

Bulletin économique

Numéro 8 / 2019

Sommaire

Évolutions économiques et monétaires	2
Vue d'ensemble	2
1 Environnement extérieur	6
2 Évolutions financières	15
3 Activité économique	21
4 Prix et coûts	26
5 Monnaie et crédit	32
6 Évolutions budgétaires	39
Encadrés	42
1 Les effets des relèvements des droits de douane dans le contexte des chaînes de valeur mondiales	42
2 La réaction du marché au système à deux paliers	49
3 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 31 juillet au 29 octobre 2019	53
4 Indicateurs relatifs à la situation sur le marché du travail dans la zone euro	60
5 Évolutions récentes des cotisations sociales et du salaire minimum dans la zone euro	65
6 Activités d'exportation des PME de la zone euro : les enseignements de l'enquête sur l'accès des entreprises au financement	70
7 Examen des projets de plans budgétaires pour 2020 – quelques implications pour une réforme de la gouvernance budgétaire	75
Articles	80
1 Que nous dit l'enquête sur la distribution du crédit bancaire sur les conditions de crédit pour les entreprises de la zone euro ?	80
2 Les effets des changements dans la composition de l'emploi sur la croissance des salaires dans la zone euro	97
3 La performance des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE depuis la crise financière	122
Statistiques	S1

Évolutions économiques et monétaires

Vue d'ensemble

Au terme de l'évaluation des perspectives économiques et d'inflation pour la zone euro, en tenant compte également des dernières projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion de politique monétaire du 12 décembre, de laisser inchangés les taux directeurs de la BCE et de réaffirmer sa *forward guidance* sur les taux directeurs, les achats nets d'actifs et les réinvestissements. Les informations disponibles depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, fin octobre, continuent d'indiquer des tensions modérées sur les prix et une croissance faible dans la zone euro, malgré des premiers signes de stabilisation du ralentissement de la croissance et d'une légère accélération de l'inflation sous-jacente, conformément aux anticipations antérieures. La poursuite de la croissance de l'emploi et l'augmentation des salaires continuent de soutenir la capacité de résistance de l'économie de la zone euro. Dans ce contexte général et à la lumière des perspectives actuelles d'une inflation faible, le Conseil des gouverneurs a rappelé la nécessité de maintenir une orientation très accommodante de la politique monétaire pendant une période prolongée afin d'affermir les tensions inflationnistes sous-jacentes et de soutenir l'inflation totale à moyen terme. De plus, les indications du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*) permettent un ajustement des conditions financières par rapport aux évolutions des perspectives d'inflation. En tout état de cause, le Conseil des gouverneurs continue de se tenir prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments de façon adéquate pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie.

Évaluation économique et monétaire au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs du 12 décembre 2019

La croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) s'est ralentie au premier semestre 2019, mais des signes de stabilisation ont commencé à apparaître vers la fin de l'année. L'atonie de la dynamique de croissance a été caractérisée par un ralentissement de la croissance du secteur manufacturier et de l'investissement, renforcé par l'accentuation de l'incertitude relative à la politique économique et de l'incertitude politique, en particulier dans le contexte d'une intensification des tensions commerciales et des évolutions liées au Brexit. Des données plus récentes font toutefois état d'une stabilisation de la croissance mondiale, comme le confirment également les données tirées d'enquêtes. En particulier, l'indice des directeurs d'achat (PMI) indique une reprise modérée de la croissance de la production manufacturière et un ralentissement dans le secteur des services. Au cours des prochains mois, la reprise de l'activité économique mondiale devrait être faible, reflétant un ralentissement de la croissance dans les économies

avancées et une reprise atone dans certaines économies émergentes. Le commerce mondial s'est modéré cette année et devrait augmenter à un rythme plus lent que l'activité mondiale à moyen terme. Les tensions inflationnistes mondiales demeurent contenues et la balance des risques pesant sur l'activité économique mondiale reste orientée négativement même si les risques s'atténuent.

Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs en septembre 2019, les taux sans risque à long terme de la zone euro ont augmenté et la courbe anticipée du taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) s'est déplacée vers le haut, les marchés n'anticipant pas actuellement de nouvelle réduction du taux de la facilité de dépôt. En phase avec une amélioration du sentiment à l'égard du risque au niveau mondial, les prix des actions ont augmenté dans la zone euro et les écarts de rendement des obligations d'entreprise se sont resserrés. Les rendements souverains à long terme de la zone euro reflètent également en grande partie la hausse des taux sans risque. Sur les marchés des changes, l'euro est resté globalement stable en termes pondérés des échanges commerciaux.

En glissement trimestriel, la croissance de 0,2 %, au troisième trimestre 2019, du PIB en volume de la zone euro a été confirmée, sans changement par rapport au trimestre précédent. L'atonie actuelle des échanges commerciaux dans un contexte d'incertitudes mondiales persistantes continue de peser sur le secteur manufacturier de la zone euro et freine la croissance de l'investissement. Dans le même temps, les données économiques et les résultats d'enquête les plus récents, s'ils restent globalement faibles, indiquent une certaine stabilisation du ralentissement de la croissance économique dans la zone euro. L'activité dans les secteurs des services et de la construction reste robuste, en dépit d'un certain affaiblissement au second semestre 2019. Dans la période à venir, l'expansion de la zone euro demeurera soutenue par les conditions de financement favorables, par de nouvelles créations d'emplois associées à une hausse des salaires, par l'orientation budgétaire légèrement expansionniste au sein de la zone euro et par la poursuite de la croissance, à un rythme un peu plus faible cependant, de l'activité mondiale.

