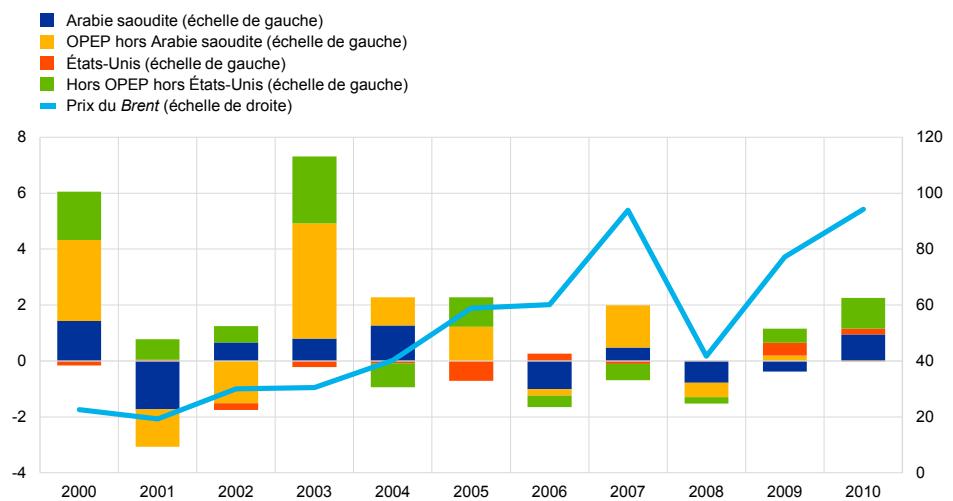
chute de 60 % de la production vénézuélienne de pétrole<sup>34</sup> suite à une grève prolongée à la compagnie pétrolière nationale, *Petróleos de Venezuela*, fin 2002 visant à obliger le président de l'époque à convoquer des élections anticipées ; et la seconde guerre du Golfe en 2003. Compte tenu de la situation générale du marché, l'OPEP a été en mesure de maintenir un équilibre relativement tendu sur le marché afin de soutenir des prix du pétrole élevés au cours de cette période antérieure à la crise financière mondiale (cf. encadré 1).

**La crise financière mondiale a fortement réduit l'activité économique et la demande de pétrole brut et a ramené les prix au-dessous de 40 dollars le baril début 2009 (cf. graphiques 3 et 4).** La baisse de la consommation annuelle a été particulièrement sévère aux États-Unis et a plus que contrebalancé la croissance de la demande dans certaines économies émergentes. Toutefois, les prix ont rebondi avant la consolidation des améliorations de la situation économique mondiale, sous l'effet d'une réduction très importante de sa production par l'OPEP, de près de trois millions de barils par jour, qui n'est pas revenue à son niveau précédent avant 2012. On constate que les politiques de l'OPEP sont motivées par une série de facteurs macro- et microéconomiques en fonction de l'évolution de la situation du marché ; l'encadré 1 présente en détail un cadre empirique possible qui pourrait être établi afin d'évaluer partiellement ces facteurs.

### Graphique 3

#### Contribution à la croissance annuelle de l'offre de pétrole brut (2000 – 2010)

(en points de pourcentage, échelle de gauche ; en dollars par baril, échelle de droite)

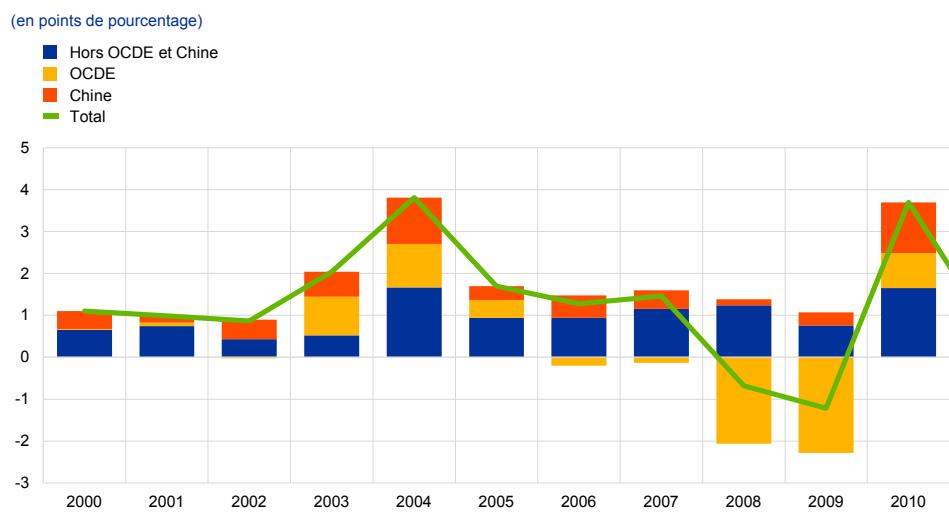


Sources : EIA, Bloomberg et calculs des services de la BCE.  
Note : La valeur annuelle retenue est celle du dernier mois de l'année.

<sup>34</sup> Entre son niveau record de janvier 1997 et son niveau le plus bas en janvier 2003.

**Graphique 4**

Contribution à la croissance annuelle de la demande de pétrole (2000 – 2010)



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

**Encadré 1**

Un modèle VAR structurel bayésien intégrant différents chocs d'offre

**Le présent encadré fournit un aperçu d'un modèle VAR structurel (SVAR) du marché mondial du pétrole utilisé pour évaluer l'importance des facteurs d'offre et de demande et apporte certains éléments au débat sur les facteurs prépondérants dans les évolutions du marché du pétrole.** D'après les premières études publiées à la suite des deux crises pétrolières des années 1970, les facteurs d'offre étaient les principaux déterminants du prix, et les effets macroéconomiques des chocs sur le marché du pétrole n'étaient pas liés à la nature du choc sous-jacent<sup>35</sup>. Cette vision a perduré dans la littérature jusqu'à la fin du second semestre 2000, au moment où un consensus croissant s'est dégagé sur le fait que la situation de la demande mondiale constituait le principal facteur explicatif des variations du prix du pétrole lors de certains épisodes, comme la période qui a précédé la crise de 2008<sup>36</sup>. En particulier, Kilian et Murphy<sup>37</sup> montrent que la demande de pétrole actuelle et anticipée résulte d'anticipations relatives à l'activité future (c'est-à-dire de la demande spéculative).

**Par analogie avec Kilian et Murphy, un modèle SVAR peut être utilisé pour identifier les chocs de demande mondiale et spéculative et, en particulier, pour établir une distinction entre deux chocs d'offre – « stratégique » et « accommodatif » – selon la manière dont l'OPEP réagit aux variations de la production hors OPEP.** Dans le cadre de ce modèle, l'OPEP

<sup>35</sup> Cf. Nakov (A.) et Pescatori (A.), « *Inflation-output gap trade-off with a dominant oil supplier* », *Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper*, 2007 ; et Yergin (D.), « *The prize: the epic quest for oil* », in *Money and Power*, Simon & Schuster, New York, 1992.

<sup>36</sup> Cf. Kilian (L.), « *Exogenous oil supply shocks: how big are they and how much do they matter for the US economy?* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 90, n° 2, 2008, p. 216-240 ; Baumeister (C.) et Peersman (G.), « *Time-varying effects of oil supply shocks on the US economy* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 5, n° 4, 2013, p. 1-28 ; et Baumeister (C.) et Hamilton (J.), « *Sign restrictions, structural vector autoregressions, and useful prior information* », *Econometrica*, vol. 83, n° 5, 2015, p. 1963-1999.

<sup>37</sup> Cf. Kilian (L.) et Murphy (D.), « *The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil* », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 29, n° 3, 2014, p. 454-478.

peut décider de protéger sa part de marché (approche stratégique), de fixer un objectif souhaité de niveau du prix du pétrole (approche accommodative), ou d'adopter une combinaison des deux<sup>38</sup>. Selon l'approche stratégique, la production de l'OPEP suit les mêmes évolutions que celle des producteurs hors OPEP, amplifiant l'incidence du choc sur les prix du pétrole ; tandis qu'en adoptant l'approche accommodative, l'OPEP tend à contrebalancer les variations de la production hors OPEP, ce qui atténue les fluctuations du prix du pétrole. L'adoption de l'une ou l'autre des approches dépend, entre autres facteurs, des capacités de production des concurrents.

L'augmentation rapide de la production de pétrole de schiste a donc probablement entraîné des modifications des programmes de production de l'OPEP<sup>39</sup>. Le modèle intègre 24 décalages et utilise des données mensuelles relevées de février 1973 à avril 2017 selon la forme réduite de représentation suivante :

$$Y_t = c + A(L)Y_{t-1} + u_t$$

$Y_t$  est un vecteur à cinq variables endogènes comprenant (1) la variation mensuelle en pourcentage de la production de pétrole brut de l'OPEP, (2) la variation mensuelle en pourcentage de la production de pétrole brut hors OPEP, (3) le taux de croissance du PIB mondial interpolé, (4) le logarithme du prix réel du pétrole (pétrole brut *Brent* déflaté par l'indice des prix à la consommation aux États-Unis), et (5) les variations mensuelles des stocks mondiaux de pétrole mesurées par les variations des stocks de pétrole brut de l'OPEP et des stocks de pétrole brut des États-Unis. Le vecteur  $c$  porte les interceptions,  $A(L)$  est un polynôme matriciel dans l'opérateur retard et  $u_t$  est un vecteur des termes d'erreur en forme réduite.

**Les principales hypothèses d'identification sont des restrictions de signe imposées sur les réponses à l'impact des cinq variables aux chocs structurels ; aucune restriction de grandeur n'est ajoutée<sup>40</sup>.** Cette organisation du modèle repose sur la capacité à repérer les comportements « stratégiques » et « accommodatifs » de l'OPEP en réaction à des chocs d'offre hors OPEP. Si l'OPEP cherche à maintenir sa part de marché (approche stratégique), elle réagira aux accroissements de la production hors OPEP en augmentant également son offre. Dans ce cas, les deux productions sont de même signe, entraînant une baisse des prix du pétrole et une hausse de la demande de pétrole. En revanche, si l'OPEP souhaite stabiliser les prix du pétrole autour d'une valeur cible (pour une situation donnée de la demande mondiale), elle doit drainer l'éventuelle offre excédentaire en réduisant son offre pour soutenir les prix. Dans ce cas, aucune restriction de signe n'est imposée sur le prix et l'activité mondiale, ces variables étant susceptibles d'augmenter ou de diminuer en fonction de l'incidence nette sur la production<sup>41</sup>. Les chocs de demande globale sont identifiés par des hausses simultanées de l'offre et du prix. Dans le cas d'un

<sup>38</sup> Pour des éléments théoriques sous-tendant les stratégies de production de l'OPEP, cf. Behar (A.) et Ritz (R.), « *An analysis of OPEC's strategic actions, US shale growth and the 2014 oil price crash* », *IMF Working Papers*, n° 131, 2016.

<sup>39</sup> Plusieurs facteurs macro- et microéconomiques semblent influencer les décisions de l'OPEP. Ils comprennent la demande mondiale, la cohésion interne de l'OPEP, les nécessités budgétaires des pays producteurs de pétrole et, surtout, les capacités de production des producteurs hors OPEP et le coût marginal des producteurs à coûts élevés.

<sup>40</sup> Des travaux récents établissent que la décomposition sur longue période du prix du pétrole en chocs fondamentaux est fortement influencée par l'application de restrictions de grandeur sur les élasticités des courbes de demande et d'offre. Cf. Caldara (D.), Cavallo (M.) et Iacoviello (M.), « *Oil price elasticities and oil price fluctuations* », *International Finance Discussion Papers*, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, n° 1173, 2016.

<sup>41</sup> Pour sélectionner uniquement les chocs d'offre ayant un effet d'une certaine persistance, une restriction supplémentaire est appliquée, imposant que la réaction du prix du pétrole se prolonge pendant au moins douze périodes dans le cas d'un choc d'offre stratégique.

choc de demande spéculative, les acteurs du marché achètent du pétrole par anticipation de futures pénuries sur le marché du pétrole et, de ce fait, le prix réel du pétrole, les stocks et la production de pétrole augmenteront tandis que la demande agrégée diminuera (cf. le tableau A pour un résumé des restrictions de signe).

**Tableau A**  
Restrictions de signe imposées

Variables	Offre stratégique	Offre accommodative	Demande globale	Demande spéculative	Résidu
Offre de l'OPEP	–	+	+	+	
Offre hors OPEP	–	–	+	+	
Activité réelle	–		+	–	
Prix réel du pétrole	+		+	+	
Stocks				+	

Sources : Calculs de la BCE.

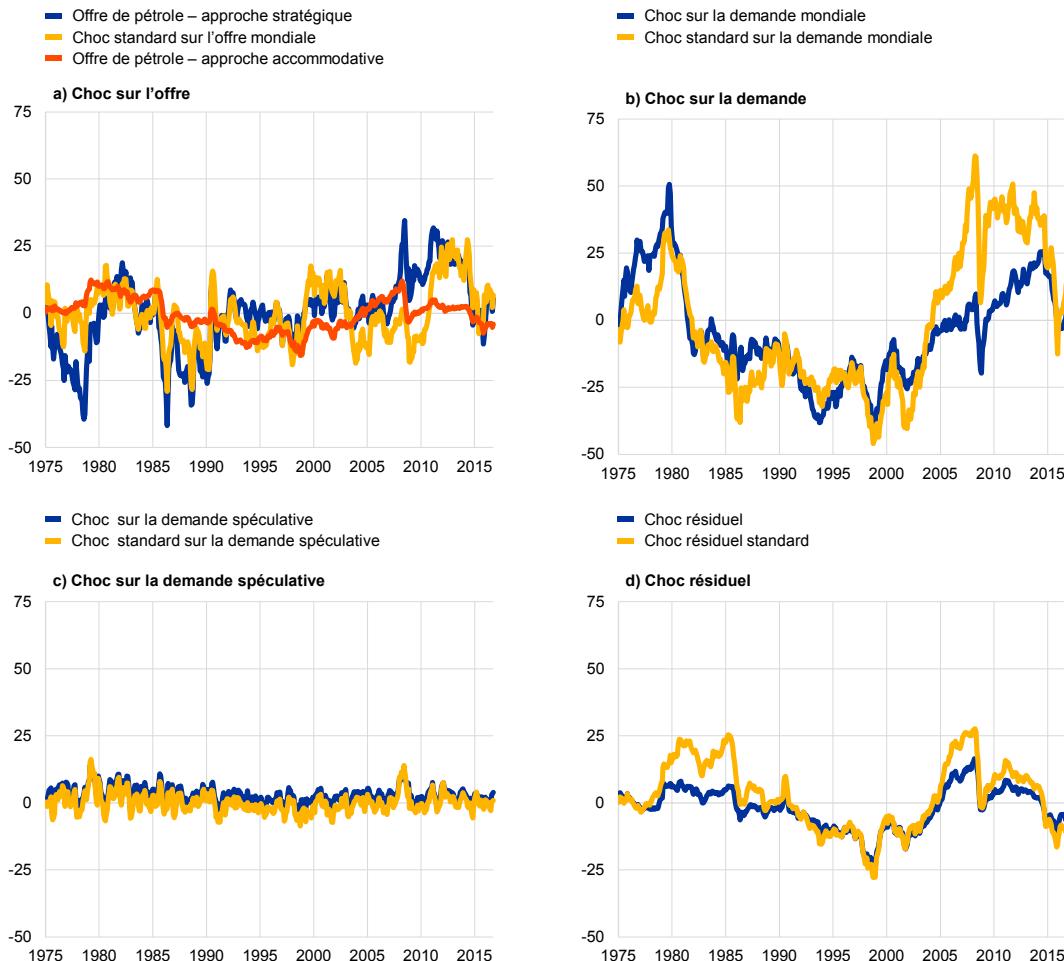
**Trois grandes conclusions peuvent être tirées des résultats de cette analyse : (a) il n'y a pas de nette prépondérance des facteurs de demande et d'offre – chacun joue un rôle dans l'explication des évolutions des prix du pétrole, en fonction de la période historique analysée ; (b) les politiques de l'OPEP ont contribué à maintenir un prix du pétrole élevé au cours de certains épisodes particuliers ; et (c) la demande spéculative n'est jamais un facteur pertinent.** En particulier, la contribution de l'activité économique mondiale à l'évolution du prix du pétrole est réduite dans ce cadre, notamment au cours de la période comprise entre début 2005 et 2015, mais elle en reste le principal moteur à la fin des années 1970 et au début des années 1980 (cf. graphique Ab). S'agissant des facteurs d'offre, le modèle identifie deux épisodes spécifiques durant lesquels l'OPEP a agi pour maintenir des tensions sur le marché. L'un d'entre eux, situé de 1979 à 1985, est généralement caractérisé par une demande moins soutenue, un accroissement de l'offre hors OPEP et une baisse des prix. Au cours de cette période, l'OPEP (en fait l'Arabie saoudite) a tenté de soutenir les prix en limitant la production, empêchant ainsi les prix de baisser davantage. Le second épisode s'est déroulé entre fin 2004 et début 2008, à savoir la période qui a précédé la crise financière mondiale, durant laquelle l'OPEP a œuvré activement pour maintenir un équilibre relativement tendu sur le marché et des prix élevés (cf. graphique Aa).

**Plus généralement, ce cadre a deux avantages principaux par rapport aux modèles standard du marché du pétrole qui ne font pas de distinction entre production de l'OPEP et production hors OPEP.** Premièrement, il est capable d'identifier avec plus de précision les points d'infexion liés à des événements particuliers sur le marché du pétrole en opérant une distinction entre différents types de politiques d'offre. Deuxièmement, il réduit le choc résiduel, qui représente la part inexpliquée de l'évolution des prix du pétrole notamment au début des années 1980 et durant la période qui a précédé la crise financière mondiale (cf. graphique Ad).

## Graphique A

### Décomposition sur longue période des prix du pétrole (1975 – 2016)

(contributions mensuelles en pourcentage)



Sources : EIA, AIE, Perspectives de l'économie mondiale et calculs des services de la BCE reposant sur des modèles SVAR.

Notes : Le graphique représente la contribution historique de différents types de chocs pétroliers sur le logarithme du prix réel du pétrole. Les décompositions historiques ont été normalisées pour commencer à zéro en janvier 1975. Une valeur négative signifie que le choc spécifique a contribué à une réduction du prix du pétrole, et une valeur positive qu'il a contribué à une augmentation. Le modèle standard se rapporte à un modèle à quatre variables (production, demande, stocks et prix) qui ne fait pas de distinction entre l'offre de l'OPEP et l'offre hors OPEP. Les dernières observations se rapportent à décembre 2016.

### 3 Exposé de la dynamique des prix du pétrole à l'ère du pétrole de schiste

La présente section examine l'évolution des prix du pétrole et des principaux fondamentaux du marché à l'ère du pétrole de schiste, en prenant 2011 (année où sa production a commencé de progresser à un rythme plus rapide) comme date de référence. Trois phases sont étudiées : la période de janvier 2011 à mi-2014, celle de mi-2014 à octobre 2016 et celle de novembre 2016 à avril 2017, chacune de ces périodes correspondant à un changement important de la position de l'OPEP et des prix du pétrole. Au cours de la première période, les prix du pétrole

sont restés relativement élevés en raison de tensions géopolitiques persistantes et de la segmentation du marché, malgré la hausse de la production de pétrole de schiste. Lors de la deuxième période, les prix sont revenus de 120 dollars le baril environ à moins de 40 dollars le baril et, plus récemment, les prix ont fluctué dans une fourchette de valeurs qui reflètent globalement les coûts de production des producteurs marginaux.

### 3.1 La première période de l'ère du pétrole de schiste : de janvier 2011 à mi-2014

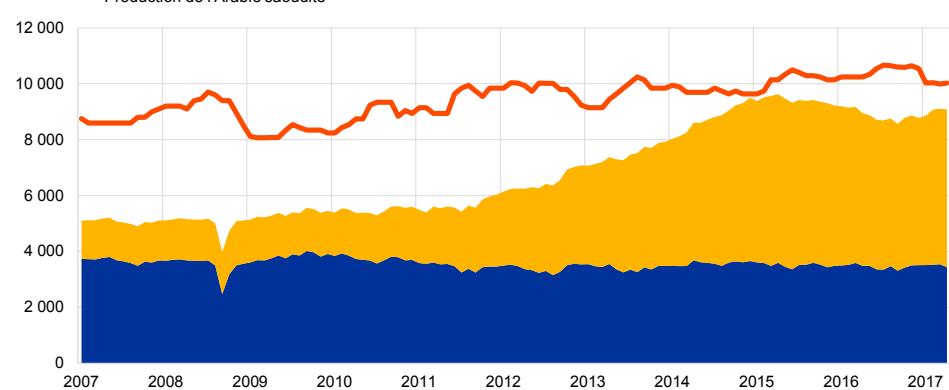
**Au cours de la phase initiale de progression (de janvier 2011 à mi-2014), la production de pétrole de schiste a triplé, amenant la part de marché des États-Unis à 12 %, contre 7 % en 2011.** La production américaine totale a augmenté de 76 %, passant de près de 5,4 millions de barils par jour début 2010 à environ 9,5 millions de barils par jour fin 2014 (cf. graphiques 5, 6 et 7). Cette progression est essentiellement due à la production provenant des principales stations de forage (comme celles des bassins d'Eagle Ford et du Permian), qui a plus que doublé depuis 2011, tandis que la production conventionnelle américaine restait stable.

#### Graphique 5

#### Hausse de la production américaine de pétrole brut depuis 2007

(en milliers de barils par jour)

- Production américaine de pétrole conventionnel
- Production américaine de pétrole de schiste provenant des principaux forages
- Production de l'Arabie saoudite



Source : EIA.

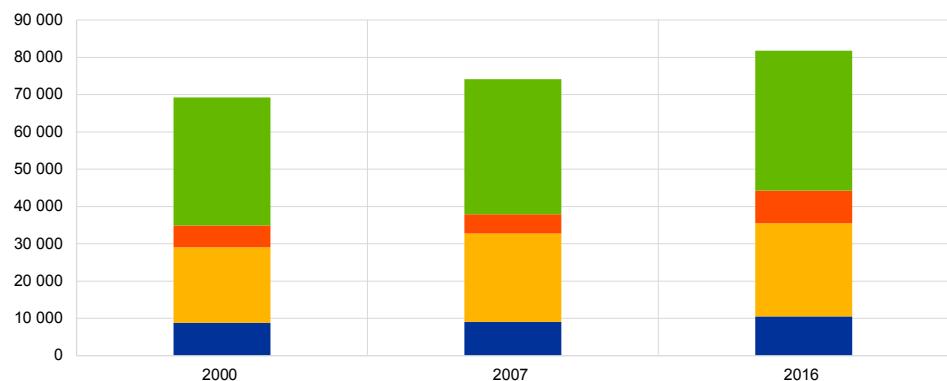
Note : Les dernières observations se rapportent au 1<sup>er</sup> septembre 2017.

## Graphique 6

### Variations de la structure de la production de pétrole (2000 – 2016)

(en milliers de barils par jour)

- Arabie saoudite
- OPEP hors Arabie saoudite
- États-Unis
- Hors OPEP et États-Unis



Source : EIA.

Notes : La valeur du dernier mois d'une année est retenue comme valeur pour cette année. Les dernières observations se rapportent à décembre 2016.

**Cependant, la part de l'OPEP dans la production totale n'a que légèrement diminué, en raison des baisses de production d'autres producteurs importants ne faisant pas partie de l'OPEP (Norvège, Royaume-Uni et Mexique).** De façon plus significative, l'Arabie saoudite a augmenté son quota de production ; mi-2013, il était supérieur à la part de production détenue avant la crise financière mondiale. Jouant le rôle de producteur d'ajustement de l'OPEP, l'Arabie saoudite a compensé les baisses de production des pays du Moyen-Orient qui subissaient une instabilité politique (Libye) ou les effets d'un embargo international (Iran).

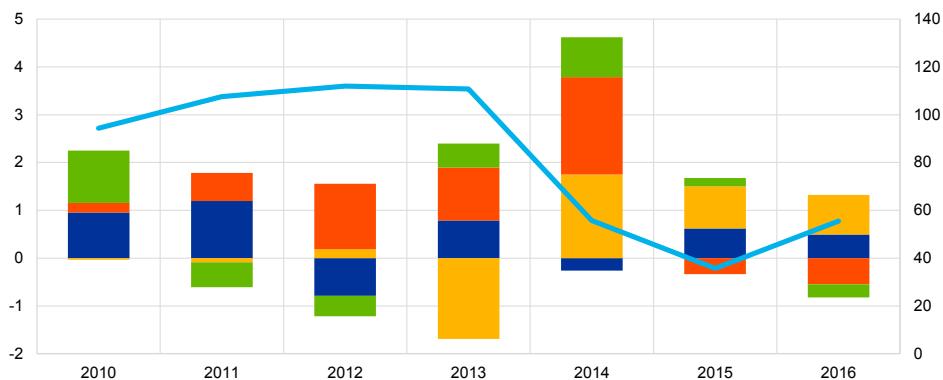
**Lors de cette phase initiale, on observe que les prix du pétrole ont été davantage soutenus par les évolutions positives de la demande, les facteurs d'offre étant relativement modérés (cf. graphiques 7, 8 et 9).** L'impact des producteurs de pétrole de schiste était encore relativement faible, car ils étaient confrontés à des coûts de production élevés et disposaient d'une capacité de production assez limitée. Les premières projections de l'EIA relatives à la production de pétrole de schiste remontent à 2011. Depuis lors, la production s'est avérée bien supérieure aux anticipations, obligeant l'agence américaine à réviser régulièrement ses prévisions à la hausse. Il semble que cette situation ait entraîné une stratégie attentiste de la part de l'OPEP : au cours de cette période, cette organisation a progressivement modulé son offre pour maintenir un bon équilibre du marché, afin que les prix restent supérieurs à 100 dollars le baril, notamment en Europe. Ce constat est conforme à une analyse SVAR, qui montre que les prix du pétrole étaient déterminés par une hausse de la demande de pétrole au cours de cette période (cf. l'encadré 2).