Cette évaluation se reflète largement dans les projections macroéconomiques de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro. Ces projections tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 1,2 % en 2019, 1,1 % en 2020 et 1,4 % en 2021 et en 2022. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2019 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées légèrement à la baisse pour 2020. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro, liés aux facteurs géopolitiques, à la montée du protectionnisme et aux vulnérabilités sur les marchés émergents, demeurent orientés à la baisse, mais se sont légèrement atténués.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro est passée de 0,7 % en octobre 2019 à 1,0 % en novembre, en raison principalement d'une augmentation plus forte des prix des services et des produits alimentaires. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait s'accélérer légèrement pendant les prochains mois. Les indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation ressortent à des niveaux faibles.

Les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées globalement modérées, en dépit de certains signes d'une légère augmentation, conformément aux anticipations antérieures. Alors que les tensions sur les coûts de main-d'œuvre se sont accentuées dans un contexte de renforcement des tensions sur les marchés du travail, le fléchissement de la dynamique de la croissance retarde leur transmission à l'inflation. À moyen terme, l'inflation devrait s'accélérer, soutenue par les mesures de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, la poursuite de la croissance économique et une croissance vigoureuse des salaires.

Cette évaluation ressort également globalement des projections macroéconomiques de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 1,2 % en 2019, 1,1 % en 2020, 1,4 % en 2021 et 1,6 % en 2022.

Par comparaison avec les projections de septembre 2019 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de l'inflation mesurée par l'IPCH ont été revues légèrement à la hausse pour 2020 et légèrement à la baisse pour 2021, en raison principalement des prévisions relatives à la trajectoire future des prix de l'énergie. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'établir à 1,0 % en 2019, 1,3 % en 2020, 1,4 % en 2021 et 1,6 % en 2022.

En octobre 2019, la croissance annuelle de la monnaie au sens large est restée robuste, tandis que les prêts au secteur privé ont poursuivi leur redressement progressif. La croissance de la monnaie au sens large (M3) s'est établie à 5,6 % en octobre 2019, sans changement par rapport au mois précédent. Les taux de croissance soutenus de l'agrégat monétaire large ont traduit la poursuite de la création de crédit bancaire en faveur du secteur privé et la faiblesse des coûts d'opportunité de la détention de M3. Dans le même temps, les conditions favorables de financement et de prêt des banques ont continué de soutenir les flux de prêts et donc la croissance économique. Le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières a augmenté, passant de 3,6 % en septembre à 3,8 % en octobre. L'orientation accommodante de la politique monétaire du Conseil des gouverneurs contribuera à préserver des conditions très favorables d'octroi de crédits bancaires et continuera de soutenir l'accès au financement dans tous les secteurs économiques, en particulier pour les petites et moyennes entreprises.

L'orientation budgétaire générale dans la zone euro devrait rester légèrement expansionniste en 2020, soutenant ainsi l'activité économique. L'orientation devrait demeurer expansionniste en 2021 et se stabiliser en 2022, principalement sous l'effet d'un solde primaire en baisse mais toujours positif. Compte tenu du ralentissement économique, les gouvernements disposant d'une marge de manœuvre budgétaire devraient se tenir prêts à agir de manière efficace et rapide. Dans les pays où la dette publique est élevée, les gouvernements doivent poursuivre des politiques prudentes et atteindre les objectifs de solde structurel, créant ainsi les conditions permettant aux stabilisateurs automatiques de jouer librement. Tous les pays devraient intensifier leurs efforts vers une composition des finances publiques plus propice à la croissance.

Décisions de politique monétaire

Au terme de l'examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion de politique monétaire du 12 décembre, de laisser les taux directeurs de la BCE inchangés et de réitérer sa *forward guidance* sur les taux directeurs, sur les achats nets d'actifs et sur les réinvestissements.

- Premièrement, le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.
- Deuxièmement, après la reprise des achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) de la BCE à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros le 1^{er} novembre, le Conseil des gouverneurs prévoit d'y avoir recours aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants des taux d'intérêt directeurs de la BCE et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever ces taux.
- Troisièmement, le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

L'ensemble exhaustif de mesures de politique monétaire adopté en septembre par le Conseil des gouverneurs fournit un soutien monétaire substantiel, qui se traduit par des conditions de financement favorables pour tous les secteurs de l'économie. En particulier, l'assouplissement des conditions d'emprunt des entreprises et des ménages soutient la consommation privée et l'investissement des entreprises. Ces mesures favoriseront l'expansion de la zone euro, le renforcement en cours des tensions sur les prix domestiques et, partant, la convergence robuste de l'inflation vers l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Au cours des prochains mois, le Conseil des gouverneurs suivra attentivement l'évolution de l'inflation et l'incidence de la mise en œuvre des mesures de politique monétaire sur l'économie. Le Conseil des gouverneurs reste prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie.

1

Environnement extérieur

Alors que la croissance du PIB en volume au niveau mondial (hors zone euro) s'est ralentie au premier semestre 2019, les dernières données disponibles vont dans le sens d'une stabilisation au second semestre. La faible dynamique de croissance a été caractérisée par un ralentissement du secteur manufacturier et de l'investissement, qui a été renforcé par l'accentuation de l'incertitude relative à la politique économique et de l'incertitude politique, en particulier dans le contexte d'une intensification des tensions commerciales et des évolutions liées au Brexit. Des données plus récentes vont toutefois dans le sens d'une stabilisation de la croissance mondiale au troisième trimestre, comme le confirment également les données récentes tirées d'enquêtes. En particulier, l'indice des directeurs d'achat (PMI) fait état d'une reprise modérée de la croissance de la production dans le secteur manufacturier et d'un ralentissement dans le secteur des services. Au cours des prochains mois, la reprise de l'activité économique mondiale devrait être faible, reflétant un ralentissement de la croissance dans les économies avancées et une reprise atone dans les économies émergentes. Le commerce mondial s'est modéré cette année et devrait augmenter à un rythme plus lent que l'activité mondiale à moyen terme. Les tensions inflationnistes mondiales demeurent contenues, tandis que la balance des risques pesant sur l'activité économique mondiale reste orientée négativement, même si les risques s'atténuent.