### Graphique 7

#### Contribution à la croissance annuelle de l'offre de pétrole brut (2010 – 2016)

(en points de pourcentage, échelle de gauche ; en dollars par baril, échelle de droite)

- Arabie saoudite (échelle de gauche)
- OPEP hors Arabie saoudite (échelle de gauche)
- États-Unis (échelle de gauche)
- Hors OPEP hors États-Unis (échelle de gauche)
- Prix du Brent (échelle de droite)



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

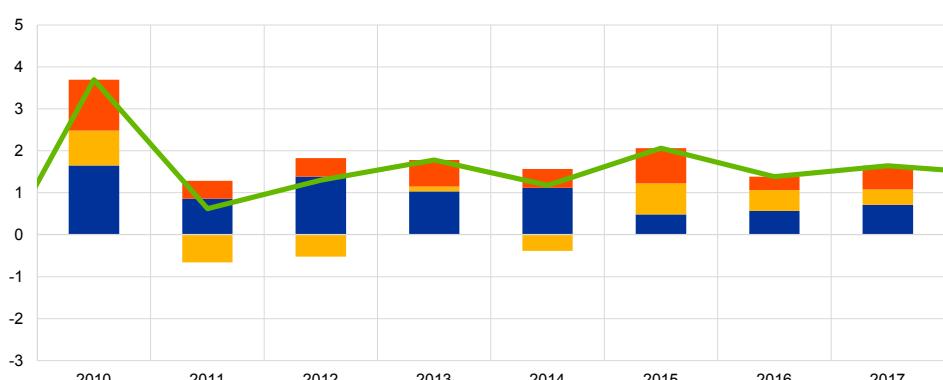
Note : La valeur du dernier mois d'une année est retenue comme valeur pour cette année.

### Graphique 8

#### Contribution à la croissance annuelle de la demande de pétrole (2010 – 2017)

(en points de pourcentage)

- Hors OCDE et Chine
- OCDE
- Chine
- Total



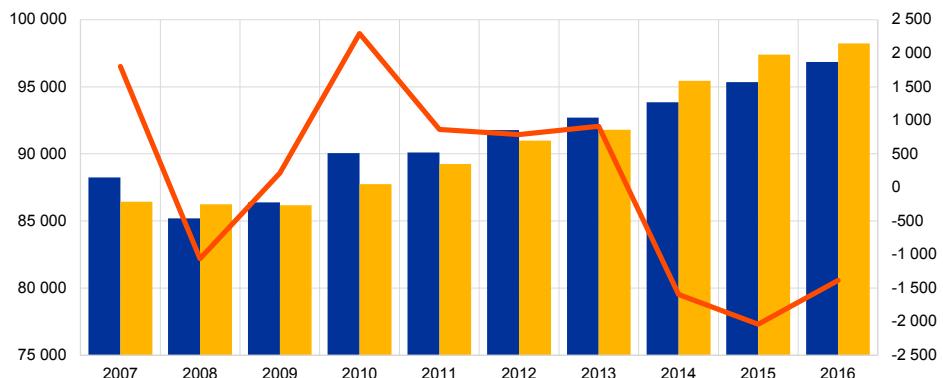
Sources : AIE et calculs des services de la BCE.

**Graphique 9**

Variations de l'offre et de la demande (2007 – 2016)

(en milliers de barils par jour)

- Demande totale (échelle de gauche)
- Offre totale (échelle de gauche)
- Demande excédentaire (échelle de droite)



Sources : EIA et AIE.

Notes : La valeur du dernier trimestre d'une année est retenue comme valeur pour cette année. Les dernières observations se rapportent à décembre 2016.

**Cependant, à partir de fin 2013, le rythme de progression de la production de pétrole de schiste s'est redressé et les réserves prouvées ont été fortement révisées à la hausse, passant de 2 milliards de barils en 2011 à 11,6 milliards de barils en 2015<sup>42</sup>.** Les extraordinaires capacités nouvelles de production de pétrole de schiste ont représenté un nouveau défi à la prépondérance du rôle de l'OPEP sur le marché pétrolier. En 2014, l'offre d'autres producteurs hors OPEP a également augmenté de près d'un million de barils par jour, reflétant d'importants chiffres de production au Brésil, au Canada et en Russie. L'OPEP a rapidement commencé à perdre des parts de marché (– 2 points de pourcentage entre mi-2011 et mi-2014) et s'est inquiétée des perspectives pour ses producteurs ayant des coûts élevés.

### 3.2 La fixation d'un objectif de part de marché pendant deux années

**Au cours de la période allant de mi-2014 à octobre 2016, l'OPEP est passée à une stratégie de fixation d'un objectif de part de marché.** La réévaluation de la croissance potentielle de la production de pétrole de schiste en juin 2014 peut être considérée comme un tournant pour le marché pétrolier, car elle a clairement montré que les opérateurs avaient sous-estimé l'importance de la production de pétrole de schiste. Au cours du premier semestre 2014, l'EIA a non seulement ajusté ses projections à la hausse à plusieurs reprises<sup>43</sup>, mais, de façon plus significative, elle a prolongé ses estimations relatives à la durée de vie de la production de pétrole de

<sup>42</sup> Cf. *Review of emerging resources: US shale gas and shale oil plays*, Agence d'information sur l'énergie (Energy Information Administration - EIA), juillet 2011 ; et *U.S. Crude Oil and Natural Gas Proved Reserves, Year-end 2015*, EIA, décembre 2016.

<sup>43</sup> Cf. *Medium-Term Oil Market Report 2014*, Agence internationale de l'énergie, Paris, 2014.

schiste jusqu'en 2030. Dans ce contexte, l'OPEP s'est rendu compte qu'elle n'inverserait pas la perte de sa part de marché, subie les trois années précédentes, sans un changement de stratégie.

**Alors que le rôle des producteurs d'ajustement consiste généralement à contrebalancer des chocs temporaires, le pétrole de schiste avait modifié la structure du marché de façon permanente**<sup>44</sup>. À ce stade, les producteurs de pétrole de schiste étaient encore confrontés à des prix d'équilibre élevés, même si les capacités de production augmentaient. Par conséquent, une politique de production de l'OPEP visant au maintien de prix élevés aurait favorisé la poursuite du développement du secteur du pétrole de schiste et des progrès de la technologie de la fracturation, aboutissant ainsi à des tensions accrues sur la part de marché de l'OPEP. La croissance de l'offre provenant des États-Unis et de la Russie n'était pas compensée par des réductions de la production de l'OPEP, et la progression de la demande mondiale montrait quelques signes de ralentissement. Cette évolution a conduit l'Agence internationale de l'énergie (AIE) à réviser à la baisse ses prévisions pour 2014 et 2015, en raison essentiellement de la diminution des projections relatives à la croissance de la demande de pétrole en Chine et en Europe.

**À la suite de ces évolutions, l'OPEP a pris la décision en novembre 2014 d'abandonner les quotas de production. Cette tentative de regagner des parts de marché n'a que partiellement réussi.** En raison de la baisse des prix, les programmes d'investissement des concurrents de l'OPEP ont été fortement réduits (notamment dans le pétrole de schiste et les champs non conventionnels), mais les concurrents n'ont pas été évincés du marché. Au contraire, ils sont devenus plus efficaces au fil du temps. L'excès d'offre a continué d'entraîner les prix à un plancher de 30 dollars le baril début 2016. Malgré le faible niveau des prix, le nombre de forages de pétrole de schiste a repris sa progression en avril 2016, et la production de pétrole de schiste s'est avérée plus résistante que prévu, les sociétés productrices ayant réussi à réduire les coûts d'extraction. Ce secteur a survécu grâce aux fusions et acquisitions : en effet, les entreprises de taille moyenne fortement endettées ont été acquises par des entités plus importantes ayant des ressources financières plus grandes et capables d'opérer dans un environnement de faibles prix du pétrole. Au cours de la période allant de mi-2014 à avril 2017, les prix du pétrole ont été déterminés essentiellement par la dynamique de l'offre. Cette évolution est conforme aux résultats obtenus en appliquant le modèle de marché pétrolier présenté dans l'encadré 2.

---

<sup>44</sup> Cf. Dale (S.), « *The new economics of oil* », *The Oxford Institute for Energy Studies*, octobre 2015.

### 3.3 Retour à une politique de stabilisation des prix

**La fixation d'un objectif de part de marché s'avérait trop onéreux pour les finances publiques tendues des membres de l'OPEP<sup>45</sup>, qui ont convenu avec d'importants producteurs hors OPEP, en novembre 2016, d'adopter une approche de rééquilibrage du marché pétrolier afin de soutenir les prix.** L'offre mondiale a été réduite de 1,8 million de barils par jour, mais les prix ne sont pas remontés au-delà de 50 dollars le baril environ. Cependant, l'implication de la Russie et d'autres grands producteurs hors OPEP a permis de préserver en partie le rôle de l'OPEP sur le marché ; en septembre 2017, la production de l'OPEP représentait encore 42 % de l'offre mondiale. Cependant, la production américaine a retrouvé, puis a dépassé son niveau de 2014, suggérant que les grandes sociétés de production de pétrole de schiste étaient, au moins à court terme, économiquement viables à un prix de 50 dollars environ le baril.

**La baisse de la production de l'OPEP a constitué une réaction à la baisse considérable des coûts d'exploitation des producteurs de pétrole de schiste à coûts élevés.** Ces producteurs ont notamment introduit une série d'améliorations technologiques qui ont accru leur compétitivité. La vie des puits de forage a été prolongée grâce à l'utilisation de liquides d'injection ayant des compositions chimiques nouvelles et, en particulier, grâce à l'utilisation largement répandue des techniques de fracturation<sup>46</sup>. Le fait de forer plus près du « sweet spot<sup>47</sup> » a augmenté le taux de récupération et a encore contribué à réduire les prix d'équilibre. La résistance des producteurs de pétrole de schiste à la faiblesse des prix a exacerbé l'excédent d'offre et a durablement maintenu les prix du pétrole en deçà des niveaux justifiés par les coûts de production. Des prix qui fluctuent autour de 50 dollars le baril semblent plus conformes à des prix d'équilibre de court à moyen terme. Afin de progresser vers le rééquilibrage du marché pétrolier par le biais de restrictions de l'offre mondiale, les pays membres qui ont adhéré à l'accord de l'OPEP de novembre 2016 ont récemment prolongé cet accord jusqu'à fin 2018, avec la possibilité d'un réexamen en juin 2018.

#### Encadré 2

##### Décomposition historique du prix du pétrole à l'ère du pétrole de schiste

**Le présent encadré fournit une évaluation des facteurs affectant la dynamique des prix du pétrole à l'ère du pétrole de schiste (qui a commencé en 2011), sur la base du cadre et de l'approche méthodologique expliqués dans l'encadré 1. Les évolutions des prix du pétrole et**

<sup>45</sup> Selon les estimations du FMI, les prix de marché nécessaires pour garantir un budget public équilibré dans les pays de l'OPEP (« prix d'équilibre pour les finances publiques ») se situaient entre 58 dollars pour le Qatar et 106 dollars pour l'Iran en 2015. Il a été estimé que des prix du pétrole de 93 dollars environ étaient nécessaires afin de stabiliser la situation budgétaire de l'Arabie saoudite. Cf. l'Appendice statistique des *Perspectives économiques régionales : Moyen-Orient et Asie centrale*, FMI, octobre 2016.

<sup>46</sup> Cf. « *Hydraulic fracturing accounts for about half of current U.S. crude oil production* », *Today in Energy*, EIA, 15 mars 2016.

<sup>47</sup> « *Sweet spot* » est le terme utilisé pour la partie d'un gisement de pétrole de schiste où la concentration de brut est la plus élevée avec généralement des coûts d'extraction plus faibles et des taux d'efficacité plus élevés.

des décisions de l'OPEP peuvent être divisées en trois périodes distinctes, identifiées par des pics et des points bas au niveau local : les périodes allant de janvier 2011 à mai 2014, de juin 2014 à février 2015 et de novembre 2016 à avril 2017.

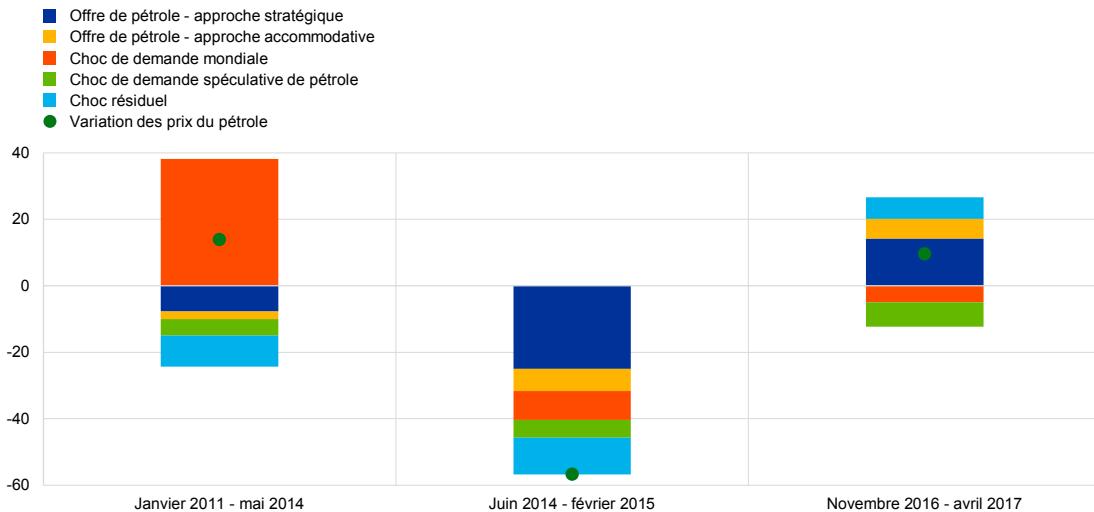
**Tandis que les facteurs de demande étaient plus importants jusqu'à mi-2014, les estimations obtenues à partir du modèle SVAR suggèrent que depuis cette date, les prix du pétrole ont été déterminés par la dynamique de l'offre.** Dans la première période, qui coïncide avec le début de la révolution du pétrole de schiste, la hausse de 14 % des prix du pétrole s'explique par la croissance plus forte de la demande de pétrole (+ 38 %), partiellement équilibrée par une légère hausse de l'offre (+ 10 %), qui a contribué de façon négative à la dynamique des prix. Cependant, depuis mi-2014, ce sont les décisions de l'OPEP qui ont été essentielles pour expliquer les évolutions des prix du pétrole. En novembre 2014, l'OPEP a abandonné les quotas de production. En effet, l'analyse empirique révèle que la plus grande partie (39 %) de la baisse de prix de 57 % enregistrée au second semestre 2014 et jusque début 2015 s'explique par les facteurs d'offre. En particulier, la fixation de l'objectif de part de marché représente 25 %, et 7 % supplémentaires peuvent être attribués à la politique de stabilisation des prix. La demande spéculative, qui peut être interprétée sur cette période comme les anticipations d'un futur excédent d'offre, reportant le déstockage des stocks, a apporté une contribution négative de 7 % supplémentaires, tandis que les facteurs de demande ont contribué pour 9 % à la baisse des prix du pétrole au cours de la même période.

**Depuis l'automne 2016, les facteurs d'offre ont continué d'être les déterminants clés des prix, l'OPEP étant revenue à une politique de ciblage des prix.** L'organisation a annoncé la remise en place de quotas de production pour tenter de faciliter la réabsorption de l'excédent d'offre. Le graphique A montre que ce sont essentiellement les facteurs d'offre liés à la stabilisation des parts de marché qui ont soutenu les mouvements à la hausse des prix (contribuant à 15 % environ de la hausse entre novembre 2016 et avril 2017), même si la stratégie de stabilisation des prix y a également contribué, mais dans une moindre mesure (6 % de la hausse). Inversement, les facteurs de demande ont eu moins d'importance jusqu'au premier trimestre 2017 et semblent avoir légèrement pesé sur les prix depuis cette date (cf. graphique A).

## Graphique A

### Décomposition historique de la dynamique des prix du pétrole (2011 – 2016)

(en points de pourcentage)



Sources : AIE, EIA, Perspectives de l'économie mondiale et calculs des services de la BCE à partir des modèles SVAR (cf. l'encadré 1).  
Note : Les dernières observations se rapportent à avril 2017.

## 4 L'importance du pétrole de schiste à moyen terme selon les données microéconomiques

**Le pétrole de schiste restera un facteur important de la production de pétrole à l'avenir.** Selon l'hypothèse maintenue tout au long de la présente analyse, les producteurs ont commencé à être perçus comme des concurrents efficaces lorsque leur capacité d'offre s'est accrue et que leurs prix d'équilibre ont diminué.

Cependant, quelle est l'importance attendue de la production de pétrole de schiste à moyen terme ? La présente section montre, sur la base des dernières projections provenant de Rystad<sup>48</sup>, que le pétrole de schiste restera un facteur important pour deux raisons au moins : a) les gains d'efficacité supplémentaires que ce secteur devrait réaliser, et b) la hausse rapide des flux d'investissement qui y sont attendus dans les années à venir.

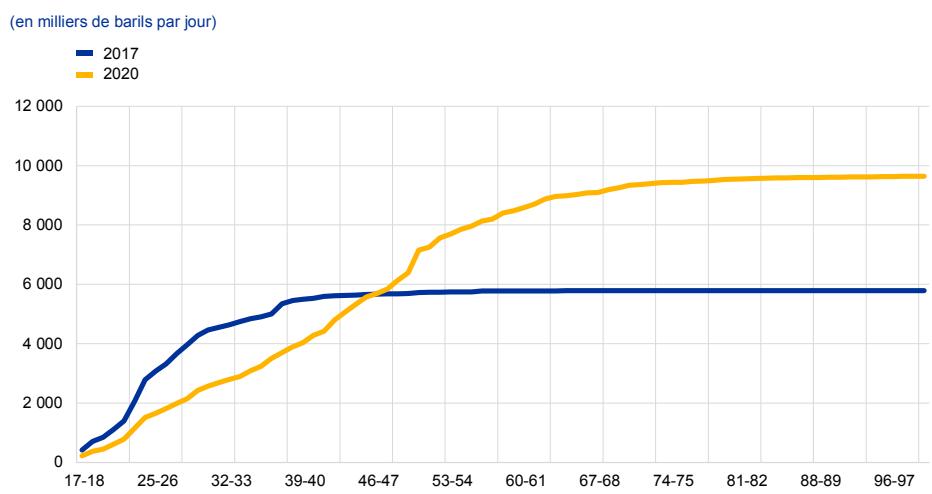
**Les progrès technologiques ont réussi à réduire considérablement les prix d'équilibre de la production de pétrole de schiste.** Sur la base des données publiées par Rystad en août 2017, le graphique 10 montre la production potentielle en millions de barils par fourchette de prix en 2017 et en 2020, pour des forages de pétrole de schiste actuels et prospectifs donnés (sur la base des projets actuels en cours et d'exploration). Les données peuvent donc être interprétées comme les

<sup>48</sup> Rystad est un fournisseur spécialisé des ensembles de données sur les variables des marchés pétroliers, qui ont été utilisés dans cette section pour évaluer l'évolution potentielle de la production de pétrole de schiste.

courbes inverses de l'offre agrégée de pétrole de schiste ; la ligne bleue représente l'offre actuelle et la ligne jaune représente l'offre prévue. La quasi-intégralité de l'offre provenant des forages en activité actuellement peut être produite économiquement pour des prix compris dans une fourchette de 40 à 45 dollars le baril (cf. graphique 10), ce qui représente une baisse de 30 % par rapport aux coûts de production d'il y a quelques années.

#### Graphique 10

Production de pétrole de schiste actuelle (2017) et future (2020) en fonction du prix d'équilibre



Sources : Données Rystad et calculs des services de la BCE.

Note : L'axe horizontal illustre les fourchettes de prix d'équilibre, en dollars. La définition de ces prix dans le secteur pétrolier correspond aux coûts liés à l'intégralité du cycle de production du pétrole. Ces coûts comprennent les frais de vente, les frais généraux et administratifs, les coûts d'acquisition de propriété, les coûts de prospection, les coûts des lots de licences, les bonus de signature, les coûts de forage, d'exploration et de développement des puits, les coûts de production et de maintenance, les coûts de transport, les impôts ou royalties payés à l'État hôte, le retour sur investissement et une prime de risque permettant de couvrir les incertitudes inhérentes aux investissements pétroliers et gaziers.

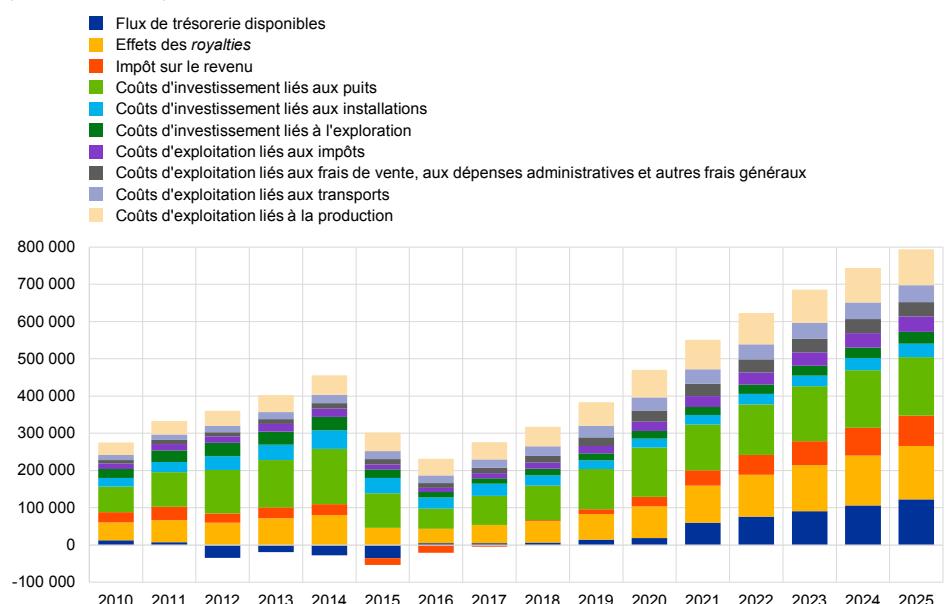
**La comparaison des deux courbes (2017 et 2020) du graphique 10 montre également que la production actuelle des puits existants est limitée à six millions de barils par jour.** Cependant, l'offre de pétrole de schiste devrait progresser rapidement au-delà de cette limite à des prix supérieurs à 40-45 dollars le baril à l'avenir. En particulier, le développement de projets approuvés récemment pourrait, selon ces estimations, fournir une offre de neuf millions de barils par jour environ (soit une hausse de plus de 50 % sur trois ans) à condition que les prix du pétrole augmentent pour atteindre un niveau supérieur à 65 dollars le baril, qui correspond au prix d'équilibre d'il y a juste quelques années. En ce qui concerne la courbe d'offre de 2020, il convient toutefois d'être prudent : comme les puits actuellement viables seront largement épuisés d'ici à deux ans et comme ils opèrent à des prix inférieurs à 40-45 dollars le baril, la courbe montre que la production dans trois ans devrait être inférieure à celle d'aujourd'hui si les prix restaient dans cette fourchette à moyen terme (cf. graphique 15). Des analyses comparables, portant sur une autre production on-shore (hors pétrole de schiste) et off-shore, montrent en revanche des courbes d'offre inverses sans changement, révélant une structure coût/offre constante et confirmant que le supplément d'offre à l'avenir proviendra également presque exclusivement du pétrole de schiste.

**Le développement des investissements en capital dans la production américaine de pétrole de schiste montre également la résistance de cette production pour les années à venir.** Des entrées de capitaux dans ce secteur sont en cours et devraient être particulièrement importantes à moyen terme. Comme le montre le graphique 11, les investissements en capital dans les cinq prochaines années devraient être plus importants que par le passé (en hausse de 18 % en moyenne par an, par rapport à la moyenne de 14 % sur cinq ans pour la période s'achevant en 2014). Les investissements en capital dans les puits, qui comprennent les coûts de construction et de forage (entre autres facteurs) connaîtront une des progressions les plus importantes, conformément aux augmentations attendues de la production américaine de pétrole de schiste, essentiellement dans la région du Permian (Midland et Delaware).

### Graphique 11

Investissements en capital dans la production américaine de pétrole de schiste (y compris les projections)

(en millions de dollars)



Sources : Données Rystad et calculs des services de la BCE.

## 5 Conclusion

**Le présent article a examiné la contribution des fondamentaux du marché à la dynamique des prix du pétrole en réponse à l'émergence d'un nouveau facteur essentiel : la production de pétrole de schiste.** Les résultats empiriques provenant d'un modèle SVAR avec des restrictions de signe suggèrent que, notamment depuis 2014, le pétrole de schiste a eu un effet sur les évolutions des prix du pétrole : directement, en contribuant à la croissance de l'offre mondiale ; et indirectement, en influençant les stratégies de l'OPEP en matière de production. L'OPEP a été incitée à gagner des parts de marché, la production de pétrole de schiste augmentant mais n'étant pas suffisamment compétitive. Cependant, lorsque

les producteurs de pétrole de schiste ont renforcé leur compétitivité, l'OPEP a préféré adopter une politique de stabilisation des prix autour d'une valeur qui reflète le coût d'équilibre des producteurs marginaux.

**Selon les données microéconomiques, le pétrole de schiste a non seulement modifié les incitations des autres producteurs et donc le mécanisme de formation des prix ces dernières années**, mais il restera également un élément fondamental de la production de pétrole, au moins pour les quinze prochaines années. Les flux d'investissement en augmentation rapide devraient maintenir le rythme soutenu de la croissance de la production, soulignant ainsi l'importance des améliorations technologiques de la production de pétrole. Cependant, des questions importantes restent en suspens en ce qui concerne, par exemple, la durée de vie de la révolution du pétrole de schiste ; en effet, il semble peu probable, en particulier, qu'elle s'étendra de façon significative au-delà des limites géographiques des États-Unis. Les conditions géologiques, les préoccupations environnementales, les pénuries d'eau et la moindre efficacité des chaînes d'offre ont jusqu'à présent empêché la diffusion généralisée de la technologie du pétrole de schiste dans d'autres pays.

## 2

# L'impact des chaînes de valeur mondiales sur l'analyse macroéconomique de la zone euro

Avec la baisse des coûts de transport et la diminution des obstacles aux échanges au cours des dernières décennies, les processus de production sont devenus plus fragmentés, les entreprises localisant leur production et s'approvisionnant en consommations intermédiaires au-delà des frontières nationales. Ce phénomène a nettement accru les échanges de biens intermédiaires et de services. Les pays de la zone euro, en particulier, participent de manière croissante aux chaînes de production transfrontières, tant dans la zone monétaire qu'à l'extérieur.

Le présent article analyse la façon dont les chaînes de valeur mondiales affectent l'économie de la zone euro. En particulier, la prise en compte des chaînes de valeur mondiales a des implications pour certains indicateurs économiques clés.

L'importance croissante du concept de valeur ajoutée par opposition aux échanges bruts traditionnels et l'augmentation des échanges de biens intermédiaires modifient les modalités de calcul et d'interprétation des indices macroéconomiques. En outre, la participation des entreprises et des secteurs aux chaînes de valeur mondiales crée ou renforce les relations entre les pays par le biais des échanges de biens intermédiaires, ce qui a des conséquences pour l'analyse macroéconomique, notamment pour la transmission à l'activité réelle, la répartition des compétences et la rémunération des salariés.

## 1 Introduction

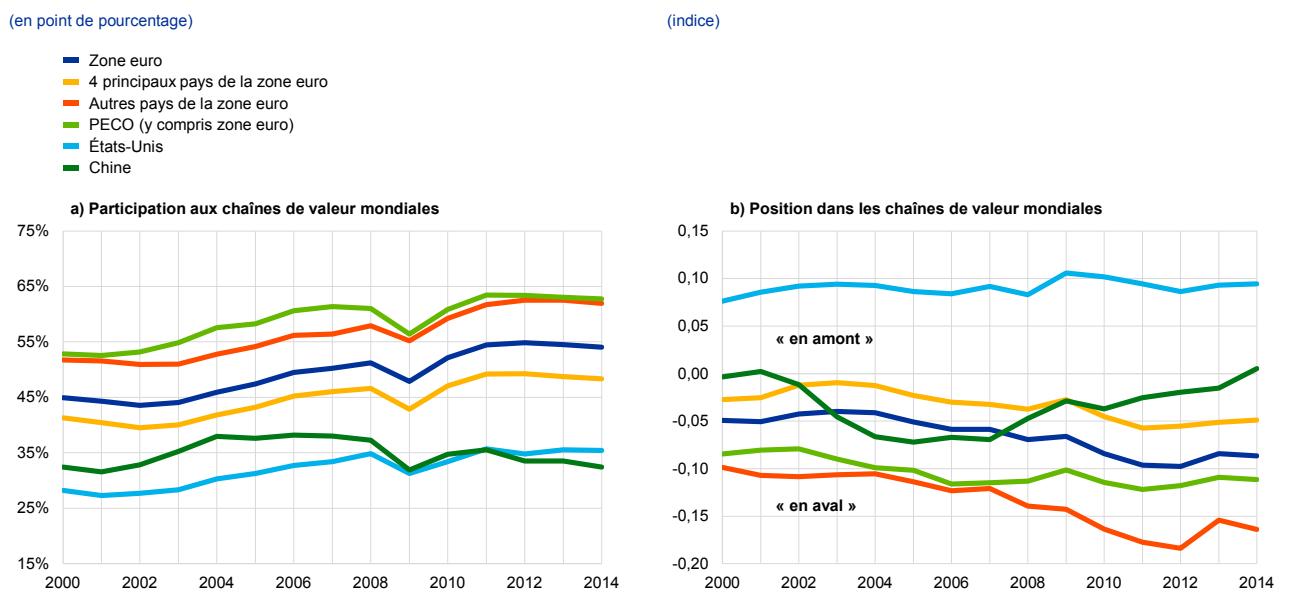
**Les chaînes de valeur mondiales (CVM) ont connu une rapide expansion au cours des dernières décennies**, les entreprises localisant leur production et s'approvisionnant en biens intermédiaires à l'étranger. De plus en plus, la production s'est donc organisée en plusieurs étapes localisées dans différents pays, de sorte que les exportations intègrent un montant important d'intrants importés (le « contenu en importation des exportations »). Par conséquent, on observe une fragmentation internationale des processus de production, les échanges de biens intermédiaires et de services ont fortement augmenté (selon les estimations, 60 % environ des échanges internationaux portent sur des biens intermédiaires) et la valeur brute des exportations est devenue nettement supérieure à la valeur ajoutée produite dans chacun des pays exportateurs. Les négociations de libre-échange multilatérales et la baisse consécutive des barrières tarifaires et non tarifaires, l'ouverture des économies de marché émergentes (EME) aux échanges internationaux, la libéralisation financière, l'internationalisation des services aux entreprises et les avancées technologiques sont les principaux facteurs qui ont contribué jusqu'à présent à l'expansion des chaînes d'approvisionnement transfrontières.

**Les pays de la zone euro, en particulier, participent de plus en plus aux chaînes de production transfrontières**, encouragés par un cadre réglementaire harmonisé au niveau de l'Union européenne (UE) et par l'intégration dans une zone monétaire commune. Cela a favorisé la mise en place d'une chaîne de production régionale et les échanges de biens intermédiaires avec le reste du monde. Une

comparaison des indices de participation des pays aux CVM<sup>49</sup> (graphique 1, partie a) montre que la zone euro<sup>50</sup> participe davantage aux chaînes de production mondiales que d'autres grandes économies, comme les États-Unis et la Chine.

## Graphique 1

### Participation et position dans les chaînes de valeur mondiales entre 2000 et 2014



Sources : Base WIOD (*World Input-Output Database*) (publication 2016) et calculs des auteurs.

Notes : Cf. l'encadré 1 pour des précisions concernant les mesures. Les « 4 principaux pays de la zone euro » sont l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne. Les « autres pays de la zone euro » correspondent à tous les autres pays de la zone euro, à l'exclusion des PECO. Les « PECO » se rapportent à tous les pays d'Europe centrale et orientale qui sont membres de l'UE, cinq d'entre eux appartenant à la zone euro et six étant hors de la zone.

**Au cours des années qui ont suivi la Grande récession de 2008-2009, le rythme de croissance des chaînes d'approvisionnement s'est nettement ralenti.** La partie a) du graphique 1 montre que l'interruption de la croissance des chaînes de valeur mondiales a été un phénomène international. Elle est due en partie à une augmentation des coûts de main-d'œuvre sur les marchés émergents, ainsi qu'à une relocalisation (*onshoring*)<sup>51</sup> des activités multinationales vers les marchés d'exportation (le « raccourcissement des chaînes de valeur mondiales », par lequel on rapproche la production des marchés où se trouve la demande). De plus, l'introduction de barrières protectionnistes non tarifaires (par exemple par le biais d'exigences de contenu local et d'autres réglementations) a augmenté les coûts des échanges commerciaux, pesant ainsi sur la croissance des chaînes de valeur mondiales. D'autres facteurs ont pu jouer un rôle comme le déplacement de la demande mondiale vers les services, qui présentent une plus faible intensité en

<sup>49</sup> Cf. l'encadré 1 pour des précisions concernant les différentes mesures de l'intégration dans les CVM.

<sup>50</sup> Dans le graphique 1, les agrégats pour la zone euro intègrent les échanges intra-zone euro dans les chaînes de valeur mondiales. La non prise en compte des échanges intra-zone euro donnerait un résultat de participation aux chaînes de valeur mondiales plus faible pour la zone euro. Ce constat met en évidence l'importance des chaînes de production régionales.

<sup>51</sup> La relocalisation consiste à rapprocher de la localisation du consommateur certaines parties des processus de production de biens intermédiaires. Par exemple, s'agissant de la production d'un modèle de voiture vendu en Asie, la production des composants et des pièces des véhicules sera relocalisée en Asie.

échanges que les biens, et la robotisation, qui encourage le rapatriement de la production dans les économies avancées<sup>52</sup>.

**Les pays de la zone euro, toutefois, ont été moins affectés par le raccourcissement des CVM que les autres pays (cf. graphique 1, partie a).**

Le processus de raccourcissement a été particulièrement prononcé en Chine.

Si en 2014 (dernière année pour laquelle les données sont disponibles) le degré de participation des États-Unis aux chaînes de valeur mondiales a été comparable à celui de 2008, dans la zone euro, en raison des échanges intra-zone euro, il a été nettement plus élevé.

**Depuis le début du XXI<sup>e</sup> siècle, les pays de la zone euro ont également enregistré une augmentation de la valeur ajoutée étrangère contenue dans leurs exportations, c'est-à-dire qu'ils ont utilisé davantage d'intrants importés dans la production de leurs exportations.** La partie b) du graphique 1 représente l'évolution au fil du temps de la position d'une sélection d'économies dans la chaîne de valeur mondiale. L'indice de position<sup>53</sup> de la zone euro s'est encore enfoncé en territoire négatif au cours des dernières années, ce qui signifie que les entreprises de la zone euro utilisent davantage de consommations intermédiaires étrangères et fournissent moins de produits intermédiaires aux autres pays. Elles sont donc situées plus « en aval » des chaînes de valeur mondiales. Les grands pays de la zone euro sont, quant à eux, situés « en amont » des petits pays de la zone euro et des pays d'Europe centrale et orientale (PECO)<sup>54</sup>. Cela signifie que ces deux derniers groupes de pays utilisent une part relativement plus importante d'intrants importés dans la production de leurs exportations, souvent sous l'effet des activités d'assemblage final représentant la contribution paneuropéenne aux chaînes de valeur mondiales. Inversement, les États-Unis se situent comparativement en amont car ils fournissent au reste du monde des produits intermédiaires liés à la R&D, au secteur financier et au secteur des matières premières. Par ailleurs, la Chine<sup>55</sup> s'est nettement déplacée vers l'amont si l'on compare 2007 à 2014.

**Les chaînes de valeur mondiales ont un impact sur plusieurs indicateurs clés de l'économie.** L'importance croissante du concept de valeur ajoutée, par opposition aux échanges bruts traditionnels, et l'augmentation des échanges de biens intermédiaires ont compliqué le calcul et l'interprétation des indices macroéconomiques. La section 2 analyse les implications des chaînes de valeur mondiales pour la mesure et l'interprétation de trois indicateurs clés, les taux de change effectifs réels, les parts de marché à l'exportation et l'élasticité du commerce à la demande mondiale.

<sup>52</sup> Pour une explication des facteurs à l'origine du ralentissement des échanges internationaux en général, cf. *IRC Trade Task Force*, « *Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?* », *Occasional Paper Series*, n° 178, BCE, septembre 2016.

<sup>53</sup> Cf. l'encadré 1 pour une définition.

<sup>54</sup> Les PECO pris en considération dans la présente analyse sont : la Bulgarie, la Croatie, la République tchèque, l'Estonie, la Hongrie, la Lettonie, la Lituanie, la Pologne, la Roumanie, la Slovaquie et la Slovénie.

<sup>55</sup> Cf. l'article intitulé « Croissance et rééquilibrage économiques en Chine et implications pour l'économie mondiale et les économies de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2017.

**La participation des entreprises et des secteurs aux chaînes de valeur mondiales crée ou renforce également les relations entre les pays par le biais des échanges de biens intermédiaires, ce qui a des conséquences importantes pour l'analyse macroéconomique.** La section 3 traite plus particulièrement des effets de contagion à la sphère réelle, de la répartition des compétences et de la rémunération des salariés.

## Encadré 1

### La mesure de l'intégration dans les chaînes de valeur mondiales

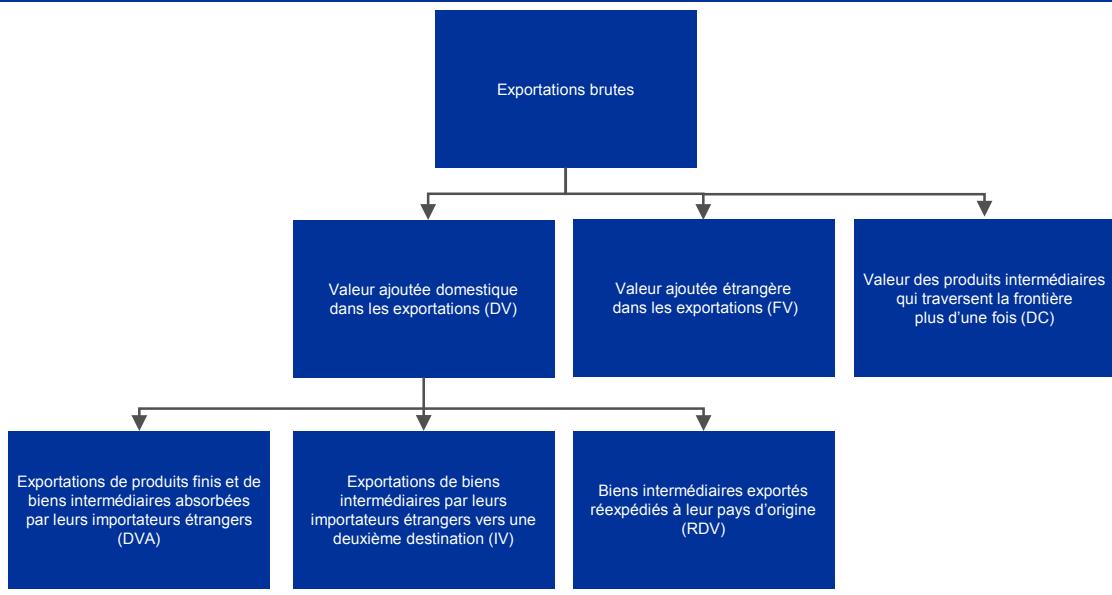
**Les récents courants de la littérature sur les CVM ont utilisé les tableaux internationaux des entrées-sorties afin de retracer les flux de valeur ajoutée aux différents stades de la production**<sup>56</sup>. Le premier objectif est de décomposer les flux d'exportations brutes de biens et de services afin de distinguer les sources de valeur ajoutée de ce qui constitue simplement des allers et retours de produits intermédiaires (double comptabilisation)<sup>57</sup>. La figure A identifie les trois principales composantes des statistiques relatives aux flux d'exportations brutes : (a) valeur ajoutée domestique (DV) ; (b) valeur ajoutée étrangère (FV) ; et (c) une donnée correspondant à la double comptabilisation (DC). La valeur ajoutée domestique reflète l'utilisation d'intrants domestiques dans la production des exportations et rend donc compte de la véritable contribution des exportations au PIB. La valeur ajoutée étrangère correspond à l'utilisation d'intrants étrangers dans le processus de production des exportations. Enfin, la troisième composante représente la valeur correspondant à des biens intermédiaires qui traversent plus d'une fois les frontières : les flux faisant l'objet d'une double comptabilisation.

<sup>56</sup> Cf. Koopman (R.), Wang (Z.) et Wei (S. J.), « *Tracing value added and double counting in gross exports* », *American Economic Review*, vol. 104(2), 2014, p. 459-494, et Wang (Z.), Wei (S. J.) et Zhu (K.), *Quantifying international production sharing at the bilateral and sector levels*, *NBER Working Paper n° 19677*, National Bureau of Economic Research, 2013.

<sup>57</sup> Une double comptabilisation se produit lorsqu'un bien intermédiaire traverse la frontière plus d'une fois.

**Figure A**

Décomposition des exportations brutes en composantes de la valeur ajoutée



Source : À partir de Koopman et al. (2014).

Note : La valeur correspondant aux produits intermédiaires qui traversent les frontières plus d'une fois est la valeur incorporée dans tous les biens intermédiaires produits dans un pays A, qui sont exportés vers le pays B (et sont dès lors comptabilisés comme une exportation du pays A) afin de produire des biens pour un autre pays (soit le même A, soit un pays tiers C) et sont donc comptabilisés de nouveau au titre des exportations brutes du pays B.

Au sein de la composante valeur ajoutée domestique, il est important d'opérer une distinction entre les flux d'échanges qui sont absorbés à l'étranger au titre de la consommation finale ou de l'investissement (DVA) et ceux qui sont réexportés vers d'autres pays (IV) et dépendent donc de la demande de ces pays<sup>58</sup>. Enfin, la valeur ajoutée domestique réimportée (RDV) se rapporte aux exportations qui sont utilisées comme intrants dans les processus de production à l'étranger, puis réimportées pour être consommées.

**La comptabilisation en valeur ajoutée permet de mesurer l'implication d'un pays ou d'un secteur donné dans les chaînes de production transfrontières.** La participation en amont (pays situé en aval du processus de production) aux chaînes de valeur mondiales peut être mesurée comme la teneur en valeur ajoutée des intrants étrangers (FVA de la figure A) utilisés dans la production des exportations. Une participation en aval (pays situé en amont du processus de production), quant à elle, peut être mesurée comme la valeur ajoutée aux produits intermédiaires qui sont exportés vers un partenaire commercial puis retransformés et exportés de nouveau par ce partenaire commercial (IV de la figure A).

**Les mesures synthétiques de la participation aux CVM et la position dans les CVM peuvent être établies à partir de cette décomposition.** L'intensité de l'implication d'un pays ou d'un secteur dans les chaînes de valeur mondiales peut être définie comme la somme des composantes liées aux CVM divisée par les exportations brutes ( $E_{ijt}$ ), soit :

$$GVC\_Participation_{ijt} = \frac{FVA_{ijt}}{E_{ijt}} + \frac{IV_{ijt}}{E_{ijt}}$$

<sup>58</sup> DVA et IV signifient, respectivement, valeur ajoutée domestique absorbée et valeur ajoutée indirecte.

Une mesure de la position relative en aval ou en amont d'un pays ou d'un secteur peut être calculée en considérant l'importance relative de l'approvisionnement en intrants et de la transformation des produits :

$$GVC\_Position_{ijt} = \ln\left(1 + \frac{IV_{ijt}}{E_{ijt}}\right) - \ln\left(1 + \frac{FV_{ijt}}{E_{ijt}}\right)$$

Une part relativement importante de valeur ajoutée étrangère provenant de fournisseurs d'intrants situés en amont indiquerait une position en aval et se traduirait donc par une valeur négative de l'indice. Inversement, une part plus importante de la valeur ajoutée dans les produits intermédiaires réexportés descendant la chaîne de valeur serait l'indication d'une position en amont et, dans ce cas, l'indice de position dans les CVM serait positif. Les mesures de la participation aux CVM et de la position dans les CVM peuvent être calculées pour les relations commerciales bilatérales impliquant les pays/secteurs i et j ou comme une donnée agrégée pour un pays ou un secteur.

**Les tableaux internationaux des entrées-sorties sont nécessaires afin de décomposer les échanges bruts en composantes de la valeur ajoutée.** Dans la plupart des analyses du présent article, on utilise la base de données mondiales des Entrées-Sorties (WIOD)<sup>59</sup>. Deux éditions sont disponibles : celle de 2013, qui couvre 40 pays et le reste du monde comme un agrégat pour la période 1995-2011 ; et celle de 2016, qui présente une décomposition sectorielle plus détaillée et couvre 43 pays et le reste du monde pour la période 2000-2014.

---

## 2 Implications des chaînes de valeur mondiales pour la mesure et l'interprétation des indicateurs macroéconomiques

### 2.1 Taux de change effectifs réels établis sur la base de la chaîne de valeur mondiale

**Les taux de change effectifs réels (TCER) sont une mesure de la compétitivité internationale en termes de prix et de coûts d'un pays.** Les TCER sont calculés comme une moyenne pondérée par les échanges des taux de change bilatéraux d'un pays vis-à-vis de ses principaux partenaires commerciaux, corrigée du niveau des prix<sup>60</sup>. Sous cette forme, ils sont utilisés dans les modèles de flux d'exportations et d'importations agrégés et comme indicateur synthétique pour l'analyse des performances commerciales et les ajustements de la balance des paiements.

**Une difficulté pour l'interprétation des TCER classiques tient à l'utilisation généralisée des importations pour produire les exportations dans l'économie mondiale actuelle.** Par conséquent, les pays sont souvent concurrents les uns des

<sup>59</sup> Cf. [www.wiod.org](http://www.wiod.org).

<sup>60</sup> Cf. également « La révision des pondérations commerciales pour les taux de change effectifs de l'euro reflète l'importance croissante des économies de marché émergentes », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2015.

autres à des stades spécifiques de la chaîne de valeur ajoutée (par exemple, deux économies émergentes peuvent être en concurrence pour l'assemblage d'un smartphone). Or, les mesures classiques des TCER reposent sur l'hypothèse que les pays se font concurrence pour vendre les produits qu'ils fabriquent entièrement au niveau national, en n'utilisant que des intrants locaux.

**En particulier, les profils des échanges bilatéraux en valeur ajoutée peuvent différer sensiblement des profils des échanges bruts, ce qui signifie que les pondérations des échanges en valeur brute peuvent surestimer ou sous-estimer le degré de concurrence bilatérale pour les exportations en valeur ajoutée.** Pour en tenir compte, on peut construire des taux de change effectifs réels fondés sur la valeur ajoutée (TCERVA) en s'appuyant sur des données relatives aux échanges bilatéraux en valeur ajoutée. Les taux prennent alors en compte le fait que les flux commerciaux bruts de biens intermédiaires, par exemple entre des pays voisins, peuvent fausser l'intensité des échanges de valeur ajoutée en termes de produits finis.

**En outre, comme les pays s'échangent des biens intermédiaires de manière intensive, cela affecte l'impact des modifications de taux de change sur les échanges.** Une appréciation vis-à-vis d'un partenaire commercial en provenance duquel un pays importe une large part de ses biens intermédiaires (comme les composants importés du Japon par la Chine pour l'assemblage de smartphones) peut en pratique être avantageuse pour la compétitivité de ce pays car elle réduit le coût des importations de biens intermédiaires. Pour rendre compte de cet effet, on peut construire des taux de change effectifs réels fondés sur les entrées-sorties (TCERES). Ces taux identifient un canal supplémentaire par lequel les variations des taux de change affectent la compétitivité-prix. Une appréciation non seulement accroît le prix relatif des biens domestiques et détériore ainsi la compétitivité-prix, elle a également un effet contraire sur la compétitivité car elle réduit le coût des intrants étrangers utilisés dans la production.

**Les TCER établis sur la base des pondérations dans les CVM offrent par conséquent une mesure complémentaire qui enrichit l'interprétation de mesures plus traditionnelles sur la base des échanges bruts et utilisées dans le calcul des TCER diffusés par la BCE<sup>61</sup>.** Les TCERVA sont calculés en remplaçant les pondérations classiques du total des échanges bruts bilatéraux par des pondérations en valeur ajoutée. Les TCERES, en revanche, prennent en compte les échanges bilatéraux de biens intermédiaires et attribuent une pondération plus faible aux partenaires qui fournissent une part importante des intrants utilisés dans la production d'un pays afin de traduire le fait qu'une appréciation vis-à-vis de ce type de partenaires commerciaux peut réellement

---

<sup>61</sup> Cf. Bems (R.) et Johnson (R. C.), « *Demand for Value Added and Value-Added Exchange Rates* », *NBER Working Paper n° 21070*, National Bureau of Economic Research, 2015.

être avantageuse en termes de compétitivité pour le pays importateur, car elle réduit le coût de production<sup>62</sup>.

**Si les pondérations sur la base des CVM sont fortement corrélées aux pondérations des échanges bruts, leurs écarts en valeur absolue sont non négligeables.** Le tableau 1 retrace les coefficients de corrélation entre les pondérations des échanges sur la base des CVM (c'est-à-dire la part de chaque partenaire commercial dans le total des échanges d'un pays donné) et les pondérations des échanges traditionnelles. À première vue, les différentes pondérations semblent fortement corrélées pour la majorité des pays, à l'exception de quelques petits pays (Lituanie, Luxembourg et Slovaquie), qui ont un coefficient de corrélation inférieur à 0,8. Toutefois, malgré le fort degré de corrélation, les différences en valeur absolue entre les pondérations sur la base des CVM et les pondérations classiques des échanges sont importantes. Pour illustrer cette observation, le graphique 2 montre pour chaque pays la moyenne des valeurs absolues de l'écart en pourcentage des pondérations des échanges sur la base de la valeur ajoutée et des entrées-sorties pour un partenaire commercial par rapport aux pondérations traditionnelles. Il s'avère que, dans la plupart des cas, les pondérations des échanges sur la base de la valeur ajoutée et des entrées-sorties s'écartent en moyenne de quelque 50 % des pondérations des échanges traditionnelles et, dans certains cas, la moyenne des valeurs absolues de l'écart en pourcentage est même supérieure à 100 %.

**Tableau 1**

Coefficient de corrélation avec les pondérations des échanges bruts : pondérations des TCERVA et des TCERES

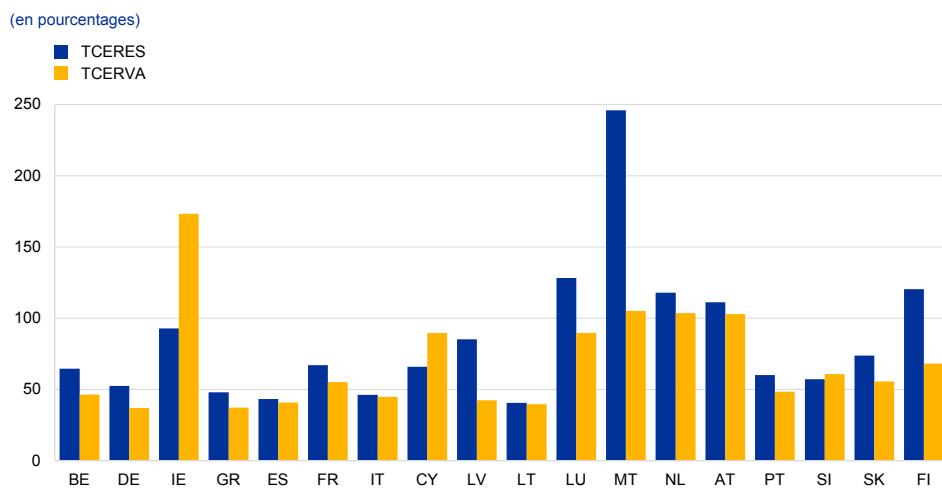
	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	LT	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
<b>TCERES</b>	0,91	0,88	0,92	0,94	0,94	0,91	0,94	0,90	0,91	0,65	0,50	0,85	0,94	0,92	0,97	0,87	0,71	0,84
<b>TCERVA</b>	0,97	0,93	0,97	0,83	0,91	0,93	0,93	0,87	0,92	0,88	0,83	0,93	0,92	0,97	0,96	0,96	0,93	0,87

Sources : Bems et Johnson (2015), *op. cit.*, BCE et calculs des services de la BCE.