Activité économique et échanges commerciaux à l'échelle mondiale

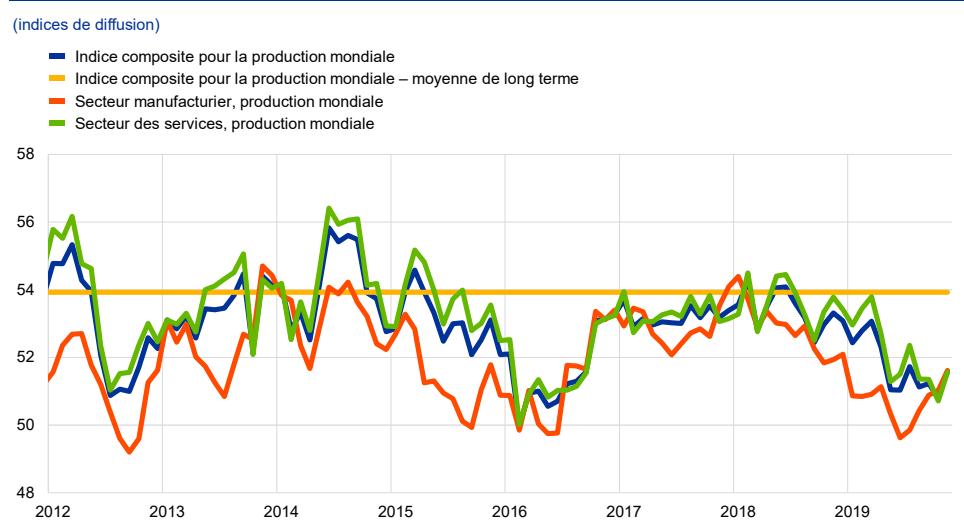
Alors que la croissance mondiale (hors zone euro) s'est ralentie au premier semestre 2019, des signes de stabilisation ont commencé à apparaître vers la fin de l'année. Après avoir atteint un pic mi-2018, la croissance mondiale est entrée dans une période de faiblesse qui s'est poursuivie au premier semestre 2019, marquant ainsi la période de croissance la plus faible depuis la crise financière mondiale. Le ralentissement a été caractérisé par une faiblesse à la fois de l'activité manufacturière et de l'investissement au niveau mondial, accentuée par une incertitude accrue relative à la politique économique, dans un contexte d'intensifications récurrentes des tensions commerciales¹ et d'évolutions liées au Brexit. Les données récentes font toutefois état d'une stabilisation de l'activité mondiale, bien qu'à des niveaux faibles. Le PIB en volume a continué d'augmenter régulièrement aux États-Unis et au Japon, tandis que la croissance de l'activité réelle a enregistré un rebond au Royaume-Uni. Aux États-Unis, au troisième trimestre, la vigueur du marché du travail et des dépenses de consommation ainsi que les conditions de financement favorables ont continué de soutenir la croissance, tandis qu'au Japon, la robustesse de la demande intérieure a été le principal moteur de la croissance. Au Royaume-Uni, la croissance a rebondi en liaison avec la vigueur inattendue des exportations nettes et la croissance solide de la consommation privée. En Chine, les données relatives au troisième trimestre ont confirmé le ralentissement progressif de l'activité, sous l'effet du fléchissement de l'investissement, tandis que la croissance s'est stabilisée dans les autres EME.

¹. Cf. l'encadré 1 pour une analyse des effets des droits de douane sur l'activité économique dans le contexte des chaînes de valeur mondiales.

Les indicateurs tirés d'enquêtes laissent penser que la stabilisation de l'activité mondiale s'est poursuivie au quatrième trimestre. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale hors zone euro est resté inchangé au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent, indiquant une stabilisation de l'activité mondiale. Les données disponibles pour octobre et novembre confirment une croissance régulière mais modérée du PIB mondial (hors zone euro) au quatrième trimestre. Au niveau sectoriel, depuis juillet/août, l'écart entre l'indice des directeurs d'achat pour la production mondiale dans le secteur manufacturier et celui relatif au secteur des services s'est progressivement réduit, indiquant une reprise graduelle de la croissance de la production manufacturière et un ralentissement de la croissance de la production dans les services.

Graphique 1

Indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale (hors zone euro)



Sources : Markit et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à novembre 2019. La « moyenne de long terme » fait référence à la période allant de janvier 1999 à novembre 2019. Les indices présentés dans le graphique se rapportent à l'agrégat mondial hors zone euro.

Les conditions financières mondiales se sont encore assouplies. Depuis la finalisation des projections macroéconomiques de septembre 2019 établies par les services de la BCE, les conditions financières se sont assouplies tant dans les économies avancées que dans les économies émergentes. Sur les marchés émergents, l'amélioration des conditions financières s'explique principalement par la baisse des rendements obligataires et la réduction des écarts de rendement. Les économies avancées, pour leur part, ont bénéficié d'une hausse des valorisations boursières (en particulier aux États-Unis et au Royaume-Uni) et du resserrement des écarts de rendement des obligations d'entreprise. Une atténuation des tensions commerciales, la diminution de l'incertitude liée au Brexit et la poursuite de l'assouplissement monétaire ont contribué à ces évolutions.

Pour les mois à venir, un redressement seulement modeste de la croissance mondiale est prévu, reflétant un ralentissement de la croissance dans les économies avancées et en Chine, qui est contrebalancé par une reprise modérée dans les EME. Les évolutions de la croissance mondiale sont déterminées

par trois facteurs principaux. Le ralentissement de la dynamique conjoncturelle dans la plupart des économies avancées et la transition progressive de la Chine vers une trajectoire de croissance plus faible pèsent sur la croissance mondiale. À l'inverse, un effet de base favorable lié à une stabilisation de l'activité dans les EME qui avaient subi une (sévère) récession contribuera à la reprise. Par rapport à l'exercice de projection macroéconomique de septembre 2019, les perspectives de croissance mondiale sont revues à la baisse sur l'horizon de projection, reflétant une reprise moins dynamique que prévu précédemment dans certaines EME, avec notamment une instabilité intérieure dans certaines d'entre elles (par exemple à Hong-Kong et au Chili).