<sup>62</sup> Afin de garantir la cohérence globale, les TCER fondés sur les CVM sont calculés en suivant la méthode utilisée par la BCE pour le calcul des TCER qu'elle publie, à savoir en utilisant pour les pondérations des moyennes sur trois ans sans chevauchement. Les TCER standard sont ensuite recalculés en déflatant les taux de change nominaux à l'aide des déflateurs du PIB relatif et en considérant un panier de seulement 40 (au lieu de 57) monnaies en raison de la disponibilité limitée des données relatives aux entrées-sorties.

## Graphique 2

Moyenne des valeurs absolues de l'écart des pondérations par pays des TCERVA et des TCERES par rapport aux pondérations traditionnelles des échanges



Sources : Bems et Johnson (2015), *op. cit.*, BCE et calculs des services de la BCE.

Note : La moyenne des valeurs absolues de l'écart en pourcentage des pondérations des échanges sur la base des CVM par rapport aux pondérations des échanges traditionnelles est calculée comme suit pour un pays donné. Dans un premier temps, on calcule, pour chacun des partenaires commerciaux du pays considéré, l'écart en pourcentage de sa pondération des échanges sur la base des CVM par rapport à sa pondération des échanges traditionnelle. Dans un deuxième temps, on calcule la moyenne arithmétique des valeurs absolues de ces écarts en pourcentage afin d'obtenir la moyenne des valeurs absolues de l'écart en pourcentage.

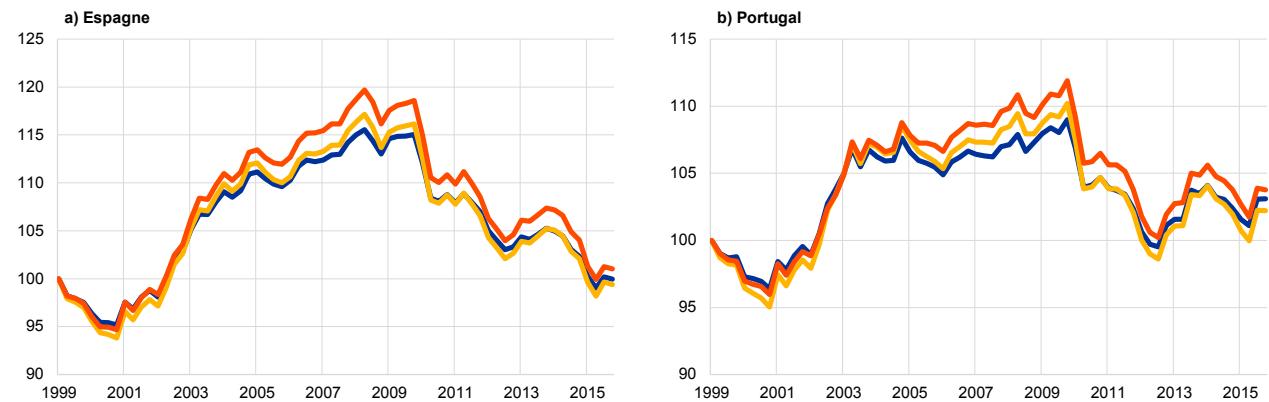
**Un résultat intéressant des TCER sur la base des CVM est qu'ils montrent des variations de la compétitivité-prix plus importantes pour les pays de la zone euro les plus touchés par la crise, laissant ainsi penser qu'ils auraient été utiles dans la détection des vulnérabilités par pays avant la crise.** Dans les pays de la zone euro, une comparaison de la dynamique des TCER sur la base des CVM avec les TCER classiques donne des informations globalement comparables. S'agissant des pays de la zone euro les plus touchés par la crise, toutefois, l'évolution des TCER (cf. les exemples de l'Espagne et du Portugal dans le graphique 3) montre que les TCERVA et, dans une plus large mesure, les TCERES, indiquent de fortes pertes de compétitivité au cours des années qui ont précédé la crise et, en corollaire, des gains importants au cours de la période qui a suivi la crise. Dans l'analyse macroéconomique, il serait donc profitable d'étudier les TCER sur la base des CVM : cela pourrait apporter des informations complémentaires utiles sur les évolutions de la compétitivité.

### Graphique 3

#### Comparaison des indices TCERVA, TCERES et TCER traditionnels

(indice : T1 1999 = 100)

— TCER traditionnels  
— TCERVA  
— TCERES



Sources : Bems et Johnson (2015), *op. cit.*, BCE et calculs des services de la BCE.

## 2.2 Chaînes de valeur mondiales et parts de marché à l'exportation

**Lorsqu'un pays participe aux CVM, ses exportations brutes risquent de ne pas permettre d'évaluer correctement sa contribution internationale aux échanges commerciaux en termes de valeur ajoutée.** Dans la mesure où les consommations intermédiaires traversent plusieurs fois les frontières au sein des chaînes de production, retracer les flux de valeur ajoutée peut être déterminant pour évaluer la contribution effective d'un pays au marché mondial. Les données entrées-sorties peuvent être utilisées pour recueillir des informations sur la structure de la valeur ajoutée des pays<sup>63</sup>. Elles peuvent être complétées par les données relatives au prix des échanges commerciaux afin d'analyser les facteurs liés aux prix et les facteurs non liés aux prix qui sont à l'origine de l'évolution des parts de marché.

**La part de marché de la valeur ajoutée et celle des échanges bruts suivent globalement les mêmes tendances pour la période 2000-2014.** Le graphique 4 compare l'évolution des parts de marché de la valeur ajoutée dans les exportations de biens (appelées « parts de marché de la valeur ajoutée » pour simplifier) avec celle des parts de marché mondiales traditionnelles, calculées sur la base des exportations brutes de biens<sup>64</sup>. Ces deux mesures indiquent des gains substantiels de parts de marché pour les PECO faisant partie de la zone euro et des pertes correspondantes pour la plupart des pays non-PECO de la zone euro. En Slovénie et en Slovaquie, les gains moins prononcés en termes de valeur ajoutée qu'en

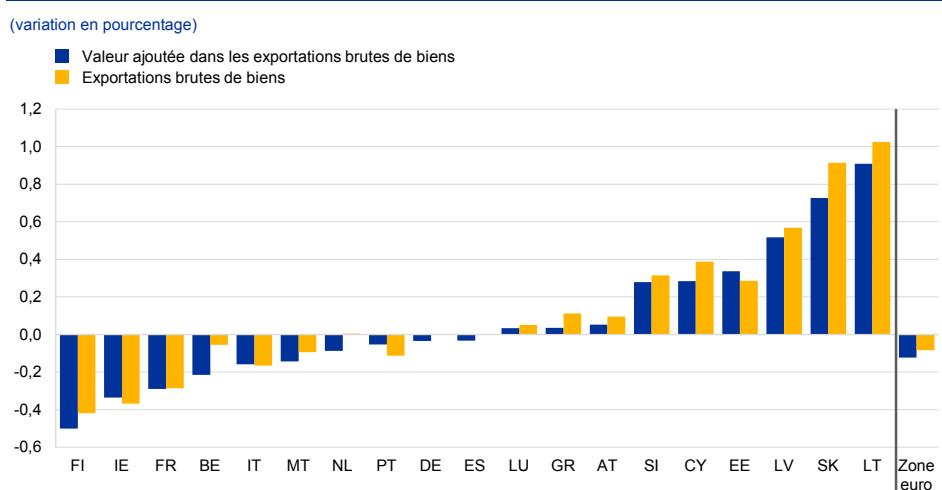
<sup>63</sup> Cf. encadré 1

<sup>64</sup> Les parts de marché sont calculées à l'aide des informations relatives aux échanges bilatéraux et aux prix provenant de la base de données UN Comtrade des Nations Unies et des données entrées-sorties de la base WIOD (édition 2016).

termes d'échanges bruts peuvent s'expliquer par le fait que l'Allemagne, la France et l'Italie externalisent vers ces pays l'assemblage final des véhicules à moteur. On observe une tendance analogue dans la fabrication de produits alimentaires, de produits chimiques et de produits en bois externalisés depuis la Finlande, la Suède et l'Allemagne vers la Lituanie et la Lettonie. L'Estonie partage les tendances décrites précédemment des autres États baltes, mais les gains plus élevés qu'elle enregistre en termes de valeur ajoutée résultent de la moindre externalisation de la production électronique depuis la Finlande<sup>65</sup>.

#### Graphique 4

Évolution des parts de marché mondiales des pays de la zone euro entre 2000 et 2014



Sources : WIOD, UN Comtrade, calculs des services de Latvijas Banka et Oesterreichische Nationalbank.

Notes : Le graphique retrace les variations logarithmiques cumulées des parts de marché mondiales. Les chiffres pour la zone euro correspondent à la moyenne pondérée pour les différents pays de la zone euro (en utilisant les exportations brutes et la valeur ajoutée dans les exportations brutes comme pondérations).

**Lorsqu'on décompose les déterminants de l'évolution des parts de marché mondiales, on constate que la fragmentation internationale de la production joue un rôle non négligeable dans la modification des parts de marché (cf. graphique 5).**

L'évolution des parts de marché mondiales de la valeur ajoutée peut être décomposée en déplacement des chaînes de production, en variation des facteurs liés aux prix et en variation des facteurs résiduels autres que ceux liés aux prix mais dont on peut penser qu'ils sont liés à la qualité des produits et aux goûts des consommateurs<sup>66</sup>. La décomposition se fait au niveau très détaillé des produits, ce qui permet de prendre en compte les différences dans les conditions du marché. Dans un premier temps, l'élasticité des flux d'échanges en volume à la variation des prix relatifs est estimée pour chaque produit sur chaque marché géographique. Associée aux informations sur la variation des valeurs unitaires, cette estimation représente la contribution des facteurs de prix et de coûts à un niveau désagrégé.

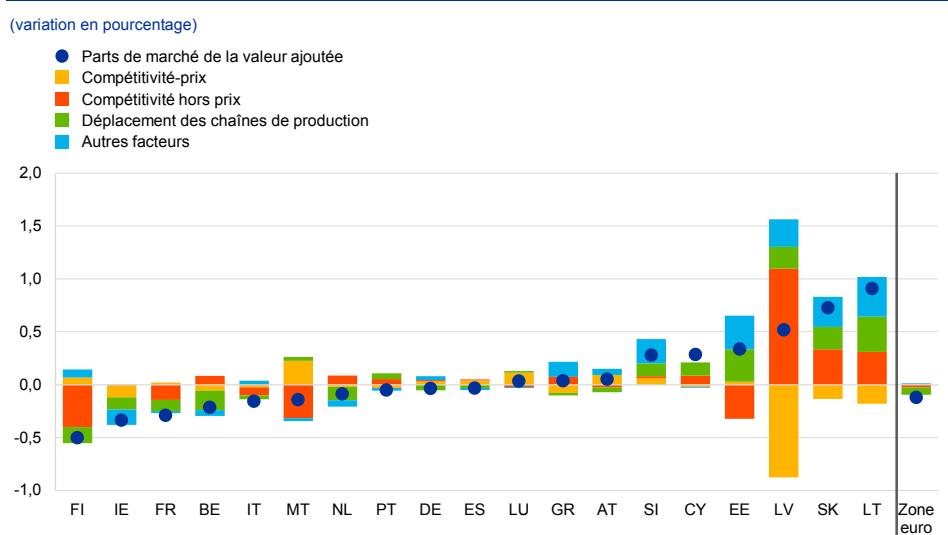
<sup>65</sup> Cela est lié au processus de fabrication d'Elcoteq en Estonie, qui a débuté à la fin des années 1990 avant de se réduire notablement par la suite.

<sup>66</sup> La décomposition inclut également d'« autres facteurs », tels que les variations de la demande ou les changements de concurrents. Ces autres facteurs se révèlent être d'une importance empirique mineure, mais ils demeurent indispensables à la robustesse de la décomposition théorique.

On obtient ensuite la contribution agrégée de la compétitivité-prix. Pour rendre compte du fait que chaque produit contient de la valeur ajoutée provenant de différents pays, l'agrégation utilise les pondérations calculées pour les échanges en valeur ajoutée (plutôt que les échanges bruts comme dans le TCER traditionnel). De plus, un terme spécifique représentant le déplacement des chaînes de valeur mondiales est introduit dans la décomposition ; il correspond à la croissance pondérée de la part d'un pays dans la production de l'ensemble des biens exportés par tous les pays. Le déplacement en territoire positif des chaînes de production peut être obtenu soit en augmentant le contenu national des exportations brutes d'un pays, soit en augmentant la part de valeur ajoutée dans les exportations brutes d'un pays tiers. Enfin, la compétitivité hors prix d'un pays correspond au terme résiduel qui n'est pas expliqué par les facteurs mentionnés précédemment<sup>67</sup>.

### Graphique 5

#### Décomposition des parts de marché de la valeur ajoutée entre 2000 et 2014



Sources : WIOD, UN Comtrade, calculs des services de Latvijas Banka et Oesterreichische Nationalbank.

Notes : Les autres facteurs recouvrent la marge extensive, les concurrents et les modifications de la structure de la demande. Le graphique retrace les variations logarithmiques cumulées des parts de marché mondiales. Les chiffres pour la zone euro correspondent à la moyenne pondérée des différents pays de la zone euro (en utilisant la valeur ajoutée dans les exportations brutes comme pondération). Pour une présentation plus détaillée de la méthodologie, cf. Benkovskis et Wörz (2015).

**Entre 2000 et 2014, l'évolution de la participation aux CVM et l'externalisation ont entraîné des pertes de parts de marché pour les pays de la zone euro hors PECO (à l'exception du Portugal, du Luxembourg, de Malte et de Chypre) et des gains pour les PECO faisant partie de la zone euro (cf. graphique 5).** Dans le même temps, l'amélioration de la qualité et les préférences des consommateurs pour les produits des PECO faisant partie de la zone euro ont compensé et au-delà les pertes de compétitivité-prix. Par rapport aux parts de marché des exportations brutes, la décomposition selon les parts de valeur ajoutée sous-estime le rôle de la compétitivité hors prix, dans la mesure où une partie des gains et des pertes de

<sup>67</sup> Pour une présentation plus détaillée de la méthodologie, cf. Benkovskis (K.) et Wörz (J.), « *Made in China' – How does it affect our understanding of global market shares?* », *Working Paper Series*, n° 1787, BCE, 2015.

qualité des exportations brutes peut être attribuée au processus d'externalisation<sup>68</sup>. Par conséquent, l'analyse fondée sur les parts de valeur ajoutée accentue le rôle des facteurs liés aux coûts et aux prix.

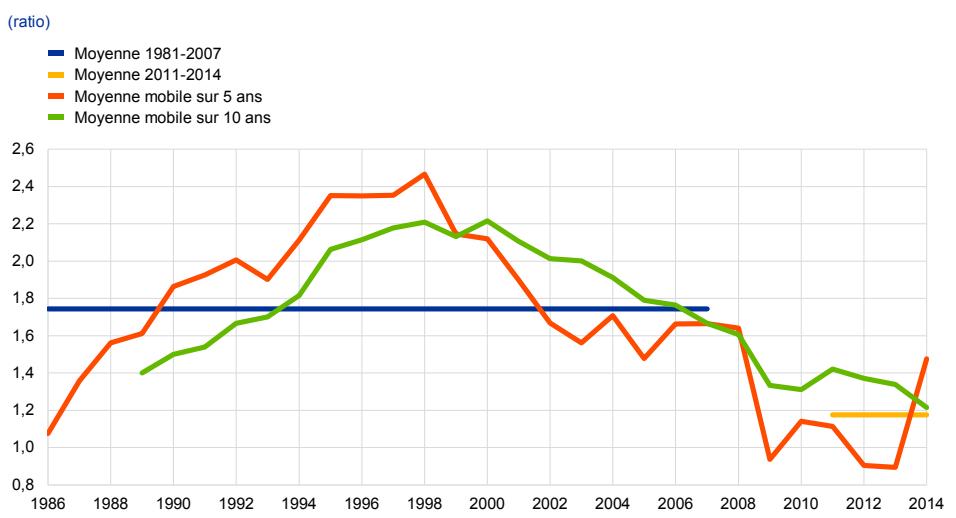
**En conclusion, le fait d'utiliser les flux de valeur ajoutée et non d'exportations brutes pour le calcul des parts de marché mondiales permet de mieux comprendre les facteurs à l'origine des performances extérieures des pays de la zone euro.** Même si les deux types de parts de marché suivent des tendances similaires, la décomposition des parts de la valeur ajoutée permet de cerner le rôle de l'externalisation de la production et fournit une mesure plus précise de la contribution des facteurs liés aux prix et des facteurs non liés aux prix.

### 2.3 Élasticité des échanges commerciaux par rapport au revenu mondial

**Si les échanges commerciaux ont augmenté deux fois plus que le revenu au cours de la période 1981-2007, le ratio de croissance des échanges commerciaux rapportés au PIB est retombé à un niveau proche de 1 au cours de la période 2011-2014 (cf. graphique 6).** En particulier, la baisse du ratio a résulté d'un effondrement des flux commerciaux après la Grande récession qui a été nettement supérieur à la diminution du revenu mondial.

**Graphique 6**

Ratio de croissance des importations mondiales rapportées au PIB



Source : Calculs des services de la BCE.

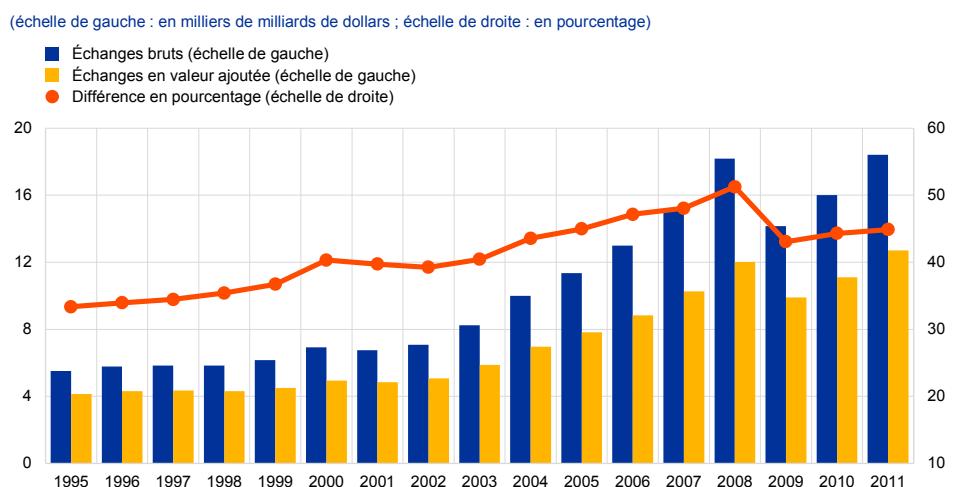
Notes : La dernière observation se rapporte à 2014. La ligne rouge indique le rapport entre le taux de croissance moyen des importations mondiales de biens et de services et la croissance du PIB mondial sur une fenêtre glissante de cinq ans (la ligne verte est basée sur une fenêtre de dix ans).

**L'évolution de la fragmentation internationale de la production est un des moteurs de la dynamique de croissance du commerce par rapport à la croissance du revenu.** Bien que les coûts commerciaux (liés aux barrières tarifaires

<sup>68</sup> Pour davantage de résultats empiriques, cf. Benkovskis et Wörz (2015), *op. cit.*

et non tarifaires), l'ouverture des échanges et la libéralisation financière aient été des déterminants importants de la croissance des échanges, l'intensité de la participation aux chaînes de valeur mondiales joue un rôle essentiel pour expliquer la croissance disproportionnée des échanges par rapport à celle du revenu à la fin du siècle dernier et la très forte baisse inattendue après la crise. Premièrement, d'un point de vue purement statistique, l'organisation des chaînes de production implique que les biens et les services traversent les frontières plusieurs fois durant le processus de production et qu'il y ait donc des doublons dans les statistiques douanières de flux d'échanges (cf. la figure A de l'encadré 1). Par conséquent, les flux commerciaux bruts enregistrés dépassent la valeur ajoutée effective des flux commerciaux (cf. graphique 7). Deuxièmement, les échanges réalisés dans les chaînes de valeur mondiales concernent principalement les biens durables, qui sont connus pour leur forte élasticité au revenu, ce qui explique la réaction très prononcée des échanges à la crise mondiale. Troisièmement, les effets de la chaîne d'approvisionnement risquent d'accentuer les chocs de demande négatifs, dans la mesure où les entreprises situées en aval commenceront par réduire leurs stocks, ce qui affecte les fournisseurs de consommations intermédiaires.

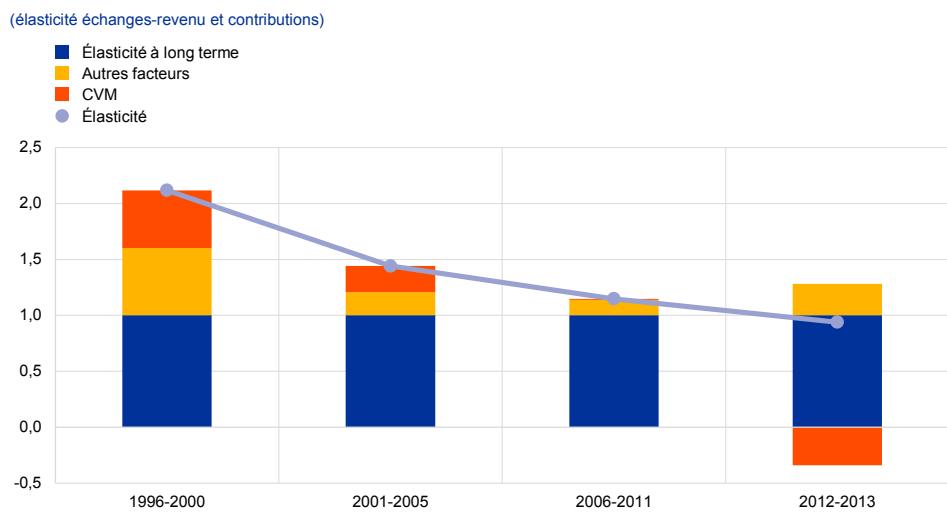
**Graphique 7**  
Échanges bruts mondiaux vs échanges en valeur ajoutée



Sources : WIOD et calculs de la BCE.

### Graphique 8

Contributions à l'élasticité des échanges commerciaux par rapport au revenu mondial



Source : IRC Trade Task Force, « [Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?](#) », *Occasional Paper Series* n° 178, BCE, 2016, Section 3.

Notes : Les calculs sont effectués selon Borin et Mancini (2015), *op. cit.* Les autres facteurs font référence à l'élasticité par rapport au revenu du contenu en importations non lié aux CVM de la demande finale.

**La participation aux CVM permet d'expliquer d'importantes variations de l'élasticité des échanges commerciaux par rapport au revenu.** Les résultats de la régression effectuée sur un modèle de demande d'importations standard<sup>69</sup> majorés d'un indice de participation aux CVM montrent que les chaînes de valeur mondiales ont un impact significatif sur l'élasticité des importations. En outre, la décomposition de l'élasticité des échanges par rapport au revenu sur la période 1995-2011 montre une contribution moyenne de 40 % environ des chaînes de valeur mondiales<sup>70</sup>. Toutefois, les données récentes sur l'intégration aux CVM indiquent une tendance à l'aplatissement au cours des dernières années<sup>71</sup>, qui se traduit par une contribution négative des chaînes de valeur mondiales à l'élasticité des échanges par rapport au revenu mondial sur la période 2012-2013 (cf. graphique 8).

**Les résultats de cette analyse laissent à penser que la dynamique des CVM est pertinente pour les projections à moyen terme des échanges commerciaux.** Du point de vue de la politique économique de la zone euro, la moindre participation aux CVM a été un des facteurs expliquant les récentes révisions à la baisse de l'élasticité des échanges par rapport au revenu mondial<sup>72</sup>. Pour l'avenir, un suivi étroit de la dynamique des CVM s'imposera afin de garantir la constance des projections relatives aux échanges.

<sup>69</sup> Cf. Anderton (R.), Baltagi (B. H.), Skudelny (F.) et Sousa (N.), « *Intra- and Extra-Euro Area Import Demand for Manufactures* », *Applied Economics Quarterly*, vol. 53(3), 2007, p. 221-241.

<sup>70</sup> Cf. Borin (A.) et Mancini (M.), « *Follow the value added: bilateral gross export accounting* », document de travail de la Banque d'Italie n° 1026, 2015, pour de plus amples détails méthodologiques.

<sup>71</sup> Cf. graphique 1.

<sup>72</sup> Cf. IRC Trade Task Force, « [Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?](#) », *Occasional Paper Series*, n° 178, BCE, 2016.

### 3 Autres conséquences pour l'analyse macroéconomique des liens entre pays au sein du processus de production

#### 3.1 Répercussions sectorielles via les liens au sein du processus de production mondial

**Les liens au sein du processus de production sont un canal potentiel de répercussions sur l'activité économique réelle** <sup>73</sup>. Les entreprises et les secteurs puisent ou vendent de plus en plus leurs consommations intermédiaires au-delà de leurs frontières et les processus de production sont découpés de sorte qu'il y a de la valeur ajoutée à chaque étape. Cette section s'appuie sur la base de données WIOD (World Input-Output Database) afin d'étudier de manière empirique comment les liens au sein du processus de production créent des répercussions sur l'activité réelle et afin de déterminer les caractéristiques du réseau qui permettent d'expliquer la transmission des répercussions. Le graphique 9 représente les coefficients de corrélation de la croissance de la valeur ajoutée réelle dans les différents secteurs, à une distance donnée <sup>74</sup> dans le réseau des entrées-sorties. Il montre que, les secteurs étant plus étroitement connectés les uns aux autres du fait des échanges de consommations intermédiaires, la croissance de leur valeur ajoutée présente une corrélation plus forte. Comme l'a montré un courant de littérature récent <sup>75</sup>, les chocs subis par des entreprises ou des secteurs spécifiques se transmettent par l'intermédiaire des réseaux de production et sont susceptibles de se traduire par des perturbations macroéconomiques globales.

---

<sup>73</sup> Les liens entrées-sorties internationaux ont peut-être aussi contribué à la synchronisation des taux d'inflation en accentuant les répercussions des chocs de coûts étrangers ; cf. Auer (R. A.), Borio (C.) et Filardo (A.), « *The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains* », document de travail n° 602, Banque des règlements internationaux, 2017, et Auer (R. A.), Levchenko (A. A.) et Sauré (P.), « *International inflation spillovers through input linkages* », NBER Working Paper n° 23246, National Bureau of Economic Research, 2017.

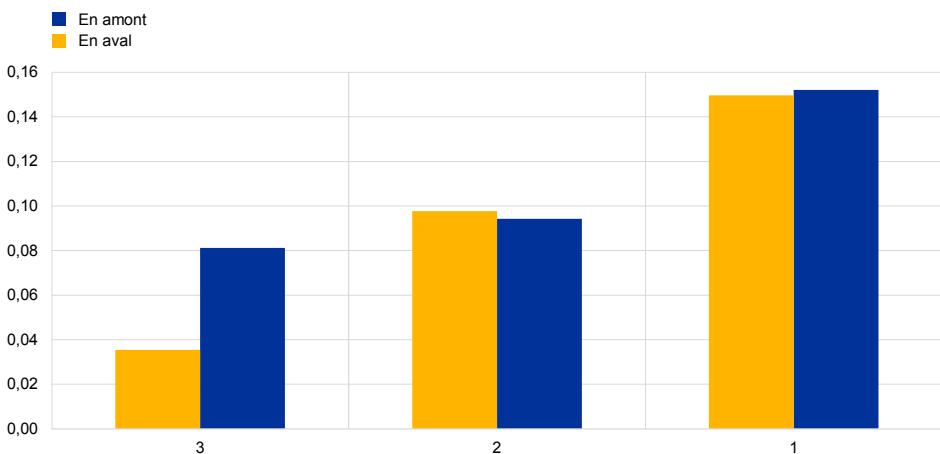
<sup>74</sup> La distance mesure le trajet le plus court entre deux secteurs dans le réseau, c'est-à-dire le nombre de fois que les consommations intermédiaires d'un secteur sont vendues afin d'atteindre un autre secteur. Elle est calculée à l'aide de l'algorithme Dijkstra.

<sup>75</sup> Cf. Gabaix (X.), « *The granular origins of aggregate fluctuations* », *Econometrica*, vol. 79(3), 2011, p. 733-772, et Acemoglu (D.), Carvalho (V. M.), Ozdaglar (A.) et Tahbaz-Salehi (A.), « *The network origins of aggregate fluctuations* », *Econometrica*, vol. 80(5), 2012, p. 1977-2016.

### Graphique 9

#### Synchronisation de la valeur ajoutée réelle et distance entre les secteurs

(coefficients de corrélation de la valeur ajoutée dans les secteurs interdépendants)



Sources : Base WIOD (édition 2013) et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique montre la corrélation moyenne (1996-2009) de la valeur ajoutée dans les secteurs pris deux à deux, à une distance donnée des secteurs situés en amont et en aval. La distance est égale à 1 lorsque les échanges entre deux secteurs sont directs, à 2 lorsque les échanges entre deux secteurs passent par un autre secteur et à 3 lorsque les échanges entre les deux secteurs passent par deux autres secteurs.

**La présence de pôles favorise la transmission des chocs économiques car ils mettent en relation, par le biais des liaisons entrées-sorties des entités sans lien autrement et pourraient être un conducteur de chocs.** Dans la base de données WIOD<sup>76</sup>, les pôles en amont (c'est-à-dire les secteurs qui en approvisionnent d'autres en consommations intermédiaires) sont principalement situés aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Allemagne et en Russie, et exercent leur activité dans des secteurs tels que l'activité informatique, l'activité de siège social, la R&D, la finance et les matières premières. S'agissant de la partie en aval de la chaîne de valeur (c'est-à-dire les secteurs qui achètent des consommations intermédiaires auprès d'autres secteurs), les pôles sont le matériel de transport, l'électronique, la construction et les métaux de base en Allemagne, aux États-Unis et, plus récemment, en Chine. L'encadré 2 décrit plus en détail les effets de contagion provenant de certains de ces secteurs.

**L'activité se transmet via ces secteurs à de nombreux autres partenaires commerciaux.** Une analyse économétrique de panel de la base de données WIOD confirme que, en moyenne, les répercussions sur un secteur provenant d'autres secteurs situés en amont et en aval et qui participent à ses chaînes de production sont importantes<sup>77</sup>.

<sup>76</sup> Cf. l'encadré 1 pour une description de la base de données.

<sup>77</sup> Cf. l'encadré 2 pour de plus amples détails.

## Encadré 2

### Identification des répercussions sectorielles dans l'économie mondiale

**Afin d'analyser la transmission des chocs par l'intermédiaire des chaînes d'approvisionnement mondiales, on estime un modèle de panel non linéaire.** Dans le modèle, la variation de la valeur ajoutée réelle du secteur  $i$  est liée à ses valeurs passées et à la variation, au cours de la période précédente, de la valeur ajoutée dans un ensemble de secteurs directs et indirects, situés en amont et en aval<sup>78</sup>. L'estimation prend en compte d'autres facteurs observés qui déterminent l'activité du secteur  $i$ ,  $x_{it}$ , ainsi que des facteurs temporels communs non observés dans le terme d'erreur  $\varepsilon_{it}$  :

$$y_{it} = \eta_t + \rho^{lag} y_{i,t-1} + \rho^{up} \tilde{y}_{i,t-1}^{up} + \rho^{down} \tilde{y}_{i,t-1}^{down} + \boldsymbol{\beta}' \mathbf{x}_{it} + \varepsilon_{it}$$

$\tilde{y}_{i,t-1}^{up}$  et  $\tilde{y}_{i,t-1}^{down}$  sont des moyennes pondérées de la valeur ajoutée dans une sélection de secteurs en amont et en aval :

$$\tilde{y}_{i,t-1}^* = \sum_{j \neq i} 1(w_{ij,t-1}^* \geq r^*) w_{ij,t-1}^* y_{j,t-1}$$

où \* signifie « haut » et « bas » et la pondération  $w_{ij,t-1}^*$  mesure l'importance bilatérale de la contribution de la valeur ajoutée. Elle est inversement proportionnelle à la distance bilatérale. L'agrégat  $\tilde{y}_{i,t-1}^*$  est construit de telle sorte que seuls les secteurs dont la pondération dépasse un certain niveau  $r$  sont inclus dans la moyenne. Le seuil est déterminé de façon endogène par le modèle et permet d'identifier les secteurs les plus importants pour la transmission des répercussions<sup>79</sup>.

**Les régressions confirment que les répercussions en amont et en aval par le biais des chaînes d'approvisionnement sont importantes.** Les répercussions sont positives et de grande ampleur et leur importance ne diminue pas si on inclut d'autres déterminants de l'activité du secteur  $i$  (emploi et capital), de l'activité du pays et des facteurs mondiaux (l'agriculture, les prix du carburant et des métaux ainsi que les taux d'intérêt aux États-Unis). Cela signifie que la variation de l'activité d'un secteur est liée à la variation de l'activité à la fois de ses fournisseurs de consommations intermédiaires et de ses clients.

**L'impact de la variation de la valeur ajoutée réelle dans un secteur donné peut être retracé et quantifié à l'aide des coefficients estimés provenant du modèle.** Cet exercice recense les répercussions induites uniquement par une variation de la valeur ajoutée réelle dans les secteurs concernés. Par exemple, le secteur du matériel de transport (c'est-à-dire l'industrie automobile) en Allemagne et le secteur de l'électronique et du matériel optique en Chine illustrent la manière dont les variations de la valeur ajoutée réelle se propagent à d'autres secteurs nationaux, à la zone euro et au reste du monde (cf. graphique A). À l'évidence, l'impact sur la chaîne d'approvisionnement est le plus fort dans l'économie nationale, où il touche 27 et 30 secteurs respectivement (barres bleues), mais il affecte également de nombreux autres secteurs dans la zone euro (barres jaunes)

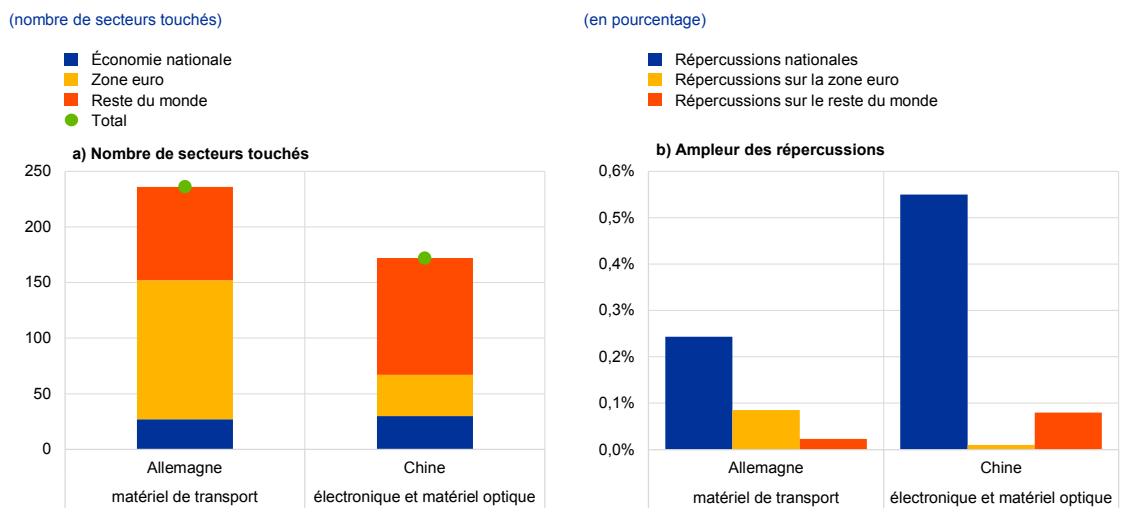
<sup>78</sup> L'analyse du présent encadré ne cherche pas à étudier la nature du choc. Dans une configuration Cobb-Douglas, les chocs de demande se transmettent en amont dans la chaîne de valeur, tandis que les chocs d'offre se propagent vers les secteurs situés en aval ; cf. Acemoglu (D.), Akcigit (U.) et Kerr (W.), « *Networks and the macroeconomy: An empirical exploration* », *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 30(1), 2016, p. 273-335. Pour une étude plus approfondie de l'impact des chocs de demande et d'offre dans cette analyse, cf. Frohm (E.) et Gunnella (V.), « *Sectoral interlinkages in global value chains: spillovers and network effects* », *Working Paper Series*, n° 2064, BCE, 2017.

<sup>79</sup> Pour de plus amples détails concernant la méthodologie, cf. Frohm et Gunnella (2017), *op. cit.*

et se répercute même sur d'autres pays, touchant au total 236 et 172 secteurs respectivement (barres rouges). Lorsque ces liens ainsi que les liens d'autres pôles avec le reste des chaînes de valeur sont rompus, les répercussions diminuent progressivement et deviennent statistiquement non significatives<sup>80</sup>.

### Graphique A

#### Répercussions provenant de secteurs spécifiques



Sources : Base WIOD (édition 2013) et calculs de la BCE.

Notes : Dans le panel b, l'impact du secteur observé sur chaque autre secteur  $i$  correspond à  $\hat{\rho}^* w_{ij,t}^*$  et l'impact global à  $\hat{\rho}^* \sum_{i \neq j} 1(w_{ij,t}^* \geq \hat{\rho}^*) w_{ij,t}^*$ , les effets domestiques (même pays), les effets sur la zone euro et les effets sur le reste des pays de l'échantillon (reste du monde) étant calculés en considérant les secteurs touchés. Les répercussions sont agrégées à l'aide de la part respective des différents secteurs dans le PIB total de l'agrégat considéré.

**Dans l'ensemble, cette analyse suggère qu'il existe une importante marge de propagation des chocs sectoriels par l'intermédiaire des chaînes d'approvisionnement mondiales.** Comme les pôles pourraient être le canal de transmission entre les pays et les secteurs, il convient d'accorder une attention toute particulière à leurs évolutions et à leurs liens avec d'autres secteurs de l'économie mondiale.

### 3.2 Impact des chaînes de valeur mondiales sur la valeur ajoutée du travail, les heures travaillées et la rémunération

**Entre 1997 et 2011, la part de main-d'œuvre non qualifiée dans la valeur ajoutée a fortement diminué dans la zone euro, tandis que la part de main-d'œuvre qualifiée a augmenté.** L'agrégation des données sectorielles au niveau national permet d'identifier l'évolution de la contribution de la valeur ajoutée

<sup>80</sup> Cf. la figure 5 dans Frohm et Gunnella (2017), *op. cit.*

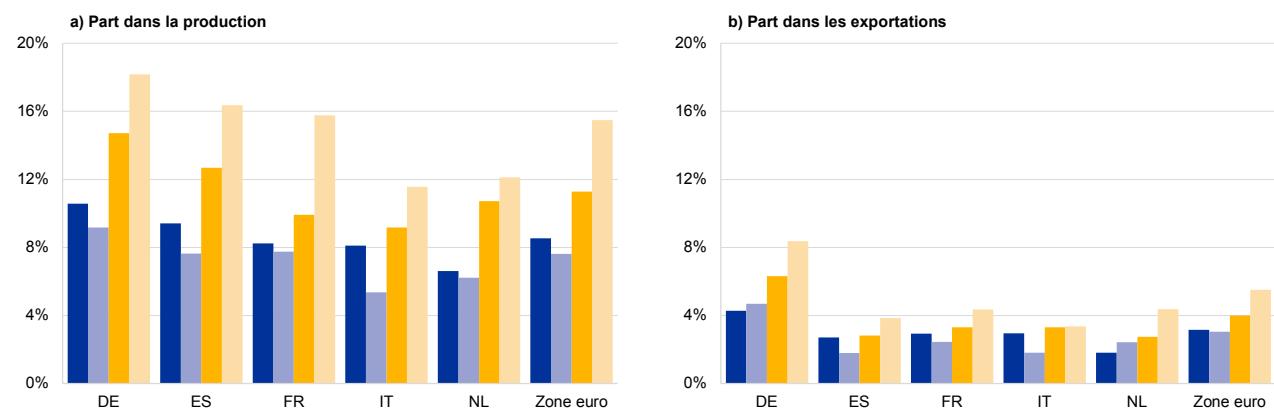
du travail pour différents groupes de compétences au sein de la zone euro<sup>81</sup>. L'importance globale de la main-d'œuvre dans la production ainsi que dans les exportations de la zone euro a légèrement diminué entre 1997 et 2011. Parmi les cinq principales économies de la zone euro, l'Allemagne se caractérise par les parts les plus élevées de valeur ajoutée du travail. Le contenu des exportations de la zone euro en valeur ajoutée du travail est beaucoup moins élevé qu'en production brute, signe que les entreprises exportatrices ont plus largement recours à des consommations intermédiaires et/ou à des capitaux importés (cf. graphique 10). S'agissant de la répartition des compétences, la main-d'œuvre qualifiée représente une part croissante de la valeur ajoutée du travail, au détriment de la main-d'œuvre non qualifiée.

### Graphique 10

#### Part moyenne de la valeur ajoutée nationale du travail dans la zone euro et ses cinq principales économies

(part en pourcentage)

- Travail qualifié, 2011
- Travail qualifié, 1997
- Travail non qualifié, 2011
- Travail non qualifié, 1997



Sources : Labor Content of Exports Database (Banque mondiale) et calculs des services de la BCE.

Notes : Les parts pour la zone euro sont calculées comme une moyenne pondérée de l'ensemble des pays disponibles de la zone euro, avec la production brute comme pondération. En raison de données manquantes, la Slovénie ne figure pas dans les calculs.

**La participation aux chaînes de valeur mondiales modifie l'ampleur des tâches effectuées dans chaque secteur, ce qui est susceptible d'influer sur la répartition des compétences et sur la rémunération au sein des secteurs.**

Au cours des décennies passées, la modification des processus de production et les choix de consommations intermédiaires liés à la segmentation de la production internationale pourraient avoir eu une incidence sur le niveau d'emploi et sur la rémunération horaire pour différentes catégories de travailleurs. Par conséquent, il est nécessaire d'évaluer la relation entre les évolutions récentes du marché du travail et les différentes mesures de la participation aux CVM pour les différents secteurs et groupes de compétences.

<sup>81</sup> Pour cela, on utilise la base de données Labor Content of Exports (LACEX) de la Banque mondiale développée par Cali *et al.* en 2016 à partir d'un ensemble de tableaux d'entrées-sorties à l'échelle mondiale, des exportations tirées du Global Trade Analysis Project et de données nationales sur l'emploi. La base de données recouvre un panel de 24 secteurs et de 150 pays ; elle évalue la contribution de la main-d'œuvre aux exportations d'un pays donné – mesurée par la rémunération des salariés (série de données LACEX) ou par le nombre d'emplois (série de données JOCEX).

### Encadré 3

#### Emploi, rémunération du travail et chaînes de valeur mondiales

Cet encadré présente l'analyse de la relation entre heures travaillées et rémunération dans différents groupes de compétences, d'une part, et participation aux CVM, d'autre part, sur un panel de secteurs de la zone euro au cours de la période 1995-2009. La régression d'estimation est :

$$\log y_{i,c,t} = \gamma_0 + \alpha * \log \left( \frac{K}{L} \right)_{i,c,t} + \gamma_1 * \log IV_{i,c,t} + \gamma_2 * \log FV_{i,c,t} + FE_{i,c} + FE_{c,t} + \epsilon_{i,c,t}$$

où l'unité d'observation est un secteur *i* du pays *c* à un temps *t*,  $y_{i,c,t}$  représente soit le logarithme de la part d'heures hautement qualifiées dans le nombre total d'heures, soit le logarithme de la rémunération des travailleurs hautement qualifiés et des travailleurs faiblement qualifiés  $IV_{i,c,t}$  et  $FV_{i,c,t}$  sont les indices de participation en amont et en aval aux CVM, respectivement<sup>82</sup>. Les effets fixes secteur-pays ( $FE_{i,c}$ ) et pays-temps ( $FE_{c,t}$ ) sont inclus de manière à prendre en compte les différences entre secteurs non observés qui ne varient pas dans le temps et les évolutions globales observées chaque année à l'échelle du pays<sup>83</sup>.

Les résultats d'estimations confirment que la valeur ajoutée étrangère a un effet significatif sur la répartition des compétences et sur la rémunération des travailleurs aussi bien hautement que faiblement qualifiés.

Les résultats des estimations réalisées à partir des variations intra-sectorielles montrent que la participation aux chaînes de valeur mondiales peut être associée à un glissement vers une main-d'œuvre hautement qualifiée<sup>84</sup>. Une estimation de panel à effets fixes montre que la participation aux chaînes de valeur mondiales est associée à une évolution de la composition en termes de qualifications au sein des secteurs caractérisée par un glissement vers une main-d'œuvre hautement qualifiée (cf. graphique 11, partie a)<sup>85</sup>. Si l'on décompose l'effet entre indice de participation en amont et indice de participation en aval, celui-ci résulte principalement du recours accru aux importations de biens intermédiaires<sup>86</sup>. Un tel degré de polarisation de l'emploi peut être lié à la combinaison de deux facteurs : les délocalisations et les mutations technologiques favorisant les compétences au niveau sectoriel.

S'agissant des salaires, l'analyse de panel montre que la participation en amont aux chaînes de valeur mondiales est associée à une hausse de la rémunération horaire quel que soit le niveau de qualification (cf. graphique 11, partie b). Les travailleurs, qu'ils soient hautement ou peu qualifiés, voient leur

<sup>82</sup> Cf. l'encadré 1 pour une description des indices de participation aux CVM.

<sup>83</sup> Les régressions de salaires recouvrent également le ratio capital/travail comme déterminant de la productivité marginale du travail dans une configuration de fonction de production à la Cobb-Douglas.

<sup>84</sup> Les résultats présentés ici ne fournissent pas d'éléments allant dans le sens d'une causalité, mais sont conçus pour évaluer la corrélation entre les différents indices de participation aux CVM et la situation sur le marché du travail.

<sup>85</sup> Pour plus de détails concernant la méthodologie, cf. l'encadré 3.

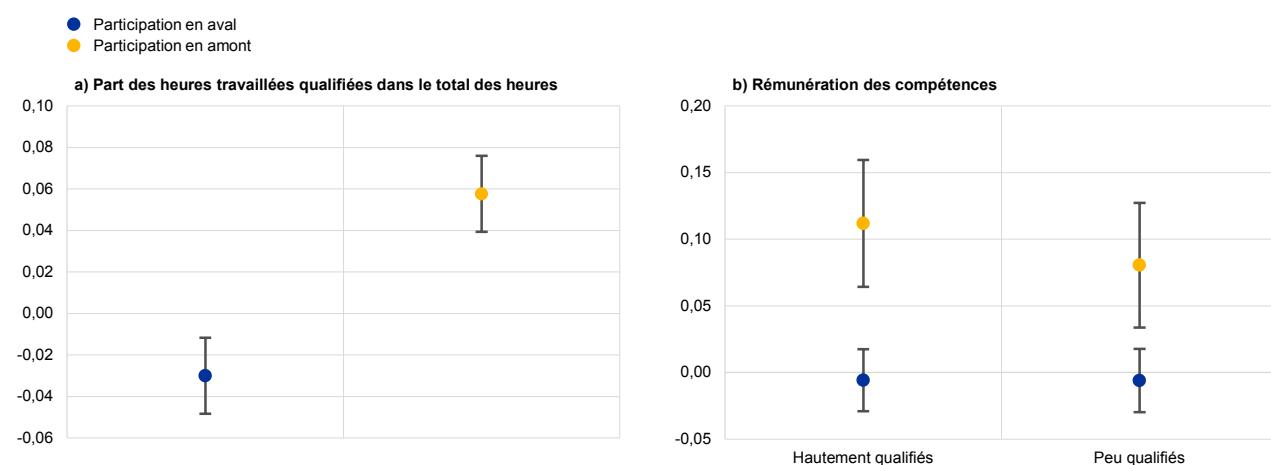
<sup>86</sup> Cf. l'encadré 1 pour une description des indices de participation aux CVM.

rémunération horaire augmenter lorsque le secteur dans lequel ils sont employés enregistre une hausse de la valeur ajoutée étrangère contenue dans ses exportations (participation en amont)<sup>87</sup>. Ce résultat est conforté par des études existantes qui montrent que les biens intermédiaires importés génèrent des effets de productivité importants, par le biais de canaux liés à l'apprentissage, à l'innovation et à des aspects relatifs à la variété ou à la qualité<sup>88</sup>. Si une part accrue des biens intermédiaires importés dans le processus de production pourrait être bénéfique à la productivité totale des facteurs et, par conséquent, à la croissance potentielle<sup>89</sup>, la compétitivité ne s'améliorera toutefois que si la productivité s'accroît plus rapidement que les coûts des consommations intermédiaires (salaires et loyer du capital). Plusieurs études réalisées au niveau des entreprises constatent un effet net positif des intrants importés sur la compétitivité externe, permettant ainsi l'entrée sur de nouveaux marchés à l'exportation<sup>90</sup>. De plus, le renforcement des chaînes de valeur mondiales est susceptible d'affaiblir l'élasticité des exportations au taux de change, par exemple si les exportations sont de plus en plus constituées de biens intermédiaires acquis en devises<sup>91</sup>.

### Graphique 11

Corrélations de la participation aux CVM avec la composition des compétences et la rémunération des salariés hautement qualifiés et peu qualifiés

(variation en pourcentage correspondant à une hausse de 1 % de l'indice de participation aux CVM)



Sources : World Input-Output Database (2013) et calculs des services de la BCE.

**Cette analyse suggère que les chaînes de valeur mondiales ont un impact sur la situation sur le marché du travail. Une plus grande part des biens**

<sup>87</sup> Ce résultat est cohérent avec les études réalisées au niveau des entreprises telles que Bas (M.) et Strauss-Kahn (V.) « *Does importing more inputs raise exports? Firm-level evidence from France* », *Review of World Economics*, vol. 150, n° 2014, 2014, p. 241-475.

<sup>88</sup> Cf., par exemple, Halpern (L.), Koren (M.) et Szeidl (A.), « *Imported Inputs and Productivity* », *American Economic Review*, vol. 105(12), 2015, p. 3660-3703.

<sup>89</sup> Cf. l'encadré 4 pour une analyse de la transmission de la technologie par le biais des liaisons productives dans les PECO.

<sup>90</sup> Cf., par exemple, Kasahara (H.) et Lapham (B.), « *Productivity and the decision to import and export: Theory and evidence* », *Journal of International Economics*, vol. 89(2), 2013, p. 297-316.

<sup>91</sup> Cf. section 2.1 du présent article pour un compte rendu des effets exercés par le recours aux intrants importés dans la production sur la compétitivité-prix des pays.

**intermédiaires importés dans la production peut être associée à un glissement vers une main-d'œuvre hautement qualifiée. Les biens intermédiaires étrangers pourraient entraîner une hausse des salaires pour tous les niveaux de qualification.** Dans le même temps, les chaînes de valeur mondiales peuvent avoir des conséquences positives en termes de bien-être pour les économies participantes, à savoir des progrès technologiques résultant de l'allocation plus efficace des salariés à des tâches hautement qualifiées, ce qui implique également des salaires plus élevés dans les économies avancées d'une part, et des hausses de salaire pour les travailleurs des économies émergentes d'autre part<sup>92</sup>.