Aux États-Unis, l'activité économique devrait rester solide à court terme et se ralentir à moyen terme. L'activité a enregistré une croissance de 2,1 % en termes annualisés au troisième trimestre 2019, globalement inchangée par rapport au deuxième trimestre. La robustesse du marché du travail, la résistance des dépenses de consommation et les conditions financières favorables sont restées les principaux moteurs de la croissance, tandis que l'investissement non résidentiel a continué de se contracter. La contribution des exportations nettes a été neutre, les importations et les exportations enregistrant toutes deux une faible croissance. La hausse annuelle des prix à la consommation s'est légèrement accélérée, ressortant à 1,8 % en octobre contre 1,7 % le mois précédent, en grande partie sous l'effet des évolutions des prix des produits alimentaires et de l'énergie. La hausse des prix à la consommation hors produits alimentaires et énergie s'est légèrement ralentie, s'établissant à 2,3 % en octobre. À moyen terme, la croissance devrait revenir progressivement au taux de croissance potentiel, qui est juste inférieur à 2 %, reflétant l'arrivée à maturité du cycle économique et des contraintes de capacité de plus en plus fortes, tandis que la hausse des prix à la consommation devrait rester supérieure à 2 %.

En Chine, l'activité économique continue de se ralentir progressivement.

Au troisième trimestre 2019, la croissance annuelle du PIB est revenue à 6,0 % contre 6,2 % au deuxième trimestre, en raison d'un moindre soutien des exportations nettes. L'investissement a surpris défavorablement et devrait rester atone, tandis que le conflit commercial avec les États-Unis continue de peser sur les échanges commerciaux. À plus long terme, la croissance devrait continuer de flétrir en 2020, sous l'effet du ralentissement des exportations et de la faiblesse de l'investissement, puis se redresser légèrement en 2021 et 2022, soutenu par les mesures prises par les autorités. Dans l'ensemble, la décélération de l'activité économique reflète les efforts de désendettement passés, qui visaient à contenir les risques financiers, l'accent mis par le gouvernement sur le rééquilibrage de l'économie au détriment de l'investissement et l'incidence des tensions commerciales actuelles avec les États-Unis. La mise en œuvre des réformes structurelles devrait se traduire par une transition ordonnée vers une trajectoire de croissance plus modérée et moins dépendante de l'investissement et des exportations.

L'activité économique est restée modérée au Japon et devrait croître

légerement à moyen terme. Le PIB en volume a augmenté de 0,4 % (en rythme trimestriel) au troisième trimestre 2019, contre 0,5 % le trimestre précédent.

La robustesse de la demande intérieure, soutenue par l'investissement privé non

résidentiel des entreprises et les dépenses réalisées par anticipation avant la hausse de la taxe sur la valeur ajoutée le 1^{er} octobre, a été contrebalancée par la faiblesse des exportations et les ajustements des stocks ainsi que par une correction après le résultat relativement robuste du deuxième trimestre (en partie en raison de la période de vacances prolongée pour célébrer la succession impériale). Même si la croissance devrait fléchir temporairement à la suite de la hausse de la taxe sur la valeur ajoutée et des catastrophes naturelles d'octobre, l'activité devrait progressivement renouer avec une trajectoire de croissance modérée, le Japon continuant de bénéficier de la politique monétaire très accommodante, de la robustesse du marché du travail et des préparatifs pour les Jeux Olympiques de Tokyo en 2020. L'annonce récente d'un important train de mesures de relance budgétaire par le gouvernement japonais – qui doit encore être approuvé par le parlement – devrait également soutenir la croissance à plus long terme. Dans le même temps, l'arrivée à maturité du cycle économique, dans un contexte de contraintes de main-d'œuvre et de capacités de plus en plus fortes, devrait freiner le rythme de la croissance.

Au Royaume-Uni, la croissance du PIB en volume s'est légèrement redressée au troisième trimestre, mais les perspectives demeurent moroses, en dépit d'une diminution du risque d'un Brexit sans accord. Après une contraction au deuxième trimestre (– 0,2 % en rythme trimestriel), le PIB en volume a augmenté de 0,3 % au troisième trimestre, dopé par la vigueur inattendue de la croissance des exportations nettes. La croissance de la consommation privée est restée solide (0,4 % en rythme trimestriel), reflétant une croissance plus forte des salaires réels en 2019, avec également la poursuite du soutien apporté par la consommation publique (0,3 % en rythme trimestriel), tandis que l'investissement et les stocks ont continué de freiner la croissance. L'incertitude liée au Brexit est demeurée élevée, limitant la croissance à court terme. Les perspectives de croissance à plus long terme continuent de dépendre fortement de la nature des éventuels accords commerciaux post-Brexit qui doivent encore être conclus entre le Royaume-Uni et l'UE. L'inflation s'est fortement ralentie au début du quatrième trimestre, la hausse annuelle de l'IPC du Royaume-Uni revenant à 1,5 % en octobre, après 1,8 % au troisième trimestre. Ce recul reflète l'impact de la baisse des prix du pétrole exprimés en livres sterling par rapport à l'année dernière, la baisse des prix à l'importation liée à l'appréciation de la livre sterling depuis septembre et une forte incidence baissière sur les prix de l'énergie au niveau domestique en raison de l'abaissement du plafond fixé par le régulateur pour les prix de l'énergie, mesure qui devrait prendre fin au printemps 2020.