#### Encadré 4

Transferts de technologie *via* les chaînes de valeur mondiales et croissance de la productivité dans les pays d'Europe centrale et orientale

**Les circuits d'approvisionnement constituent un canal important de transmission des technologies des sociétés-mères vers leurs filiales.** Les entreprises impliquées dans des chaînes de production peuvent tirer avantage du fait d'être liées à des sociétés-mères plus avancées au plan technologique, car elles peuvent apprendre d'elles et absorber leur technologie. D'après la littérature, il existe deux principaux canaux de transmission. D'une part, les entreprises qui utilisent les biens intermédiaires des sociétés-mères dans leur production – c'est-à-dire les entreprises avec des liens d'approvisionnement en amont – peuvent accéder à de nouvelles technologies contenues dans ces produits et à une large variété d'intrants. D'autre part, les entreprises fournissant des biens intermédiaires à leurs sociétés-mères – c'est-à-dire les entreprises avec des liens d'approvisionnement en aval – sont soumises à des contrôles de qualité qui améliorent leurs produits. Cela augmente par conséquent leur productivité et leur permet de renforcer leur capital.

**Compte tenu du haut degré d'intégration des PECO dans les chaînes de valeur mondiales, l'évolution de la productivité des entreprises dans ces pays dépend largement de ces retombées technologiques.** Comme le montre la partie a) du graphique 1, les PECO sont, en moyenne, beaucoup plus intégrés dans les CVM que ne l'est la zone euro, même après le ralentissement général de la croissance de la participation aux CVM enregistré après 2011. Pour cette raison, cet encadré étudie le cas des PECO pour analyser dans quelle mesure et de quelle façon des retombées technologiques s'opèrent des sociétés-mères vers les filiales dans les CVM.

**Selon la littérature, les nouvelles technologies se diffusent entre pays en deux phases : premièrement des entreprises en pointe mondiales vers les entreprises en pointe nationales et deuxièmement des entreprises en pointe nationales vers les entreprises retardataires nationales.** Ce cadre est adapté aux CVM et l'on suppose que les entreprises en pointe mondiales pertinentes sont des sociétés-mères et que seules les entreprises en pointe nationales du pays d'accueil participent directement aux CVM. Par conséquent, durant la première phase, les entreprises les plus productives du pays d'accueil absorbent la technologie des sociétés-mères. Durant la seconde phase, les nouvelles technologies se répercutent des entreprises participant aux

<sup>92</sup> Les gains réalisés en termes de bien-être dans les économies avancées ne se matérialisent que lorsque les ressources sont réallouées rapidement et de façon efficace entre les différents niveaux de qualification. Cf. Rodriguez-Clare (A.), « *Offshoring in a Ricardian World* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol.2 (2), 2010, p. 227-258.

CVM aux entreprises retardataires de l'économie d'accueil, qui opèrent dans les chaînes de production intérieures et interagissent avec les entreprises en pointe nationales. De plus, la transmission dépend de l'exposition aux entreprises en pointe pertinentes et des enseignements tirés de ces entreprises (effet « transfert »), ainsi que de la capacité à rattraper son retard (effet « rattrapage »).

#### Tableau A

Croissance de la PGF des entreprises nationales en pointe et retardataires

	Première phase de diffusion des technologies		Seconde phase de diffusion des technologies	
	Participation en aval aux CVM (exportations)	Participation en amont aux CVM (importations)	Participation en aval aux CVM (exportations)	Participation en amont aux CVM (importations)
<b>Croissance de la PGF de la frontière technologique des CVM</b>	0,156*** (0,044)	0,430*** (0,058)	0,060* (0,036)	0,151*** (0,041)
<b>Valeur retardée de l'écart de PGF entre la frontière technologique des CVM et les entreprises en pointe nationales</b>	0,281*** (0,044)	0,364*** (0,054)	0,041 (0,026)	0,010 (0,024)
<b>Croissance de la PGF des entreprises en pointe nationales</b>			0,947*** (0,051)	0,920*** (0,049)
<b>Valeur retardée de l'écart de PGF entre les entreprises en pointe et les entreprises retardataires nationales</b>			0,560*** (0,077)	0,569*** (0,080)
<b>Croissance de la participation aux CVM</b>	0,079** (0,036)	0,199** (0,079)	0,068** (0,032)	0,203** (0,079)
<b>Observations</b>	642	642	642	642
<b>R2 ajusté</b>	0,224	0,334	0,727	0,736

Sources : CompNet, WIOD (2016) et calculs de la BCE.

Notes : Les erreurs-types robustes sont entre parenthèses, par grappe au niveau pays/secteur. Des effets fixes pays/secteur, une constante et des variables muettes pour les périodes de crise et postérieure à la crise sont incluses.

\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,10

**L'analyse paramétrique sur la base des données du Réseau de recherche sur la compétitivité (Competitiveness Research Network – CompNet) et de la dernière publication de la base de données WIOD pour neuf PECO sur dix années (2003-2012) fournit des éléments allant dans le sens de l'importance du transfert de technologie pour la croissance de la productivité globale des facteurs (PGF) dans les économies d'Europe centrale et orientale.** Premièrement, la croissance de la PGF des entreprises les plus productives dans les PECO, supposées participer directement aux CVM, est associée de façon positive et significative à la croissance de la PGF des entreprises en pointe de l'UE hors PECO opérant dans des secteurs impliqués dans la même chaîne de production (la « frontière des CVM »). Les deux premières colonnes du tableau A confirment non seulement l'importance de l'effet transfert, mais aussi celle de l'effet rattrapage (dont une approximation est donnée par la valeur retardée de l'écart de PGF par rapport à la frontière des CVM). Deuxièmement, la croissance de la PGF des entreprises retardataires dans les PECO est fondamentalement liée à la croissance de la PGF des entreprises nationales les plus productives participant aux CVM, plutôt qu'à la frontière des CVM (les deux dernières colonnes du tableau A). Par conséquent, les entreprises retardataires ne bénéficient qu'indirectement des transferts de technologie par le biais des CVM. Ces résultats confirment le processus de diffusion de la technologie en deux phases proposé par la littérature. De plus, le tableau A montre que les liens en amont sont plus importants pour les transferts de technologie que les liens en aval, les intrants de meilleure qualité étant mis à disposition des entreprises hôtes et générant des externalités positives.

**En conclusion, les transferts de technologie par le biais des CVM, en particulier via les liens en amont, constituent un des facteurs clés à l'origine des évolutions de la productivité dans les PECO.**

---

## 4 Conclusion

**La forte implication des pays de la zone euro dans les chaînes de production mondiales a des implications pour certains indicateurs macroéconomiques fondamentaux.** Il est donc essentiel de prendre en considération les chaînes de valeur mondiales lorsque l'on traite de certains concepts macroéconomiques. Plus particulièrement :

- Les mesures de la compétitivité qui prennent en compte les chaînes de valeur mondiales, telles que le TCER fondé sur la valeur ajoutée et sur les entrées-sorties, décrivent différents scénarios concernant les épisodes d'appréciation/dépréciation des devises par rapport aux TCER traditionnels.
- Même si les déplacements des chaînes de production ne constituent pas un déterminant majeur de l'évolution des parts de marché mondiales des pays de la zone euro, la prise en compte les chaînes de valeur mondiales permet de mieux comprendre les facteurs à l'origine de la compétitivité.
- L'évolution des chaînes de valeur mondiales a joué un rôle dans l'accélération puis dans le ralentissement de la dynamique de l'élasticité des échanges commerciaux à la demande mondiale au cours des dernières décennies. Dans la mesure où le degré élevé de réactivité des échanges commerciaux au revenu – qui a été enregistré avant la crise, sous l'effet également de l'expansion des chaînes de valeur mondiales – n'est plus observé pour l'avenir, une baisse de l'élasticité des échanges commerciaux au revenu pourrait être vue comme la « nouvelle normalité ».

**L'implication des entreprises et des secteurs dans les chaînes de production crée des interconnexions entre pays. Cela a une incidence sur l'analyse des retombées macroéconomiques :**

- Il existe de réelles répercussions *via* les liens entrées-sorties et certains secteurs sont susceptibles de jouer un rôle fondamental dans leur transmission. De plus, les chaînes de production constituent un canal pour le transfert technologique étranger et domestique vers les entreprises retardataires, qui s'opère par le biais de la technologie intégrée dans les produits intermédiaires importés.
- Enfin, les secteurs qui accroissent leur implication dans les chaînes de valeur mondiales tendent à embaucher une part plus importante de salariés hautement qualifiés et affichent des salaires systématiquement plus élevés quel que soit le niveau de qualification. En particulier, pour les secteurs situés

en aval dans la chaîne de valeur, le recours plus important à des intrants étrangers exerce un effet positif sur les salaires.

# Statistiques

## Table des matières

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

## Informations complémentaires

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

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

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

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

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

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

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

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

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

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

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

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

## Conventions utilisées dans les tableaux

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

# 1 Environnement extérieur

## 1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

	PIB <sup>1)</sup> (variations en pourcentage d'une période sur l'autre)						IPC (variations annuelles en pourcentage)						
	G20	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Pays de l'OCDE		États-Unis	Royaume-Uni (IPCH)	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro euro <sup>2)</sup> (IPCH)
							Total	Hors produits alimentaires et énergie					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	3,5	2,6	3,1	0,4	7,3	1,3	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,5	2,9	2,3	1,4	6,9	2,1	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,2	1,5	1,8	0,9	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	0,3	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	0,4	1,4	0,6	2,4	1,8	2,5	2,1	0,3	1,4	1,8
T2	1,0	0,8	0,3	0,7	1,8	0,7	2,1	1,8	1,9	2,7	0,4	1,4	1,5
T3	0,8	0,4	0,6	1,7	0,6	2,2	1,8	2,0	2,8	0,6	1,6	1,4	
2017 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.	—	—	—	—	—	—	2,3	1,8	2,2	3,0	0,7	1,6	1,5
Oct.	—	—	—	—	—	—	2,2	1,9	2,0	3,0	0,2	1,9	1,4
Nov. <sup>3)</sup>	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	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.

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

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

	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs)								Importations de marchandises <sup>1)</sup>			
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat <sup>2)</sup>		Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes	
	Mondial <sup>2)</sup>	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Secteur manufacturier	Services	Nouvelles commandes à l'exportation			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	53,3	54,9	54,1	51,8	51,9	56,0	52,7	53,5	51,8	—	—	—
2017 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.	53,2	54,8	54,1	51,7	51,4	56,7	52,8	53,4	51,6	—	—	—
Oct.	53,6	55,2	55,8	53,4	51,0	56,0	52,7	53,9	51,7	—	—	—
Nov.	53,2	54,5	54,9	52,2	51,6	57,5	53,6	53,1	52,2	—	—	—

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

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

2) Hors zone euro.

## 2 Évolutions financières

### 2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; valeurs moyennes sur la période)

	Zone euro <sup>1)</sup>					États-Unis		Japon	
	Dépôts à vue (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	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	
	Juillet	-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	
	Septembre	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,17	1,32	-0,03	
	Octobre	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,18	1,36	-0,04	
	Novembre	-0,35	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,43	-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 <sup>1), 2)</sup>					Zone euro <sup>1), 2)</sup>		États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro <sup>1), 2)</sup>				
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
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	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	
	Juillet	-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	
	Septembre	-0,76	-0,75	-0,70	-0,26	0,52	1,27	1,04	0,98	-0,73	-0,54	0,65	1,68	
	Octobre	-0,79	-0,79	-0,74	-0,32	0,44	1,23	0,95	0,87	-0,78	-0,60	0,55	1,61	
	Novembre	-0,78	-0,76	-0,70	-0,28	0,44	1,20	0,79	0,88	-0,73	-0,52	0,56	1,52	

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	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
	Juillet	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
	Oct.	391,7	3 614,7	791,0	267,8	724,9	306,3	190,2	636,2	501,1	290,1	330,9	895,9	2 557,0	21 267,5
	Nov.	391,7	3 601,4	802,3	269,2	727,7	315,4	188,3	640,6	508,6	294,8	317,3	854,9	2 593,6	22 525,1

Source: BCE.

## 2 Évolutions financières

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

	À vue	Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement						Indicateur composite du coût d'emprunt			
		Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :					TAEG <sup>3)</sup>	Par période de fixation initiale du taux				Taux variable et période ≤ 1 an	Taux > 1 an	Par période de fixation initiale du taux			TAEG <sup>3)</sup>			
			≤ 2 ans	> 2 ans	5				7	8	9	10		11	12	13	14				
		1	2	3	4																
2016	Novembre	0,08	0,49	0,43	0,78	6,39	16,73	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	16,69	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	0,76	6,34	16,64	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	0,77	6,38	16,69	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	16,70	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	0,72	6,34	16,70	4,83	5,58	5,97	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	5,08	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	16,82	4,68	5,74	6,19	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	0,05	0,45	0,35	0,75	6,24	16,80	5,32	5,89	6,34	2,35	1,75	2,00	1,92	1,94	2,21	1,91				
	Septembre	0,05	0,45	0,35	0,74	6,28	16,80	5,07	5,71	6,20	2,34	1,70	1,93	1,96	1,96	2,20	1,89				
	Octobre <sup>(p)</sup>	0,05	0,44	0,35	0,75	6,24	16,80	4,88	5,68	6,15	2,40	1,67	1,92	1,93	1,96	2,18	1,88				

Source: BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAEG).

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

	Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur composite du coût d'emprunt			
	À vue	D'une durée :				≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros						
		≤ 2 ans	> 2 ans	4		Taux variable et période ≤ 3 mois	5	6	7	Taux variable et période ≤ 3 mois	8	9	10	Taux variable et période ≤ 3 mois	11	12	13	
	1	2	3	4														
2016	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	1,30	1,62	1,57	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	1,71	1,67	1,27	1,43	1,56	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	0,05	0,10	0,36	2,44	2,49	2,70	2,41	1,74	1,78	1,78	1,24	1,43	1,59	1,74			
	Septembre	0,04	0,07	0,44	2,42	2,45	2,73	2,39	1,71	1,68	1,73	1,19	1,45	1,58	1,73			
	Octobre <sup>(p)</sup>	0,04	0,11	0,42	2,41	2,40	2,69	2,36	1,70	1,66	1,70	1,23	1,34	1,61	1,73			

Source: BCE.

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

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

## 2 Évolutions financières

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

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

	Encours								Émissions brutes <sup>1)</sup>								
	Total	IFM (y compris Euro- système)	Sociétés autres que les IFM				Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro- système)	Sociétés autres que les IFM				Administrations publiques		
			Sociétés finan- cières autres que les IFM	Véhi- cules finan- ciers	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale	Autres admini- stra- tions pu- bliques	Sociétés finan- cières autres que les IFM		Véhi- cules finan- ciers	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale	Autres admini- stra- tions pu- bliques				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	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	1 241	518	135	.	59	466	62	349	161	45	.	32	79	33			
2017	Mai	1 302	521	139	.	93	481	68	368	173	52	.	37	84	21		
	Juin	1 288	507	144	.	80	484	72	355	149	60	.	33	81	33		
	Juillet	1 289	514	146	.	86	477	66	383	177	54	.	43	77	32		
	Août	1 293	516	147	.	84	474	71	356	169	54	.	29	80	25		
	Septembre	1 299	530	145	.	81	478	65	371	162	61	.	38	82	29		
	Octobre	1 279	529	146	.	84	457	62	371	175	44	.	41	74	36		
	Long terme																
2014	15 128	4 048	3 160	.	993	6 285	643	225	65	48	.	16	86	10			
2015	15 246	3 784	3 287	.	1 056	6 481	637	216	68	46	.	13	81	9			
2016	15 397	3 695	3 233	.	1 186	6 643	641	220	62	53	.	18	79	8			
2017	Mai	15 423	3 626	3 245	.	1 140	6 779	634	281	68	90	.	18	101	4		
	Juin	15 406	3 620	3 216	.	1 144	6 788	638	230	62	50	.	24	84	9		
	Juillet	15 399	3 618	3 232	.	1 154	6 762	633	268	74	93	.	21	76	4		
	Août	15 326	3 592	3 173	.	1 150	6 777	633	127	29	35	.	3	54	5		
	Septembre	15 367	3 570	3 180	.	1 178	6 805	634	231	56	63	.	17	90	5		
	Octobre	15 347	3 587	3 147	.	1 184	6 789	640	236	78	42	.	21	85	10		

Source: BCE.

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

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

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

	Titres de créance								Actions cotées									
	Total	IFM (y compris Euro- système)	Sociétés autres que les IFM				Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM		Sociétés non financières					
			Sociétés finan- cières autres que les IFM	Véhi- cules finan- ciers	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale	Autres ad- ministra- tions publiques											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	Encours			
2014	16 448,6	4 590,6	3 291,0	.	1 051,3	6 822,7	693,0	6 016,4	591,3	850,5	4 574,6							
2015	16 514,6	4 301,6	3 433,5	.	1 117,8	6 959,3	702,4	6 813,1	584,3	984,0	5 244,9							
2016	16 637,7	4 213,1	3 368,1	.	1 245,0	7 108,2	703,4	7 089,5	537,6	1 097,9	5 454,0							
2017	Mai	16 724,9	4 146,3	3 384,1	.	1 232,3	7 260,3	701,9	7 845,6	631,3	1 151,9	6 062,4						
	Juin	16 693,4	4 127,4	3 360,0	.	1 223,7	7 272,4	709,9	7 694,5	640,5	1 151,7	5 902,4						
	Juillet	16 688,5	4 132,6	3 378,3	.	1 240,4	7 238,8	698,5	7 718,2	663,1	1 197,6	5 857,6						
	Août	16 618,5	4 108,3	3 320,5	.	1 234,3	7 250,5	704,7	7 638,4	630,8	1 174,6	5 833,0						
	Septembre	16 666,3	4 100,2	3 325,3	.	1 259,1	7 282,2	699,5	7 937,9	657,7	1 237,6	6 042,6						
	Octobre	16 625,3	4 115,8	3 293,3	.	1 267,5	7 246,3	702,2	8 169,9	649,6	1 299,6	6 220,6						
	Taux de croissance																	
2014	-0,6	-8,2	1,0	.	5,3	3,2	1,1	1,5	7,2	1,9	0,7							
2015	0,2	-7,0	5,7	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,2	1,6	0,6							
2016	0,3	-3,0	-1,7	.	7,5	2,1	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4							
2017	Mai	1,6	-2,0	2,9	.	8,1	2,2	0,1	0,8	5,9	1,1	0,2						
	Juin	1,5	-2,2	3,7	.	8,3	1,7	0,4	0,7	4,8	1,2	0,3						
	Juillet	1,8	-1,1	3,4	.	9,3	1,8	-0,9	0,8	6,1	1,4	0,1						
	Août	1,5	-1,5	1,9	.	9,1	2,0	-0,4	0,8	6,1	1,4	0,2						
	Septembre	1,3	-1,5	0,9	.	7,5	2,3	-0,4	0,9	6,1	2,0	0,2						
	Octobre	0,9	-0,9	-0,9	.	7,2	1,9	-0,4	0,9	6,0	2,8	0,1						

Source: BCE.

## 2 Évolutions financières

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

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

	TCE-19						TCE-38	
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM <sup>2)</sup> )	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8
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	93,2	93,7	-	-	-	114,5	92,4
2017 Juin	96,3	91,3	91,9	-	-	-	111,5	90,1
Juillet	97,6	92,4	93,0	-	-	-	113,4	91,5
Août	99,0	93,6	94,3	-	-	-	115,1	92,9
Septembre	99,0	93,6	94,0	-	-	-	115,1	92,8
Octobre	98,6	93,1	93,5	-	-	-	114,9	92,4
Novembre	98,5	93,1	93,3	-	-	-	115,1	92,6
variation en pourcentage par rapport au mois précédent								
2017 Novembre	-0,1	0,0	-0,2	-	-	-	0,2	0,2
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente								
2017 Novembre	4,2	3,9	3,0	-	-	-	5,0	4,0

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 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
Septembre	7,826	7,484	26,075	7,440	308,368	131,924	4,269	0,895	4,5992	9,533	1,147	1,191
Octobre	7,789	7,509	25,766	7,443	309,951	132,763	4,263	0,891	4,5895	9,614	1,155	1,176
Novembre	7,772	7,551	25,538	7,442	311,891	132,392	4,227	0,888	4,6347	9,848	1,164	1,174
variation en pourcentage par rapport au mois précédent												
2017 Novembre	-0,2	0,6	-0,9	0,0	0,6	-0,3	-0,8	-0,3	1,0	2,4	0,8	-0,2
2017 Novembre	5,2	0,4	-5,5	0,0	1,0	13,2	-3,7	2,2	2,8	0,0	8,2	8,7

Source: BCE.

## 2 Évolutions financières

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

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

	Total <sup>1)</sup>			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute	
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours (position extérieure)													
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	224,3	230,1	-5,7	98,3	79,6	74,6	97,5	-0,4	45,6	53,0	6,2	126,8
Flux													
2016	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	-
	T3	57,4	-104,0	161,5	-153,8	-165,0	175,1	19,4	-19,7	55,3	41,5	0,6	-
2017	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	-17,9	-61,0	43,1	-176,3	-186,0	65,8	52,0	-3,9	101,7	72,9	-5,2	-
	Août	54,9	17,0	37,9	10,9	18,9	68,6	-24,8	-7,9	-16,0	22,9	-0,7	-
	Septembre	20,4	-60,1	80,5	11,6	2,0	40,6	-7,8	-7,8	-30,4	-54,3	6,4	-
flux cumulés sur 12 mois													
2017	Septembre	991,5	624,7	366,9	186,8	144,1	545,1	173,0	16,7	241,9	307,6	1,0	-
2017	Septembre	9,0	5,7	3,3	1,7	1,3	4,9	1,6	0,2	2,2	2,8	0,0	-
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													

Source: BCE.

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

### 3 Activité économique

#### 3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	PIB											
		Demande intérieure									Solde extérieur <sup>1)</sup>		
		Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks <sup>2)</sup>	Total	Expor- tations <sup>1)</sup>	Impor- tations <sup>1)</sup>		
		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	10 515,1	10 030,3	5 754,3	2 168,9	2 078,1	1 016,2	637,9	418,4	29,0	484,8	4 847,0	4 362,2	
2016	10 788,8	10 310,0	5 891,6	2 218,8	2 189,3	1 051,8	674,3	457,7	10,3	478,8	4 935,9	4 457,1	
2016 T4	2 725,6	2 613,9	1 489,2	558,9	557,9	266,9	171,2	118,5	7,9	111,8	1 264,8	1 153,0	
2017 T1	2 747,6	2 630,1	1 504,9	562,1	559,8	272,7	171,6	114,2	3,2	117,5	1 297,6	1 180,2	
T2	2 778,6	2 660,8	1 515,5	564,9	573,3	277,4	175,8	118,8	7,0	117,8	1 307,8	1 190,0	
T3	2 804,9	2 681,3	1 522,4	567,6	581,2	279,3	180,7	119,9	10,1	123,6	1 320,2	1 196,7	
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 T4	0,6	0,7	0,5	0,3	1,0	1,2	1,6	-0,1	–	–	1,6	1,8	
2017 T1	0,6	0,2	0,5	0,2	-0,1	1,8	1,0	-5,9	–	–	1,3	0,4	
T2	0,7	1,0	0,5	0,3	2,2	0,3	1,5	7,8	–	–	1,0	1,7	
T3	0,6	0,6	0,3	0,2	1,1	0,1	2,9	0,6	–	–	1,2	1,1	
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 T4	1,9	2,3	1,9	1,6	4,5	2,6	3,4	11,1	–	–	3,8	4,8	
2017 T1	2,1	1,9	1,7	1,0	4,1	3,7	3,9	5,6	–	–	4,8	4,8	
T2	2,4	2,3	1,9	1,1	3,5	4,2	4,3	0,9	–	–	4,5	4,4	
T3	2,6	2,4	1,9	1,1	4,2	3,4	7,2	2,0	–	–	5,2	5,1	
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage													
2016 T4	0,6	0,7	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	–	–	
2017 T1	0,6	0,2	0,3	0,1	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,1	0,5	–	–	
T2	0,7	0,9	0,3	0,1	0,4	0,0	0,1	0,3	0,1	-0,2	–	–	
T3	0,6	0,5	0,2	0,0	0,2	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	–	–	
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 T4	1,9	2,2	1,0	0,3	0,9	0,3	0,2	0,4	-0,1	-0,3	–	–	
2017 T1	2,1	1,8	0,9	0,2	0,8	0,4	0,2	0,2	-0,1	0,2	–	–	
T2	2,4	2,2	1,1	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	0,2	0,2	–	–	
T3	2,6	2,3	1,1	0,2	0,9	0,3	0,4	0,1	0,2	0,3	–	–	

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	1 777,4	322,0	1 034,6
2015	9 443,2	153,8	1 899,9	468,7	1 782,7	433,1	464,2	1 073,0	1 025,7	1 811,4	330,6	1 072,0
2016	9 680,3	151,4	1 936,5	489,3	1 831,2	451,3	454,0	1 100,2	1 070,7	1 857,6	338,1	1 108,5
2016 T4	2 443,5	38,6	489,6	123,8	463,0	114,5	112,2	277,5	270,7	468,6	85,1	282,1
2017 T1	2 464,6	40,0	490,8	126,1	469,1	114,8	112,5	279,7	275,1	470,9	85,5	283,0
T2	2 492,1	39,8	498,0	128,0	475,7	116,4	112,5	282,1	278,9	474,4	86,2	286,6
T3	2 516,6	40,3	504,6	129,5	479,9	117,2	113,0	284,5	282,5	478,1	87,0	288,2
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 T4	0,6	-1,0	1,2	0,5	0,8	0,8	-0,4	0,3	0,8	0,4	0,2	1,0
2017 T1	0,7	1,9	0,0	1,5	1,1	1,0	-0,1	0,6	1,5	0,3	0,3	0,4
T2	0,7	-0,5	1,0	0,7	0,7	1,0	0,5	0,2	0,9	0,5	0,5	0,8
T3	0,7	-0,2	1,3	0,4	0,6	0,8	0,1	0,5	0,7	0,4	0,6	0,2
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	3,1	4,0	0,4	1,7	3,4	-0,1	0,7	2,8	0,9	1,1	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 T4	1,9	-2,7	2,6	1,7	2,1	3,6	-0,2	1,0	2,7	1,6	0,9	2,5
2017 T1	2,0	0,4	1,8	2,6	2,7	4,4	-0,6	1,2	3,5	1,3	1,0	2,6
T2	2,4	0,0	3,0	3,2	3,1	4,7	-0,1	1,2	3,1	1,5	1,2	2,8
T3	2,6	0,2	3,6	3,1	3,3	3,6	0,0	1,6	3,9	1,5	1,6	2,3
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage												
2016 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	0,7	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	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	—
T3	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	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 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	2,0	0,0	0,4	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,3	0,0	—
T2	2,4	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	—
T3	2,6	0,0	0,7	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,1	—

Sources: Eurostat et calculs de la BCE.

### 3 Activité économique

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

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique											Arts, spectacles et autres activités de services
		Salariés	Tra-vailleurs indépendants	Agri-culture, sylvicul-ture et pêche	Industrie manu-fac-turière, énergie et services publics	Con-struction	Commerce, transpor-t, héberge-ment et restaura-tion	Information et commu-nica-tion	Activités finan-cières et d'assu-rance	Activités immobi-lières	Activités spé-ciali-sées de ser-vices aux entre-prises et de soutien	Adminis-tration publique, ensei-gnement, santé et action sociale	12		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	13	13	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	0,0	1,3	1,4	-0,2	1,4	2,8	1,0	0,5		
2016	1,3	1,6	-0,3	-0,5	0,6	-0,2	1,7	2,4	0,0	1,9	2,8	1,3	1,1		
2016 T4	1,3	1,6	-0,1	0,1	0,6	0,4	1,7	2,6	0,0	2,6	2,8	1,3	0,5		
2017 T1	1,6	1,8	0,2	1,0	0,8	1,5	1,7	3,2	-0,5	1,9	3,2	1,2	1,1		
T2	1,6	2,0	-0,3	0,6	1,1	1,5	1,8	3,4	-0,8	2,0	3,3	1,1	1,8		
T3	1,7	2,0	-0,1	-0,2	1,3	2,2	2,0	3,1	-0,9	2,0	3,2	1,1	2,0		
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	0,9	2,4	-0,1	1,8	2,9	1,0	0,8		
2016	1,2	1,6	-0,1	-0,4	0,7	-0,1	1,6	1,9	0,6	2,1	2,8	1,0	0,9		
2016 T4	1,0	1,4	-0,3	-1,1	0,8	0,0	1,3	2,0	0,2	2,4	2,5	0,9	0,1		
2017 T1	1,3	1,7	-0,4	-0,6	1,0	1,6	1,3	2,9	-0,2	2,3	2,9	0,9	1,1		
T2	1,5	1,9	-0,2	-0,5	1,4	1,7	1,7	3,1	-1,4	1,8	2,8	1,0	1,7		
T3	1,8	2,2	0,0	-0,2	1,7	2,4	2,0	2,5	-0,8	2,0	3,1	1,0	2,3		
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 T4	-0,3	-0,2	-0,2	-1,1	0,2	-0,4	-0,4	-0,6	0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,3		
2017 T1	-0,3	-0,1	-0,6	-1,6	0,2	0,1	-0,4	-0,3	0,2	0,4	-0,3	-0,3	0,0		
T2	-0,1	-0,1	0,1	-1,1	0,3	0,2	0,0	-0,4	-0,6	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1		
T3	0,1	0,2	0,1	0,0	0,5	0,2	0,1	-0,6	0,2	0,0	-0,1	-0,1	0,3		

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 <sup>1)</sup>	Sous- emploi, % de la popu- lation active <sup>1)</sup>	Chômage												Taux de vacance d'em- ploi <sup>2)</sup>
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active <sup>1)</sup>	Par âge				Par sexe					
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes	Jeunes	Hommes	Femmes	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la popu- lation active
	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	18,635	11,6	6,1	15,212	10,4	3,423	23,8	9,932	11,5	8,703	11,8	1,4	
2015	160,600	4,6	17,451	10,9	5,6	14,300	9,8	3,152	22,3	9,260	10,7	8,191	11,0	1,5	
2016	161,877	4,3	16,230	10,0	5,0	13,280	9,0	2,951	20,9	8,473	9,7	7,757	10,4	1,7	
2016 T4	162,300	4,2	15,753	9,7	4,9	12,882	8,7	2,871	20,4	8,241	9,4	7,512	10,0	1,7	
2017 T1	161,635	4,3	15,385	9,5	4,8	12,636	8,5	2,750	19,6	7,977	9,1	7,409	9,9	1,9	
T2	162,214	4,2	14,845	9,1	4,5	12,147	8,2	2,698	19,1	7,698	8,8	7,147	9,5	1,9	
T3	.	.	14,561	9,0	.	11,891	8,0	2,670	18,8	7,554	8,6	7,006	9,3	1,9	
2017 Mai	–	–	14,869	9,2	–	12,162	8,2	2,708	19,2	7,710	8,8	7,159	9,5	–	
Juin	–	–	14,689	9,0	–	12,011	8,1	2,678	19,0	7,631	8,7	7,057	9,4	–	
Juillet	–	–	14,688	9,0	–	12,019	8,1	2,669	18,9	7,615	8,7	7,072	9,4	–	
Août	–	–	14,562	9,0	–	11,887	8,0	2,676	18,8	7,565	8,6	6,997	9,3	–	
Septembre	–	–	14,432	8,9	–	11,766	7,9	2,666	18,7	7,483	8,5	6,949	9,2	–	
Octobre	–	–	14,344	8,8	–	11,687	7,9	2,657	18,6	7,456	8,5	6,888	9,2	–	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données brutes.

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

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

	Production industrielle						Cons- truction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières				
	Total (hors construction)		Principaux secteurs industriels						Total	Produits alimen- taires, bois- sons, tabac	Produits non alimen- taires	Carburants					
	Industrie manu- facturière	Biens inter- médiaires	Biens d'équi- pement	Biens de consom- mation	Énergie	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
% 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	2,5	0,0	3,8				
2015	2,1	2,4	1,0	3,6	2,6	0,8	-0,9	3,6	2,7	1,8	3,3	2,3	8,8				
2016	1,5	1,6	1,9	1,7	1,2	0,2	2,2	0,3	1,5	1,3	1,7	1,8	7,2				
2016 T4	2,4	1,8	2,4	1,8	1,3	5,4	2,3	3,2	2,4	1,7	3,1	1,4	4,1				
2017 T1	1,3	1,3	2,2	1,3	-0,6	1,8	1,9	5,5	2,2	1,4	2,8	1,4	4,8				
T2	2,7	2,8	3,9	2,4	1,7	1,7	3,7	6,7	2,9	2,7	3,3	1,3	6,0				
T3	3,7	4,0	4,9	4,6	2,0	0,3	3,0	8,8	2,9	1,8	4,3	0,3	5,5				
2017 Mai	4,1	4,3	4,1	5,5	3,2	1,6	2,9	8,4	2,7	2,1	3,6	-0,1	7,1				
Juin	2,9	2,6	4,3	1,5	1,2	4,8	4,3	5,9	3,5	2,7	3,6	4,1	6,5				
Juillet	3,7	3,8	5,0	4,5	1,1	1,7	2,8	7,3	2,3	1,5	3,6	1,0	4,6				
Août	3,9	4,3	5,3	5,1	2,6	0,1	1,9	9,0	2,3	1,3	3,7	-0,2	6,9				
Septembre	3,4	3,9	4,6	4,4	2,3	-0,8	3,1	10,2	4,0	2,5	5,7	0,2	5,3				
Octobre	3,7	4,4	5,0	3,3	5,3	-2,2	.	.	0,4	0,2	0,6	0,3	5,9				
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)																	
2017 Mai	1,3	1,5	0,6	2,3	1,4	0,6	-0,1	2,5	0,4	-0,4	0,8	1,2	2,8				
Juin	-0,5	-0,8	0,0	-1,9	-0,4	0,9	0,1	-0,4	0,4	0,6	0,3	1,0	-1,8				
Juillet	0,3	0,5	0,6	1,0	0,5	-1,2	0,0	-0,7	0,0	-0,5	0,3	-0,5	-2,0				
Août	1,5	1,8	1,2	3,4	0,3	0,6	0,0	3,2	-0,2	0,0	0,0	-0,7	2,9				
Septembre	-0,5	-0,6	-0,5	-1,6	0,2	-0,5	0,1	0,7	0,8	1,0	0,5	-0,5	1,5				
Octobre	0,2	0,1	0,0	-0,3	0,2	0,1	.	.	-1,1	-1,3	-1,1	-0,1	-3,0				

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)

Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	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 de confiance dans l'industrie	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 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	83,5	-1,5	-2,2	2,9	14,9	89,9	57,4	58,0	55,3	56,0
2017 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	113,1	6,7	-	-1,2	-1,7	3,0	15,4	-	58,1	59,2	55,8	56,7
Octobre	114,1	8,0	83,8	-1,1	0,4	5,5	16,2	89,6	58,5	58,8	55,0	56,0
Novembre	114,6	8,2	-	0,1	1,6	4,2	16,3	-	60,1	61,0	56,2	57,5

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)

Taux d'épargne (brut) <sup>1)</sup>	Ménages							Sociétés non financières					
	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Valeur nette <sup>2)</sup>	Patrimoine immobilier	Participation aux bénéfices <sup>3)</sup>	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette <sup>4)</sup>	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Financement	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	12,7	94,4	1,0	1,9	1,3	2,7	1,0	32,5	4,6	132,4	2,9	7,1	1,6
2015	12,3	93,7	1,5	2,2	1,5	3,4	2,5	33,4	6,3	134,3	4,4	4,7	2,4
2016	12,1	93,3	1,9	1,9	5,5	4,3	4,4	33,4	7,7	134,3	3,9	6,2	1,9
2016 T3	12,2	93,4	1,5	2,2	5,8	4,1	4,0	33,5	7,7	133,6	4,0	6,3	1,9
T4	12,1	93,3	1,5	1,9	5,2	4,3	4,4	33,4	7,7	134,3	3,9	6,4	1,9
2017 T1	12,1	93,0	1,5	1,9	10,8	4,7	4,6	33,5	7,3	133,7	4,4	9,9	2,3
T2	12,1	93,1	1,4	1,9	5,5	4,9	4,9	33,3	6,7	132,9	4,2	8,6	2,2

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

### 3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital <sup>1)</sup>				
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires					
		Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
2016	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		
	T3	969,3	866,4	102,8	566,3	475,4	210,9	188,9	166,2	134,5	25,8	67,5	5,8	4,6		
2017	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	319,9	289,3	30,6	185,1	158,7	70,0	62,5	56,3	44,7	8,5	23,5	2,4	1,4		
	Août	323,2	288,7	34,5	187,4	158,1	70,0	62,8	56,9	46,5	8,9	21,3	1,7	1,3		
	Septembre	326,1	288,4	37,8	193,8	158,7	70,9	63,6	53,0	43,3	8,4	22,8	1,7	1,9		
							flux cumulés sur 12 mois									
2017	Septembre	3 834,9	3 488,5	346,4	2 232,7	1 890,7	824,2	762,2	669,7	576,3	108,2	259,3	29,6	49,1		
							flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB									
2017	Septembre	34,7	31,6	3,1	20,2	17,1	7,5	6,9	6,1	5,2	1,0	2,3	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 <sup>1)</sup>, valeurs et volumes par groupes de produits <sup>2)</sup>

(données cvs, sauf indication contraire)

	Total (données brutes)		Exportations (FAB)						Importations (CAF)								
	Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés	Total			Pour mémoire : produits manufacturés	Total			Pour mémoire : Pétrole			
			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation		Produits manufacturés	Pétrole					
	Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)																
2016	T4	2,3	2,5	525,4	245,2	109,4	157,4	440,1	462,7	257,5	75,7	119,7	336,5	50,1			
2017	T1	10,9	13,8	539,5	258,5	110,1	161,1	449,5	485,8	279,3	78,4	120,1	344,3	59,9			
	T2	5,3	9,7	545,1	257,1	112,4	163,0	455,5	486,2	275,5	79,5	123,4	352,0	52,1			
	T3	6,1	7,6	547,4				458,5	483,2				351,3				
2017	Avril	-1,7	4,4	180,0	85,5	36,7	53,7	149,7	161,6	92,0	26,9	40,2	116,5	17,9			
	Mai	13,7	18,1	184,1	86,9	38,5	55,4	154,5	165,3	93,9	26,7	42,2	119,7	17,6			
	Juin	4,2	6,7	181,0	84,6	37,3	53,9	151,3	159,3	89,7	25,9	41,0	115,9	16,6			
	Juillet	6,1	8,9	178,9	83,7	36,4	54,2	149,6	160,8	90,1	26,2	40,8	117,1	15,8			
	Août	6,8	8,8	183,2	86,2	37,9	55,5	153,9	162,2	91,3	27,0	41,1	119,1	15,9			
	Septembre	5,6	5,1	185,3				155,0	160,2				115,1				
	Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)																
2016	T4	1,6	1,0	120,5	118,2	119,4	124,9	120,1	110,1	109,2	108,3	112,0	112,8	104,4			
2017	T1	6,4	3,1	121,1	121,6	119,1	124,5	120,6	110,3	111,3	108,2	110,0	112,3	109,6			
	T2	1,5	2,0	122,6	121,5	121,7	125,7	122,1	112,5	112,9	110,3	114,3	115,4	104,4			
	T3																
2017	Mars	9,2	6,0	122,6	122,7	122,1	126,1	122,5	110,7	111,9	106,5	113,0	112,7	103,6			
	Avril	-6,0	-5,2	121,2	120,7	118,7	124,5	120,3	110,6	111,3	109,0	111,3	113,5	102,4			
	Mai	8,9	9,6	123,6	122,9	124,5	127,2	123,7	114,7	115,1	112,7	116,8	117,8	104,8			
	Juin	1,8	1,6	123,0	121,0	122,0	125,5	122,4	112,2	112,3	109,1	114,8	114,8	106,0			
	Juillet	3,6	3,4	121,5	119,5	118,3	126,5	120,9	113,2	113,1	109,9	113,6	115,6	101,3			
	Août	4,8	4,8	124,8	123,0	124,7	130,1	124,9	115,3	115,2	116,7	114,9	119,4	98,8			

Sources: BCE et Eurostat.

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

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

## 4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total				Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) <sup>2)</sup>						Pour mémoire : prix administrés			
	Indice : 2015 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Energie (données brutes)				
		1	2			3	4	5	6	7	8	9	10	
% 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	-0,3	0,1	2,4	0,3	0,8	0,3	0,3
2017 T1	101,0	1,8	0,8	2,3	1,1	0,7	0,3	2,0	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	1,4	1,2	1,4	1,5	0,2	0,6	0,4	0,1	-0,9	0,4	1,5	1,1	
2017 Juin	102,0	1,3	1,1	1,0	1,6	0,0	0,2	-0,4	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	0,3	0,0	-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	
Septembre	102,1	1,5	1,1	1,6	1,5	0,1	0,1	0,1	0,0	1,0	0,0	1,6	1,0	
Octobre	102,2	1,4	0,9	1,5	1,2	0,0	0,1	0,8	0,0	0,7	-0,2	1,4	1,1	
Novembre <sup>3)</sup>	102,3	1,5	0,9	—	1,2	0,2	0,2	0,0	0,0	1,5	0,0	—	—	

	Biens						Services						
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communications	Services de loisirs et personnels	Divers	
	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Total	Produits manufacturés hors énergie	Énergie	Loyers	21					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 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	
Septembre	1,9	2,0	1,5	1,4	0,5	3,9	1,3	1,2	2,1	-1,8	2,4	0,9	
Octobre	2,3	2,1	2,8	1,1	0,4	3,0	1,3	1,2	1,5	-1,8	2,1	0,4	
Novembre <sup>3)</sup>	2,2	2,1	2,4	—	0,4	4,7	—	—	—	—	—	—	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

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

## 4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production dans l'industrie hors construction <sup>1)</sup>										Construction	Prix de l'immobilier résidentiel <sup>2)</sup>	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commercial <sup>2)</sup>			
	Total (indice : 2010 = 100)	Total		Industrie hors construction et énergie					Énergie							
		Secteur manufacturier	Total	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation										
	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	0,4	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 T4	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,2	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	4,0	.			
T3	104,4	2,4	2,6	2,1	3,0	1,0	2,2	3,2	0,3	3,2	1,9	.	.			
2017 Mai	104,2	3,4	3,1	2,4	3,6	0,9	2,3	3,6	0,2	5,7	—	—	—			
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	2,2	2,0	2,7	1,0	2,2	3,2	0,2	1,9	—	—	—			
Août	104,3	2,5	2,7	2,2	2,9	1,0	2,2	3,2	0,3	3,4	—	—	—			
Septembre	104,8	2,8	2,9	2,2	3,3	1,0	2,2	3,1	0,3	4,3	—	—	—			
Octobre	105,2	2,5	2,5	2,3	3,5	0,9	1,8	2,4	0,2	3,1	—	—	—			

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](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) pour plus de détails).

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie (en euros)						
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Demande intérieure				Exportations <sup>1)</sup>	Importations <sup>1)</sup>		Pondération fondée sur les importations <sup>2)</sup>			Pondération fondée sur l'utilisation <sup>2)</sup>			
			Total	Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimentaires	Non alimentaires	Total	Alimentaires	Non alimentaires	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% du total										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
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	0,9	0,7	0,7	0,9	-0,2	0,2	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5	
2017 T1	107,4	0,7	1,5	1,5	1,0	1,3	2,5	4,5	50,8	18,3	5,9	33,2	13,0	0,1	32,4	
T2	107,8	1,1	1,4	1,4	1,0	1,3	2,3	3,2	45,6	6,8	-2,7	18,2	6,7	-2,4	19,9	
T3	108,2	1,3	1,4	1,3	1,0	1,3	1,7	1,8	44,0	1,7	-7,4	11,9	2,4	-5,8	13,0	
2017 Juin	—	—	—	—	—	—	—	—	41,7	2,3	-7,1	13,7	3,2	-4,8	15,1	
Mai	—	—	—	—	—	—	—	—	42,2	1,0	-6,1	8,9	2,0	-4,4	10,1	
Juillet	—	—	—	—	—	—	—	—	43,5	1,1	-9,0	12,3	1,0	-8,1	13,1	
Août	—	—	—	—	—	—	—	—	46,3	3,1	-7,2	14,7	4,1	-4,8	15,8	
Septembre	—	—	—	—	—	—	—	—	49,0	2,5	-6,2	12,0	5,2	-1,2	13,2	
Octobre	—	—	—	—	—	—	—	—	53,3	-2,6	-8,5	3,4	0,2	-3,8	4,9	
Novembre	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	

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

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

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

## 4 Prix et coûts

### 4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)					Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Évolution des prix à la consomma- tion sur les 12 derniers mois 5	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière 1	Commerce de détail 2	Services 3	Construction 4		Industrie manufacturière 6	Services 7	Industrie manufacturière 8	Services 9
1999-2013	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	6,8	3,2	10,5	60,4	55,7	54,4	51,4
2017 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
Septembre	10,5	6,1	8,0	4,3	11,5	64,0	56,3	55,2	51,8
Octobre	8,7	8,4	8,6	7,8	13,0	66,4	56,7	55,8	52,1
Novembre	11,1	7,5	8,2	7,9	14,7	69,4	56,9	56,8	52,1

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) 1	Total 2	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés <sup>1)</sup> 7
			Salaires et traitements 3	Cotisations sociales des employeurs 4	Économie marchande 5	Principalement économie non marchande 6	
% du total en 2012	100,0		100,0		74,6		69,3
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 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
T3	.	.	.	.	.	.	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](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) pour plus de détails).

## 4 Prix et coûts

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

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

	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Par activité économique										Arts, spectacles et autres activités de services
			Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufactu- rière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et resta- uration	Information et communi- cation	Activités financières et d'assu- rance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entre- prises et de soutien	Adminis-trac- tion publique, enseigne- ment, santé et action sociale		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Coûts unitaires de main-d'œuvre													
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	0,0	1,7	4,3	0,7	1,2	1,7	
2016 T4	106,1	0,8	3,6	-0,4	0,0	1,2	-0,3	2,3	4,9	0,9	1,1	1,6	
2017 T1	106,3	1,0	0,5	0,6	0,3	0,5	-0,4	1,9	4,3	1,8	1,4	1,6	
T2	106,5	0,9	1,3	-0,1	0,6	0,1	0,4	1,1	5,6	2,6	1,4	1,9	
T3	106,7	0,9	0,9	-0,5	1,0	0,6	1,6	0,1	3,6	2,1	1,1	1,2	
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	0,8	1,9	0,9	1,6	2,8	0,7	1,4	1,6	1,2	2,0	
2016	109,5	1,3	0,5	1,4	1,5	1,5	0,7	2,2	3,3	0,8	1,2	1,5	
2016 T4	110,3	1,4	0,7	1,6	1,3	1,6	0,7	2,1	3,4	0,9	1,4	2,0	
2017 T1	110,7	1,5	-0,2	1,6	1,4	1,4	0,8	1,8	3,6	2,1	1,6	1,6	
T2	111,1	1,7	0,7	1,7	2,3	1,4	1,6	1,7	4,8	2,4	1,8	1,4	
T3	111,6	1,7	1,3	1,8	1,9	1,9	2,1	1,1	3,1	2,8	1,6	0,7	
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	-0,1	0,5	
2016	103,7	0,5	-0,8	1,4	1,8	0,2	0,6	0,4	-0,9	0,1	0,0	-0,2	
2016 T4	104,0	0,6	-2,8	2,0	1,3	0,4	1,0	-0,2	-1,5	-0,1	0,3	0,4	
2017 T1	104,1	0,5	-0,7	0,9	1,1	0,9	1,2	-0,1	-0,6	0,3	0,1	-0,1	
T2	104,3	0,7	-0,6	1,9	1,7	1,3	1,2	0,6	-0,8	-0,2	0,3	-0,6	
T3	104,6	0,8	0,4	2,3	0,9	1,3	0,5	0,9	-0,4	0,6	0,4	-0,4	
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	1,6	1,8	0,7	0,6	1,2	1,3	1,8	
2016	111,4	1,3	-0,1	1,3	1,5	1,5	1,0	1,7	3,4	0,7	1,5	1,7	
2016 T4	112,2	1,6	1,3	1,4	1,6	1,9	1,3	2,1	4,2	1,0	1,8	2,4	
2017 T1	112,5	1,6	0,3	1,4	1,1	1,6	0,9	1,5	3,6	2,1	1,9	1,6	
T2	112,9	1,7	1,9	1,4	2,0	1,5	1,9	2,4	5,2	2,5	1,9	1,2	
T3	113,3	1,5	0,4	1,3	1,3	1,7	2,3	0,9	3,2	2,7	1,7	0,1	
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	0,9	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,2	
2016	105,8	0,6	-0,9	1,3	1,6	0,3	1,0	-0,2	-1,2	0,1	0,3	0,0	
2016 T4	106,2	0,9	-1,7	1,8	1,7	0,8	1,6	-0,4	-1,4	0,2	0,7	0,7	
2017 T1	106,2	0,7	0,9	0,8	1,0	1,4	1,5	-0,4	-1,1	0,6	0,4	-0,1	
T2	106,5	0,9	0,5	1,6	1,5	1,4	1,6	1,3	-0,6	0,2	0,5	-0,5	
T3	106,6	0,8	0,4	1,8	0,7	1,2	1,0	0,8	-0,4	0,7	0,5	-0,7	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

## 5 Monnaie et crédit

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

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Pensions	Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans	11	12	
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	6	7						
Encours												
2014	970,1	4 975,6	5 945,7	1 585,7	2 147,6	3 733,2	9 678,9	120,8	430,0	110,1	660,9	10 339,8
2015	1 037,7	5 575,8	6 613,5	1 444,1	2 159,7	3 603,8	10 217,2	74,5	485,1	75,6	635,2	10 852,4
2016	1 075,1	6 128,3	7 203,4	1 328,6	2 175,7	3 504,3	10 707,7	70,4	523,2	95,7	689,2	11 396,9
2016 T4	1 075,1	6 128,3	7 203,4	1 328,6	2 175,7	3 504,3	10 707,7	70,4	523,2	95,7	689,2	11 396,9
2017 T1	1 087,2	6 292,0	7 379,1	1 304,7	2 181,3	3 486,0	10 865,2	74,4	531,6	100,2	706,2	11 571,3
T2	1 094,9	6 424,8	7 519,7	1 258,0	2 194,2	3 452,2	10 971,9	68,2	513,7	80,1	662,1	11 634,0
T3	1 103,9	6 573,9	7 677,8	1 222,4	2 208,2	3 430,5	11 108,3	66,6	530,8	80,1	677,5	11 785,8
2017 Mai	1 092,5	6 374,4	7 466,9	1 267,6	2 190,1	3 457,7	10 924,6	71,9	519,6	83,3	674,8	11 599,4
Juin	1 094,9	6 424,8	7 519,7	1 258,0	2 194,2	3 452,2	10 971,9	68,2	513,7	80,1	662,1	11 634,0
Juillet	1 095,0	6 468,2	7 563,2	1 245,9	2 200,4	3 446,3	11 009,5	66,3	518,2	79,9	664,4	11 673,9
Août	1 099,6	6 528,0	7 627,6	1 239,0	2 205,0	3 444,0	11 071,6	70,5	521,0	76,9	668,4	11 740,0
Septembre	1 103,9	6 573,9	7 677,8	1 222,4	2 208,2	3 430,5	11 108,3	66,6	530,8	80,1	677,5	11 785,8
Octobre <sup>(p)</sup>	1 110,0	6 591,1	7 701,2	1 216,1	2 215,4	3 431,5	11 132,7	73,1	529,0	69,3	671,3	11 804,0
Flux												
2014	59,6	376,6	436,2	-88,4	3,7	-84,7	351,5	3,8	11,8	12,8	28,3	379,8
2015	66,5	566,9	633,3	-134,5	12,3	-122,2	511,2	-47,4	49,7	-27,2	-25,0	486,1
2016	37,5	542,0	579,5	-105,8	16,0	-89,8	489,7	-4,2	38,0	16,1	49,9	539,5
2016 T4	8,2	171,4	179,6	-53,4	4,0	-49,4	130,2	-7,6	20,6	3,2	16,2	146,4
2017 T1	12,1	166,4	178,5	-21,5	5,5	-16,0	162,5	4,1	8,5	4,0	16,5	179,0
T2	7,8	152,4	160,2	-37,1	12,5	-24,6	135,5	-5,6	-17,5	-18,4	-41,5	94,0
T3	9,0	157,8	166,8	-32,7	10,8	-22,0	144,8	-1,1	17,0	-0,2	15,7	160,6
2017 Mai	1,4	48,0	49,4	-9,2	5,1	-4,0	45,4	-0,1	0,1	0,6	0,6	46,0
Juin	2,5	54,2	56,7	-8,6	4,2	-4,5	52,2	-3,5	-5,7	-0,5	-9,7	42,5
Juillet	0,1	49,5	49,6	-10,0	3,0	-7,0	42,6	-1,6	4,3	1,5	4,2	46,8
Août	4,6	63,3	67,9	-5,9	4,6	-1,3	66,5	4,5	2,8	-5,5	1,8	68,4
Septembre	4,3	45,1	49,3	-16,8	3,2	-13,6	35,7	-3,9	9,9	3,7	9,7	45,4
Octobre <sup>(p)</sup>	6,2	14,3	20,5	-7,3	7,2	-0,1	20,4	6,4	-1,9	-13,0	-8,5	11,9
Taux de croissance												
2014	6,5	8,4	8,1	-5,2	0,2	-2,2	3,8	3,1	2,8	18,5	4,6	3,9
2015	6,8	11,3	10,6	-8,5	0,6	-3,3	5,3	-38,9	11,4	-25,4	-3,8	4,7
2016	3,6	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	21,0	7,8	5,0
2016 T4	3,6	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	21,0	7,8	5,0
2017 T1	3,7	9,9	8,9	-7,6	0,8	-2,5	5,0	-14,5	12,9	3,9	7,9	5,1
T2	3,8	10,5	9,5	-9,4	1,1	-3,0	5,2	-18,6	5,0	-14,0	-0,6	4,9
T3	3,5	10,9	9,8	-10,5	1,5	-3,2	5,4	-13,2	5,7	-12,9	1,0	5,2
2017 Mai	3,9	10,1	9,2	-8,5	1,0	-2,8	5,1	-17,1	7,1	-9,1	1,7	4,9
Juin	3,8	10,5	9,5	-9,4	1,1	-3,0	5,2	-18,6	5,0	-14,0	-0,6	4,9
Juillet	3,4	10,2	9,2	-9,9	1,2	-3,2	5,0	-18,5	4,3	-17,6	-1,7	4,6
Août	3,5	10,6	9,5	-9,2	1,4	-2,7	5,4	-11,3	6,2	-24,0	-0,4	5,0
Septembre	3,5	10,9	9,8	-10,5	1,5	-3,2	5,4	-13,2	5,7	-12,9	1,0	5,2
Octobre <sup>(p)</sup>	3,5	10,5	9,4	-9,9	1,8	-2,7	5,4	-0,4	3,7	-26,2	-0,7	5,0

Source: BCE.