La croissance du PIB en volume devrait demeurer vigoureuse dans les pays d'Europe centrale et orientale au cours de l'horizon de projection. L'activité économique a continué d'être soutenue par la vigueur des dépenses de consommation, confortée par les tensions sur les marchés du travail, tandis que l'investissement devrait se modérer dans le contexte d'une phase plus avancée du cycle des fonds de l'UE. Sur l'horizon de projection, la croissance devrait décélérer par rapport aux taux supérieurs au potentiel, tout en demeurant robuste.

L'activité économique dans les grands pays exportateurs de matières premières devrait légèrement rebondir par rapport à la faiblesse observée en 2019. En Russie, l'injection de pétrole contaminé dans un oléoduc d'exportation

d'importance majeure a provoqué des perturbations de grande ampleur, mais un rétablissement plus rapide que prévu de la production a permis des résultats meilleurs qu'attendu en termes de PIB et d'exportations au troisième trimestre 2019.

Pour l'avenir, les perspectives à moyen terme seront déterminées essentiellement par la mise en œuvre des politiques budgétaires et structurelles, par les évolutions sur le marché mondial du pétrole, en particulier l'engagement pris par le groupe des principaux producteurs de pétrole OPEP+ de maintenir des réductions de la production de pétrole, et par l'étendue du régime de sanctions internationales dans le cadre duquel opérera la Russie. Au Brésil, en dépit de quelques améliorations depuis début 2019, la croissance reste fragile en raison d'une situation budgétaire restrictive (avec notamment des gels des budgets), d'un environnement extérieur incertain (par exemple les tensions commerciales et les crises en Argentine et dans d'autres pays d'Amérique latine) et de chocs spécifiques (par exemple la rupture d'un barrage dans le pays). Alors que la réforme des retraites approuvée récemment a été essentielle pour doper la confiance, le degré de mise en œuvre des réformes budgétaires supplémentaires nécessaires influencera significativement la croissance à moyen et long terme.

En Turquie, la croissance devrait rester légèrement positive en 2019, avant de se redresser progressivement à moyen terme. Après la forte contraction du PIB au second semestre 2018, l'économie a enregistré un rebond au premier semestre 2019 grâce à la relance budgétaire intervenue avant les élections locales en mars, au renforcement de la consommation des ménages et des exportations nettes, tandis que l'investissement a continué de se contracter. La croissance devrait rester légèrement positive en 2019, en supposant que la consommation des ménages continue de faire preuve de résistance, tandis que l'environnement extérieur pourrait être un peu moins favorable. L'activité économique devrait s'accélérer progressivement vers la fin de l'horizon de projection.

Le commerce mondial a sensiblement diminué en 2019, dans un contexte d'intensifications récurrentes des tensions commerciales et de ralentissement de l'activité industrielle. Après une contraction au premier semestre 2019, les dernières données disponibles font état d'une stabilisation du commerce mondial pour le reste de l'année, à des niveaux toutefois très faibles. Dans les économies avancées, les échanges commerciaux ont retrouvé une croissance modérée au troisième et au quatrième trimestre 2019, soutenue par une normalisation des importations au Royaume-Uni (après la constitution exceptionnelle de stocks début 2019)² et un redressement des importations dans les pays d'Europe centrale et orientale appartenant à l'UE, après un ralentissement temporaire au deuxième trimestre. Dans les EME, les échanges commerciaux ont continué de se contracter au troisième trimestre en raison des facteurs défavorables affectant le commerce en Chine, du ralentissement économique en Inde et des turbulences politiques en Amérique latine, mais on observe des signes de stabilisation au quatrième trimestre. Selon les données du CPB, les importations mondiales de marchandises (zone euro

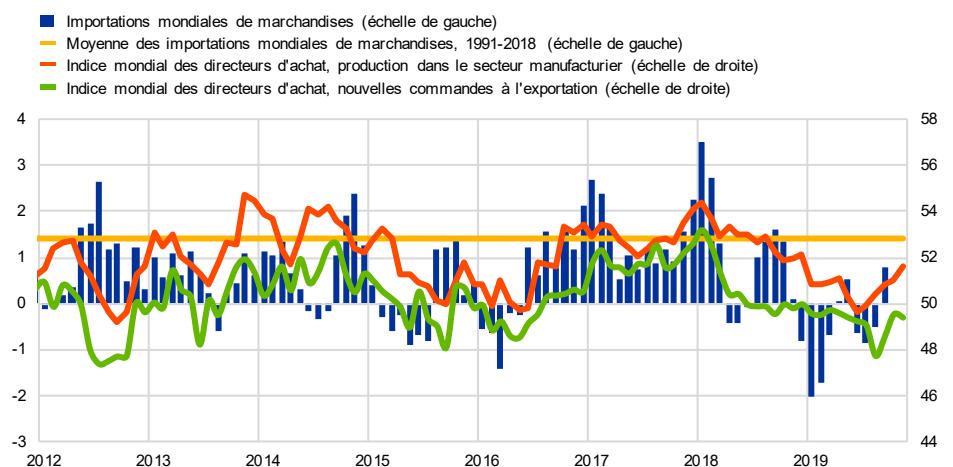
² Au premier trimestre 2019, les importations du Royaume-Uni ont augmenté d'environ 10 % en glissement trimestriel en raison de la constitution de stocks à l'approche de l'échéance initiale du Brexit fixée au 29 mars 2019. Au deuxième trimestre 2019, la réduction de ces stocks a entraîné une contraction de 13 % des importations.

exclue) ont augmenté de 0,8 % au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent, après trois trimestres consécutifs de contraction et malgré la forte baisse mensuelle de septembre (cf. graphique 2). Dans la mesure où les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux nouvelles commandes à l'exportation continuent de faire état d'une contraction, malgré une timide reprise, la faiblesse actuelle du commerce mondial devrait persister à court terme.

Graphique 2

Enquêtes et échanges internationaux de biens (hors zone euro)

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



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

Note : Les dernières observations se rapportent à novembre 2019 pour les indices des directeurs d'achat et à septembre 2019 pour les importations mondiales de marchandises. Les indices et les données se rapportent à l'agrégat mondial hors zone euro.

Les évolutions récentes de l'orientation de la politique commerciale des États-Unis ont fourni des signaux contrastés quant à une éventuelle dissipation des tensions commerciales. La reprise des négociations commerciales bilatérales entre les États-Unis et la Chine début octobre a ouvert la voie à la « Phase 1 » d'un accord commercial, suscitant des espoirs de désescalade du conflit commercial. Cependant, à la date d'arrêté du présent *Bulletin économique*, les négociations commerciales se poursuivaient sur fond de querelles politiques entre les deux pays et le flou subsistait sur la date de la signature d'un accord commercial³. Au vu de ces avancées, les États-Unis avaient reporté *sine die* leur relèvement des droits de douane du 15 octobre⁴. De plus, une décision américaine sur l'imposition ou non de droits de douane sur les importations d'automobiles (et de pièces détachées automobiles) en provenance de l'UE (initialement applicable mi-novembre) a été reportée. Les tensions commerciales se sont toutefois récemment accrues vis-à-vis d'autres pays. Début décembre, l'Administration américaine a menacé de rétablir des droits de douane sur les importations d'acier et d'aluminium en provenance

³ L'accord actuellement négocié doit concerner différents aspects de la relation entre les deux pays, mais les détails ne sont pas encore connus. D'après les informations disponibles, dans la Phase 1 de l'accord, la Chine s'engagera, entre autres, à accroître ses importations de produits agricoles américains (revenant globalement aux volumes d'importation antérieurs à l'imposition par la Chine des droits de douane sur les produits agricoles, soit environ 20 milliards de dollars par an), à accroître la transparence sur le marché des changes et à renforcer les dispositions protégeant la propriété intellectuelle.

⁴ Le relèvement des droits de douane du 15 octobre comporte une hausse de 5 points de pourcentage (de 25 % à 30 %) des droits de douane sur 250 milliards de dollars d'importations en provenance de Chine.

d'Argentine et du Brésil en réponse à leurs politiques de change. Dans le même temps, à la suite de la conclusion d'une enquête lancée par le représentant au commerce des États-Unis à propos de la taxe sur les services numériques adoptée par la France en 2019, les États-Unis ont menacé d'imposer des droits de douane sur les importations de certains produits français car cette taxe a été jugée discriminatoire envers les entreprises américaines. Si le volume global des échanges potentiellement affectés par ces droits de douane n'est pas important, ces récentes escalades ne sont pas de bon augure pour la dissipation éventuelle des tensions commerciales.

Les importations mondiales devraient augmenter progressivement à moyen terme, et croître à un rythme plus modéré que l'activité mondiale. La nouvelle escalade des tensions commerciales, dont les effets continueront d'être ressentis en 2020, conjuguée à une reprise plus graduelle que prévu dans les économies émergentes et au rééquilibrage structurel de l'économie chinoise, contribuera à retarder la reprise des échanges commerciaux. Par conséquent, l'élasticité des échanges commerciaux à l'activité économique devrait rester inférieure à la valeur unitaire sur l'horizon de projection. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance des importations mondiales (zone euro exclue) devrait nettement décélérer, revenant de 4,6 % en 2018 à 0,0 % en 2019, puis se redresser à 0,8 % en 2020, à 2,4 % en 2021 et à 2,7 % en 2022. La croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro, qui a été de 3,7 % l'an dernier, devrait se replier à 0,7 % en 2019, avant de remonter progressivement à 1,0 % en 2020, à 2,3 % en 2021 et à 2,6 % en 2022. Par rapport aux projections de septembre 2019 établies par les services de la BCE, la demande extérieure adressée à la zone euro a été révisée à la baisse de 0,3 point de pourcentage en 2019, de 0,9 point de pourcentage en 2020 et de 0,4 point de pourcentage en 2021. Outre l'incidence des droits de douane annoncés fin août et une détérioration des données, ces révisions reflètent aussi la faiblesse généralisée des importations dans les économies avancées et émergentes, en raison de perspectives de croissance modérées.

La balance des risques pesant sur l'activité mondiale demeure orientée à la baisse, mais les risques se sont légèrement atténués. Une nouvelle intensification des conflits commerciaux serait défavorable au commerce et à la croissance au niveau mondial et provoquerait des perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales. En outre, un scénario de Brexit « sans accord » pourrait avoir des répercussions plus négatives, notamment en Europe. Un ralentissement plus prononcé de l'économie chinoise pourrait être plus difficile à contrer par des mesures de relance efficaces et pourrait représenter un défi pour le processus de rééquilibrage en cours en Chine. La réévaluation sur les marchés financiers pourrait réduire l'appétence pour le risque dans le monde entier, tandis qu'une nouvelle aggravation des tensions géopolitiques pourrait également affecter défavorablement l'activité et les échanges commerciaux au niveau mondial. Les risques à la hausse ont trait à un redressement plus rapide du commerce mondial et à une résolution plus favorable des incertitudes politiques actuelles.

Évolutions des prix au niveau mondial

Les cours du pétrole ont augmenté dans un contexte d'amélioration du sentiment des marchés. Les inquiétudes relatives à la faiblesse de la demande mondiale de pétrole sont demeurées un déterminant majeur du marché jusqu'à la reprise des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine mi-octobre. Depuis, les prix du pétrole se sont redressés dans un contexte d'amélioration du sentiment du marché et ont également été soutenus par l'accord conclu par l'OPEP+ le 6 décembre pour mettre en œuvre des réductions plus importantes de la production.