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

## 5 Monnaie et crédit

### 5.2 Dépôts dans M3<sup>1)</sup>

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

	Sociétés non financières <sup>2)</sup>					Ménages <sup>3)</sup>					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension <sup>2)</sup>	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques <sup>4)</sup>
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2014	1 864,7	1 366,5	366,5	112,6	19,1	5 556,2	2 749,7	811,9	1 991,5	3,1	851,0	223,4	334,4
2015	1 953,2	1 503,9	323,6	117,4	8,3	5 750,7	3 060,7	695,0	1 992,3	2,7	957,9	226,6	365,5
2016	2 079,0	1 656,1	296,1	118,2	8,4	6 052,6	3 401,2	643,8	2 005,7	1,9	990,1	198,2	383,2
2016 T4	2 079,0	1 656,1	296,1	118,2	8,4	6 052,6	3 401,2	643,8	2 005,7	1,9	990,1	198,2	383,2
2017 T1	2 159,7	1 734,4	301,3	117,6	6,5	6 135,9	3 498,1	620,5	2 014,7	2,6	973,0	191,5	392,3
T2	2 187,9	1 769,1	293,5	118,9	6,4	6 187,6	3 560,6	599,2	2 025,5	2,3	970,1	196,5	403,1
T3	2 218,1	1 806,7	285,9	120,1	5,3	6 255,3	3 635,2	582,0	2 036,2	2,0	977,4	201,0	419,2
2017 Mai	2 174,1	1 755,0	294,1	118,8	6,2	6 171,9	3 540,9	605,8	2 022,6	2,6	961,7	196,1	400,2
Juin	2 187,9	1 769,1	293,5	118,9	6,4	6 187,6	3 560,6	599,2	2 025,5	2,3	970,1	196,5	403,1
Juillet	2 193,0	1 777,7	289,8	119,4	6,1	6 205,3	3 578,7	593,1	2 031,3	2,1	978,3	194,8	409,4
Août	2 205,8	1 793,1	286,9	120,0	5,7	6 231,9	3 607,3	588,4	2 034,2	2,0	988,5	199,2	417,1
Septembre	2 218,1	1 806,7	285,9	120,1	5,3	6 255,3	3 635,2	582,0	2 036,2	2,0	977,4	201,0	419,2
Octobre <sup>(p)</sup>	2 228,6	1 822,0	280,4	120,8	5,4	6 293,0	3 674,6	574,1	2 042,2	2,2	950,8	202,6	420,6
Flux													
2014	68,9	90,9	-26,2	1,4	2,7	140,7	208,8	-65,1	-1,2	-1,8	56,8	7,0	22,3
2015	85,1	124,3	-32,9	4,9	-11,2	194,7	303,8	-109,8	1,2	-0,4	88,3	-0,5	29,6
2016	127,9	151,8	-24,3	0,2	0,2	299,9	333,6	-46,5	13,7	-0,8	30,9	-29,6	18,8
2016 T4	9,8	30,6	-18,9	-1,0	-0,8	70,7	90,4	-23,4	4,6	-0,7	43,1	-7,9	-1,4
2017 T1	83,7	79,7	6,5	-0,7	-1,9	83,5	97,4	-23,6	8,9	0,7	-15,5	-6,4	9,2
T2	37,7	40,8	-4,8	1,7	0,0	54,9	65,7	-20,4	10,0	-0,3	13,6	5,3	10,6
T3	35,2	41,0	-6,0	1,3	-1,1	66,0	75,5	-16,8	7,6	-0,3	12,8	4,8	16,1
2017 Mai	16,4	15,7	-0,1	1,4	-0,6	19,0	22,0	-6,1	3,7	-0,5	8,7	-2,6	2,3
Juin	15,8	15,3	-0,2	0,5	0,2	16,4	20,6	-6,4	2,5	-0,3	10,7	0,3	2,9
Juillet	8,9	11,5	-2,8	0,5	-0,3	15,5	18,7	-5,7	2,7	-0,2	11,5	-1,5	6,4
Août	14,5	16,6	-2,4	0,6	-0,4	27,0	28,9	-4,7	2,9	0,0	12,6	4,6	7,7
Septembre	11,8	12,9	-0,9	0,2	-0,5	23,4	27,9	-6,4	2,0	-0,1	-11,4	1,7	2,0
Octobre <sup>(p)</sup>	8,8	13,9	-6,0	0,7	0,2	37,2	39,0	-8,0	6,0	0,2	-28,2	1,6	1,3
Taux de croissance													
2014	4,0	7,6	-6,5	1,3	15,3	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-36,3	7,1	3,7	7,4
2015	4,6	9,0	-9,2	4,4	-57,6	3,5	11,0	-13,6	0,1	-13,2	10,2	-0,2	8,8
2016	6,6	10,1	-7,6	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,9	3,2	-13,0	5,1
2016 T4	6,6	10,1	-7,6	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,9	3,2	-13,0	5,1
2017 T1	7,8	11,4	-5,5	-0,3	-32,6	5,3	11,4	-10,1	1,0	1,6	1,4	-13,0	4,2
T2	8,1	11,2	-4,3	0,4	-21,4	4,8	10,7	-12,4	1,3	-25,3	3,2	-6,2	6,1
T3	8,1	11,8	-7,4	1,1	-42,3	4,6	9,9	-12,6	1,6	-25,3	5,7	-2,0	8,9
2017 Mai	7,4	10,7	-5,8	0,5	-22,3	5,1	11,1	-11,7	1,3	-24,3	2,7	-9,5	5,2
Juin	8,1	11,2	-4,3	0,4	-21,4	4,8	10,7	-12,4	1,3	-25,3	3,2	-6,2	6,1
Juillet	7,6	10,7	-5,4	1,1	-25,2	4,5	10,1	-12,6	1,4	-29,9	4,4	-9,3	6,6
Août	8,1	11,3	-5,1	1,6	-32,2	4,5	9,9	-12,4	1,5	-28,8	6,4	-5,9	8,7
Septembre	8,1	11,8	-7,4	1,1	-42,3	4,6	9,9	-12,6	1,6	-25,3	5,7	-2,0	8,9
Octobre <sup>(p)</sup>	8,3	11,8	-7,2	1,7	-21,7	4,8	10,1	-12,9	1,8	-21,7	4,7	-1,5	7,6

Source: BCE.

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

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

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

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

## 5 Monnaie et crédit

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

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

	Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro									Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires	
	Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts						Titres de créance			
					Total	Prêts corrigés <sup>2)</sup>	Aux sociétés non financières <sup>3)</sup>	Aux ménages <sup>4)</sup>	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension <sup>3)</sup>	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Encours														
2014	3 613,5	1 136,1	2 475,2	12 509,1	10 454,5	10 724,6	4 317,2	5 201,5	806,6	129,2	1 282,2	772,5		
2015	3 901,3	1 113,5	2 785,4	12 599,8	10 509,6	10 805,0	4 290,2	5 308,7	787,1	123,8	1 307,8	782,4		
2016	4 393,6	1 083,3	3 297,1	12 839,2	10 669,8	10 977,6	4 312,7	5 409,7	834,6	112,7	1 385,4	784,0		
2016 T4	4 393,6	1 083,3	3 297,1	12 839,2	10 669,8	10 977,6	4 312,7	5 409,7	834,6	112,7	1 385,4	784,0		
2017 T1	4 434,5	1 071,6	3 348,8	12 967,5	10 751,7	11 045,5	4 332,0	5 456,6	850,3	112,9	1 423,2	792,6		
T2	4 463,9	1 064,5	3 385,2	12 963,9	10 729,7	11 046,9	4 299,9	5 485,1	832,1	112,7	1 437,8	796,3		
T3	4 548,3	1 050,5	3 483,7	13 016,4	10 783,7	11 101,9	4 303,0	5 524,1	844,8	111,9	1 438,8	793,9		
2017 Mai	4 475,9	1 066,4	3 395,1	12 977,5	10 747,8	11 060,1	4 338,9	5 472,8	824,5	111,6	1 437,6	792,1		
Juin	4 463,9	1 064,5	3 385,2	12 963,9	10 729,7	11 046,9	4 299,9	5 485,1	832,1	112,7	1 437,8	796,3		
Juillet	4 496,7	1 058,1	3 424,3	12 985,3	10 735,4	11 070,2	4 303,5	5 485,5	832,2	114,2	1 455,2	794,7		
Août	4 541,5	1 057,1	3 470,0	12 991,9	10 761,2	11 083,5	4 304,1	5 507,1	835,4	114,7	1 440,5	790,2		
Septembre	4 548,3	1 050,5	3 483,7	13 016,4	10 783,7	11 101,9	4 303,0	5 524,1	844,8	111,9	1 438,8	793,9		
Octobre <sup>(p)</sup>	4 557,9	1 044,8	3 499,3	13 070,6	10 837,4	11 154,3	4 330,0	5 534,4	860,9	112,1	1 433,0	800,2		
Flux														
2014	73,3	16,7	56,6	-99,8	-47,0	-32,8	-60,6	-14,6	16,3	11,8	-89,7	36,9		
2015	295,3	-21,0	316,0	83,0	55,9	77,0	-15,0	98,5	-22,0	-5,7	25,6	1,5		
2016	488,3	-34,6	522,8	316,4	233,6	258,0	81,7	119,5	43,6	-11,1	78,7	4,1		
2016 T4	152,6	-17,2	170,0	80,6	60,3	68,3	15,4	37,5	4,7	2,7	18,2	2,0		
2017 T1	77,4	-11,1	88,0	143,3	96,4	86,4	26,5	49,1	20,6	0,2	36,7	10,1		
T2	34,6	-5,2	39,8	57,3	26,1	48,3	-1,1	37,8	-10,5	0,0	19,4	11,8		
T3	88,7	-10,8	99,6	77,8	79,5	86,6	21,4	44,0	14,7	-0,7	2,1	-3,9		
2017 Mai	16,9	-3,2	20,0	29,3	15,2	24,5	8,5	9,3	-0,4	-2,2	13,9	0,2		
Juin	-8,5	-2,5	-5,8	28,3	11,6	15,8	-16,7	17,0	10,2	1,1	4,4	12,3		
Juillet	32,9	-6,0	38,8	34,1	18,2	37,0	11,7	1,6	3,4	1,5	18,1	-2,2		
Août	39,3	-1,3	40,5	18,5	34,2	22,4	5,3	23,7	4,7	0,6	-14,4	-1,2		
Septembre	16,5	-3,5	20,3	25,1	27,2	27,1	4,5	18,7	6,7	-2,8	-1,5	-0,5		
Octobre <sup>(p)</sup>	3,0	-5,7	8,9	47,5	53,3	53,3	27,2	11,1	14,8	0,2	-8,7	2,8		
Taux de croissance														
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	1,7	11,9	-6,6	4,6		
2015	8,2	-1,8	12,8	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,7	-4,4	2,0	0,2		
2016	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-9,0	6,0	0,5		
2016 T4	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-9,0	6,0	0,5		
2017 T1	10,9	-4,2	16,8	3,1	2,4	2,7	1,7	2,5	4,8	3,6	8,2	4,7		
T2	8,2	-3,8	12,6	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,7	8,4	7,2	6,4		
T3	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,5	2,7	1,5	3,1	3,6	2,0	5,6	2,6		
2017 Mai	9,6	-4,8	15,0	2,9	2,2	2,7	1,6	2,7	2,3	0,3	8,1	3,9		
Juin	8,2	-3,8	12,6	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,7	8,4	7,2	6,4		
Juillet	7,7	-4,1	11,9	3,0	2,2	2,6	1,2	2,9	3,4	3,6	7,5	5,6		
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		
Septembre	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,5	2,7	1,5	3,1	3,6	2,0	5,6	2,6		
Octobre <sup>(p)</sup>	7,4	-4,2	11,5	2,9	2,7	2,9	1,7	3,2	4,7	-1,6	4,4	2,8		

Source: BCE.

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

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

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

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

## 5 Monnaie et crédit

### 5.4 Prêts accordés par les IFM aux sociétés non financières et aux ménages de la zone euro<sup>1)</sup>

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

	Sociétés non financières <sup>2)</sup>				Ménages <sup>3)</sup>					
	Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consommation	Autres prêts	
	Prêts corrigés <sup>4)</sup>					Prêts corrigés <sup>4)</sup>				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2014	4 317,2	4 269,8	1 112,3	724,5	2 480,4	5 201,5	5 546,5	563,0	3 861,7	776,9
2015	4 290,2	4 272,8	1 043,1	761,8	2 485,2	5 308,7	5 641,5	595,4	3 949,4	763,9
2016	4 312,7	4 312,2	1 001,2	797,8	2 513,6	5 409,7	5 726,4	615,2	4 046,2	748,4
2016 T4	4 312,7	4 312,2	1 001,2	797,8	2 513,6	5 409,7	5 726,4	615,2	4 046,2	748,4
2017 T1	4 332,0	4 333,1	1 005,1	802,6	2 524,3	5 456,6	5 767,6	626,4	4 085,7	744,5
T2	4 299,9	4 314,1	988,8	798,6	2 512,5	5 485,1	5 797,5	635,0	4 112,9	737,1
T3	4 303,0	4 324,3	976,4	812,4	2 514,2	5 524,1	5 828,8	644,4	4 148,7	730,9
2017 Mai	4 338,9	4 345,7	1 000,4	804,3	2 534,2	5 472,8	5 790,8	634,8	4 097,0	741,0
Juin	4 299,9	4 314,1	988,8	798,6	2 512,5	5 485,1	5 797,5	635,0	4 112,9	737,1
Juillet	4 303,5	4 325,6	984,4	802,7	2 516,4	5 485,5	5 809,1	639,4	4 112,0	734,0
Août	4 304,1	4 325,9	980,9	804,9	2 518,2	5 507,1	5 818,8	642,5	4 132,0	732,6
Septembre	4 303,0	4 324,3	976,4	812,4	2 514,2	5 524,1	5 828,8	644,4	4 148,7	730,9
Octobre <sup>(p)</sup>	4 330,0	4 350,7	990,7	816,4	2 522,9	5 534,4	5 840,2	647,2	4 156,6	730,7
Flux										
2014	-60,6	-67,1	-14,1	2,5	-49,0	-14,6	6,0	-3,0	-2,9	-8,6
2015	-15,0	23,7	-62,1	31,9	15,2	98,5	77,0	21,8	80,2	-3,5
2016	81,7	98,6	-17,3	44,3	54,7	119,5	114,3	23,5	105,2	-9,2
2016 T4	15,4	29,7	-10,6	7,7	18,2	37,5	33,1	9,0	32,2	-3,7
2017 T1	26,5	31,4	6,2	6,4	14,0	49,1	43,4	11,1	38,9	-0,8
T2	-1,1	10,1	-2,8	2,1	-0,4	37,8	40,2	10,5	27,9	-0,6
T3	21,4	33,4	-6,1	17,1	10,4	44,0	35,9	10,9	36,7	-3,6
2017 Mai	8,5	9,2	4,4	1,1	3,1	9,3	15,5	6,5	2,3	0,5
Juin	-16,7	-9,7	-3,9	-2,3	-10,4	17,0	11,7	1,5	15,6	-0,1
Juillet	11,7	20,5	-1,1	5,8	7,0	1,6	12,7	4,8	-0,6	-2,6
Août	5,3	5,3	-1,5	3,4	3,4	23,7	11,9	3,6	20,4	-0,3
Septembre	4,5	7,5	-3,4	8,0	0,0	18,7	11,3	2,5	16,9	-0,7
Octobre <sup>(p)</sup>	27,2	27,6	14,2	4,3	8,7	11,1	12,5	3,1	7,9	0,1
Taux de croissance										
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,6	-5,6	4,4	0,6	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,7	5,8	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,2
2016 T4	1,9	2,3	-1,7	5,8	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,2
2017 T1	1,7	2,4	-2,7	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	6,0	3,3	-1,1
T3	1,5	2,4	-1,3	4,2	1,7	3,1	2,7	6,8	3,4	-1,2
2017 Mai	1,6	2,5	-2,6	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	6,0	3,3	-1,1
Juillet	1,2	2,3	-2,2	3,7	1,8	2,9	2,6	6,7	3,1	-1,4
Août	1,4	2,4	-1,8	3,8	1,9	3,1	2,7	6,7	3,3	-1,3
Septembre	1,5	2,4	-1,3	4,2	1,7	3,1	2,7	6,8	3,4	-1,2
Octobre <sup>(p)</sup>	1,7	2,9	-0,8	4,5	1,9	3,2	2,7	6,7	3,4	-1,0

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) 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<sup>1)</sup>

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

Dépôts de l'administration centrale <sup>2)</sup>	Passif des IFM						Actif des IFM			
	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro						Position extérieure nette	Autre		
	Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves			Total	Mises en pension auprès de contreparties centrales <sup>3)</sup>	Prises en pension de contreparties centrales <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Encours										
2014	269,6	7 132,9	2 186,3	92,4	2 392,6	2 461,5	1 386,3	233,4	184,5	139,7
2015	284,7	6 999,1	2 119,4	80,0	2 255,8	2 543,9	1 350,6	284,5	205,9	135,6
2016	314,4	6 923,8	2 054,1	70,9	2 146,7	2 652,2	1 136,9	265,4	205,9	121,6
2016 T4	314,4	6 923,8	2 054,1	70,9	2 146,7	2 652,2	1 136,9	265,4	205,9	121,6
2017 T1	308,2	6 881,1	2 031,7	69,3	2 106,5	2 673,6	1 104,0	254,7	183,1	111,8
T2	305,7	6 766,4	2 002,0	66,8	2 066,4	2 631,2	1 030,0	248,3	154,2	109,7
T3	365,3	6 700,4	1 977,1	61,5	2 016,2	2 645,7	1 023,9	262,9	140,6	85,4
2017 Mai	315,5	6 832,1	2 014,7	66,9	2 080,8	2 669,7	1 047,4	246,2	162,4	104,3
Juin	305,7	6 766,4	2 002,0	66,8	2 066,4	2 631,2	1 030,0	248,3	154,2	109,7
Juillet	324,7	6 722,5	1 991,0	63,3	2 052,9	2 615,3	1 042,3	196,8	128,1	76,4
Août	348,3	6 726,5	1 982,2	62,5	2 036,2	2 645,7	1 029,5	252,0	124,4	69,0
Septembre	365,3	6 700,4	1 977,1	61,5	2 016,2	2 645,7	1 023,9	262,9	140,6	85,4
Octobre <sup>(p)</sup>	341,7	6 697,9	1 961,3	60,8	2 013,3	2 662,5	968,3	246,8	154,2	109,5
Flux										
2014	-3,2	-170,8	-120,8	2,1	-160,1	108,0	238,5	-6,2	0,7	17,8
2015	8,9	-216,1	-106,3	-13,5	-215,4	119,0	-86,0	-13,3	21,4	-4,0
2016	26,7	-110,2	-70,2	-9,1	-110,5	79,6	-276,2	-72,5	12,8	-12,0
2016 T4	12,1	-6,1	-20,2	-2,2	-12,0	28,3	-42,9	-38,0	-0,2	-7,5
2017 T1	-7,5	-16,2	-16,3	-1,5	-27,3	28,9	-33,6	-31,9	-21,6	-9,1
T2	-2,6	-10,0	-22,1	-2,4	-2,6	17,1	-15,1	4,6	-28,9	-2,1
T3	65,0	-17,4	-22,0	-2,9	-29,7	37,2	24,3	17,5	-13,6	-24,3
2017 Mai	-15,3	9,2	-6,0	-2,4	9,4	8,1	-19,7	13,5	-13,0	0,6
Juin	-9,9	-10,2	-8,9	-0,1	-4,5	3,3	6,6	-3,8	-8,2	5,4
Juillet	19,1	-5,6	-8,9	-1,1	0,1	4,3	31,6	-38,4	-26,0	-33,3
Août	23,5	-0,2	-7,8	-0,8	-9,2	17,5	-13,6	47,5	-3,7	-7,5
Septembre	22,4	-11,5	-5,3	-1,0	-20,6	15,4	6,3	8,3	16,2	16,5
Octobre <sup>(p)</sup>	-23,5	-13,9	-16,6	-0,7	-8,9	12,3	-63,3	-12,8	13,6	24,0
Taux de croissance										
2014	-1,4	-2,3	-5,1	2,3	-6,3	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,8	4,8	-	-	11,6	-2,9
2016	9,4	-1,6	-3,3	-11,5	-4,9	3,0	-	-	6,3	-9,0
2016 T4	9,4	-1,6	-3,3	-11,5	-4,9	3,0	-	-	6,3	-9,0
2017 T1	-4,3	-1,1	-3,9	-10,1	-4,5	4,4	-	-	-20,8	-25,3
T2	-7,7	-1,1	-3,9	-10,9	-3,7	3,5	-	-	-30,7	-22,6
T3	22,1	-0,7	-3,9	-12,5	-3,4	4,3	-	-	-31,2	-33,4
2017 Mai	3,9	-1,2	-4,3	-11,6	-3,9	3,9	-	-	-23,4	-23,6
Juin	-7,7	-1,1	-3,9	-10,9	-3,7	3,5	-	-	-30,7	-22,6
Juillet	-2,4	-0,8	-4,0	-11,5	-2,8	3,5	-	-	-35,6	-39,5
Août	9,0	-0,8	-4,1	-11,8	-2,9	3,9	-	-	-38,2	-48,0
Septembre	22,1	-0,7	-3,9	-12,5	-3,4	4,3	-	-	-31,2	-33,4
Octobre <sup>(p)</sup>	8,6	-1,0	-4,6	-12,6	-3,6	4,1	-	-	-19,6	-17,6

Source: BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

## 6 Évolutions budgétaires

### 6.1 Déficit/excédeant

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Déficit (-)/excédent (+)					Pour mémoire : Déficit (-)/ excédent (+) primaire
	Total	Administrations centrales	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	
	1	2	3	4	5	
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						Dépenses en capital		
	Total	Recettes courantes			Recettes en capital	Total	Dépenses courantes				Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Prestations sociales	
		Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales nettes			8	9	10	11					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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			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
					5	6	7	8	9	10	11	12	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
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
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
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
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<sup>1)</sup>

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Variation du ratio dette/PIB <sup>2)</sup>	Déficit (-)/excédent (+) primaire	Ajustement dette-déficit									Écart croissance/taux d'intérêt	Pour mémoire : besoin de financement		
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers						Autres					
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement	Effets de valorisation et autres variations en volume						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
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<sup>1)</sup>

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

	Service de la dette dû dans l'année <sup>2)</sup>					Durée résiduelle moyenne en années <sup>3)</sup>	Rendements nominaux moyens <sup>4)</sup>									
	Total	Principal		Intérêts			Total	Encours				Opérations				
		2	Échéances ≤ 3 mois	4	5			7	8	9	Taux fixe		Émissions	Remboursements		
											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	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,8	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2			
2016 T3	14,4	12,7	4,0	1,7	0,4	6,8	2,6	1,3	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2			
T4	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2			
2017 T1	14,3	12,6	4,3	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1			
T2	14,3	12,6	4,4	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2			
2017 Mai	14,4	12,7	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,1	1,2			
Juin	14,3	12,6	4,4	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2			
Juillet	13,9	12,2	4,3	1,7	0,4	7,1	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	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			
Septembre	13,4	11,7	3,9	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1			
Octobre	13,2	11,6	3,8	1,7	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,2	1,2			

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	Finlande	
	10	11	12	13	14	15	16	17	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](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 13 décembre 2017.

ISSN 2363-3425 (PDF)  
Numéro de catalogue UE QB-BP-17-008-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général