Selon les projections macroéconomiques de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème, les prix du pétrole devraient baisser sur l'horizon de projection. En raison de la hausse des prix au comptant, la courbe des contrats à terme sur le pétrole s'est légèrement déplacée au-dessus de celle figurant dans les projections macroéconomiques de septembre 2019 établies par les services de la BCE, tandis que la pente est globalement inchangée. Par conséquent, les hypothèses de prix du pétrole qui sous-tendent les projections macroéconomiques de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème se situent – pour 2019, 2020 et 2021 – environ 2,1 %, 4,6 % et 2,1 % au-dessus des hypothèses sous-jacentes des projections macroéconomiques de septembre 2019 des services de la BCE. Depuis la date d'arrêté des données pour les projections de décembre, le prix du pétrole a continué d'augmenter, le prix du *Brent* s'établissant à 65,2 dollars le baril le 11 décembre.

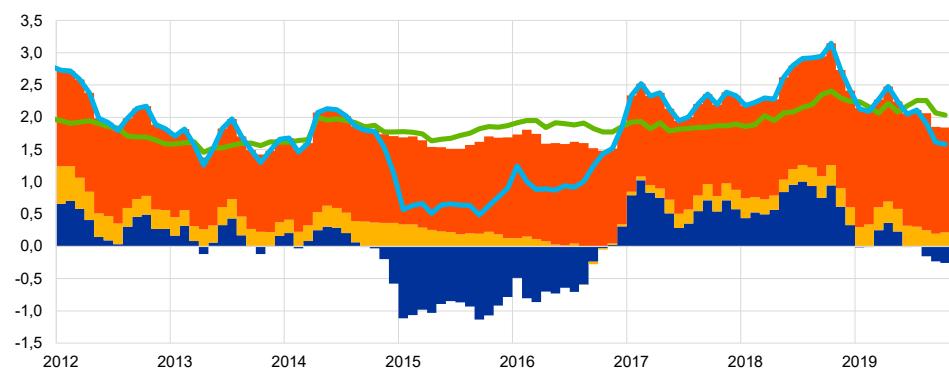
Les tensions inflationnistes mondiales restent modérées. Dans les pays appartenant à l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), la hausse annuelle des prix à la consommation s'est établie à 1,6 % en octobre 2019, sans changement par rapport au mois précédent. La variation des prix de l'énergie a continué de peser fortement sur l'inflation totale (poursuivant sa contraction, à – 3,0 % après – 2,7 % en septembre), tandis que la hausse des prix des produits alimentaires s'est légèrement accélérée, contrebalançant ainsi la baisse des prix de l'énergie. La hausse annuelle de l'IPC hors produits alimentaires et énergie a légèrement fléchi, à 2,0 % contre 2,1 % en septembre (cf. graphique 3). Les tensions inflationnistes restent modérées dans les principales économies avancées, en dépit de l'assouplissement de l'orientation de la politique monétaire et des tensions sur le marché du travail, qui ne parviennent pas à se répercuter pleinement sur les hausses des salaires. Dans l'ensemble, cela laisse penser que les tensions inflationnistes sous-jacentes devraient demeurer modérées dans un avenir prévisible.

Graphique 3

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

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

- Contribution de l'énergie
- Contribution des produits alimentaires
- Contribution de l'ensemble des rubriques hors produits alimentaires et énergie
- Inflation hors produits alimentaires et énergie
- Inflation toutes rubriques confondues



Sources : OCDE et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à octobre 2019.

Pour l'avenir, les tensions inflationnistes mondiales devraient demeurer contenues. La croissance des prix à l'exportation (en monnaie nationale) des concurrents de la zone euro devrait globalement se stabiliser à moyen terme, dans la mesure où la contribution de la pente négative de la courbe des contrats à terme sur le pétrole devrait être globalement compensée par la dépréciation de l'euro sur l'horizon de projection.

2 Évolutions financières

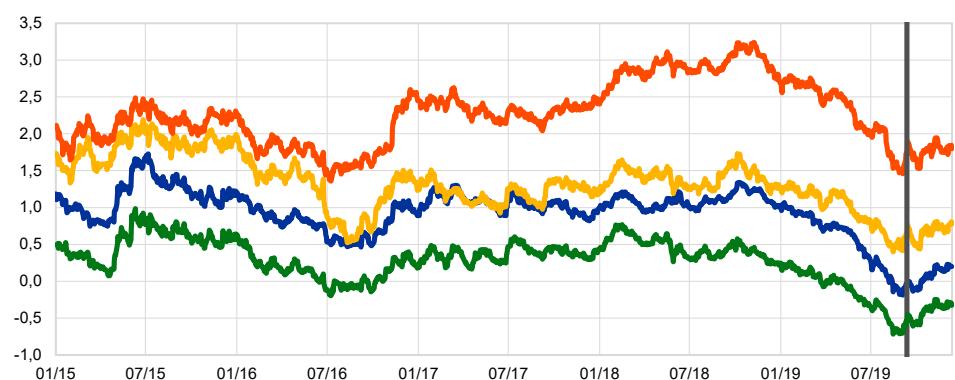
Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre 2019, les taux sans risque à long terme de la zone euro ont augmenté et la courbe anticipée du taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) s'est déplacée vers le haut, les marchés n'anticipant pas actuellement de nouvelle réduction du taux de la facilité de dépôt. En phase avec une amélioration du sentiment à l'égard du risque au niveau mondial, les prix des actions ont augmenté et les écarts de rendement des obligations d'entreprise se sont resserrés dans la zone euro. Les rendements souverains de la zone euro reflétant en grande partie la hausse des taux sans risque, les écarts de rendement souverains ont présenté peu de variations ; seul le spread de l'Italie a nettement augmenté, principalement sous l'effet de tensions politiques intérieures. Sur les marchés des changes, l'euro est demeuré globalement stable en termes pondérés des échanges commerciaux.

Les rendements souverains à long terme ont augmenté dans l'ensemble de la zone euro, indiquant un retournement par rapport à la tendance baissière observée de fin 2018 à août 2019 (cf. graphique 4). Au cours de la période sous revue (du 12 septembre au 11 décembre 2019), le rendement pondéré par le PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro a augmenté de 25 points de base, pour s'établir à 0,20 %, les taux sans risque ayant augmenté dans un contexte d'amélioration du sentiment à l'égard du risque et d'apparition des premiers signes de stabilisation des perspectives macroéconomiques. Au Royaume-Uni, le rendement des obligations souveraines à dix ans a également augmenté au cours de la période sous revue, ressortant à 0,78 % environ, tandis que le rendement équivalent aux États-Unis est resté à peu près inchangé, à 1,79 %.

Graphique 4
Rendements des obligations souveraines à dix ans

(en pourcentage annuel)

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



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : Données quotidiennes. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (12 septembre 2019). Les dernières observations se rapportent au 11 décembre 2019.

Les rendements des obligations souveraines de la zone euro ont reflété en grande partie la hausse du taux OIS sans risque au cours de la période sous

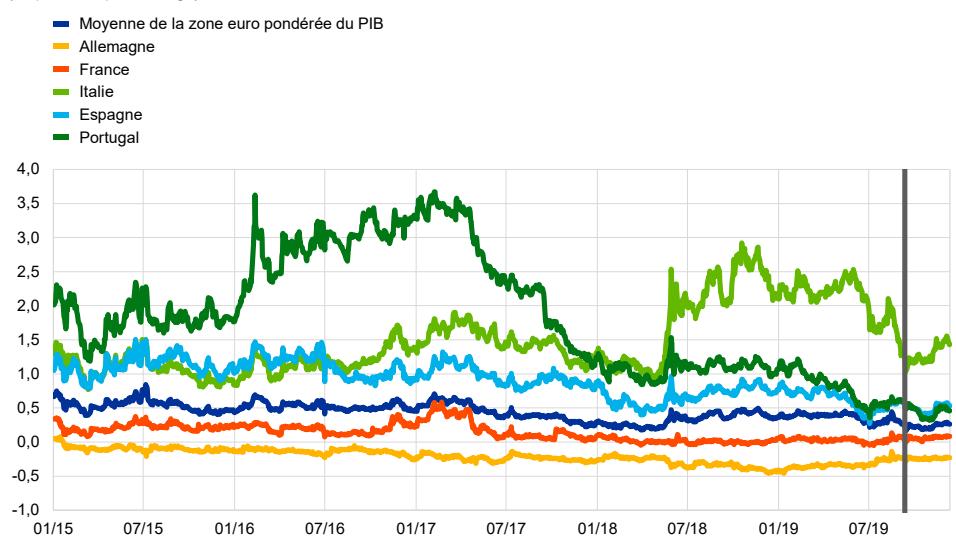
revue, si bien que la majorité des écarts par rapport à ce taux, excepté celui de l'Italie, sont demeurés globalement inchangés (cf. graphique 5).

Une augmentation importante, de 27 points de base, à 1,43 point de pourcentage, a été observée pour l'écart de rendement des obligations souveraines à dix ans italiennes, ce qui reflète essentiellement un accroissement des tensions politiques intérieures et n'a donc pas eu d'effets de contagion sur les autres pays de la zone euro. Les *spreads* équivalents pour l'Allemagne et le Portugal se sont resserrés de 3 points de base et 4 points de base, respectivement, à -0,23 et 0,46 point de pourcentage, tandis que ceux de l'Espagne et de la France se sont creusés de 7 points de base et 1 point de base, à 0,53 et 0,09 point de pourcentage, respectivement. Globalement, l'écart de rendement pondéré du PIB pour la zone euro a augmenté de 6 points de base, ressortant à 0,27 point de pourcentage.

Graphique 5

Écarts de rendement des obligations souveraines à dix ans de la zone euro vis-à-vis du taux OIS

(en points de pourcentage)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : L'écart de rendement est calculé en soustrayant le taux OIS à dix ans du rendement des obligations souveraines à dix ans. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (12 septembre 2019). Les dernières observations se rapportent au 11 décembre 2019.

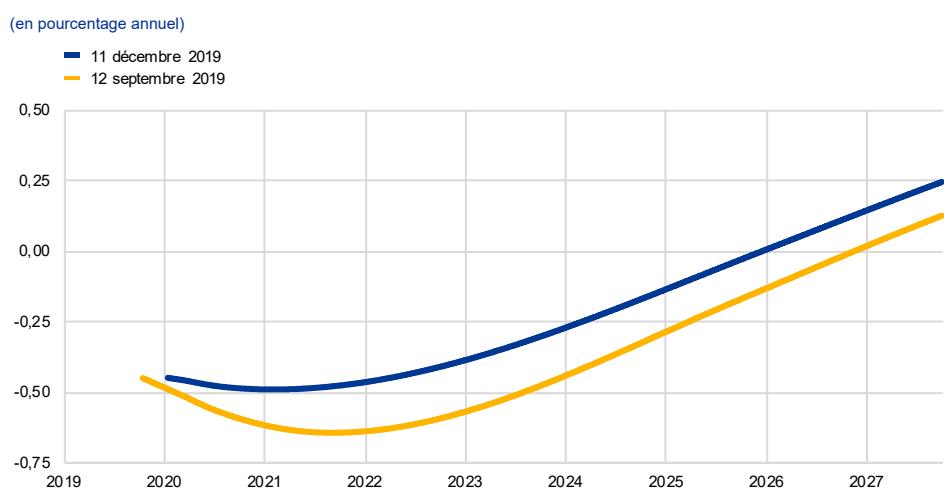
Au cours de la période sous revue, l'Eonia et le nouveau taux de référence à court terme de l'euro (€STR) sont ressortis en moyenne à - 45 et - 54 points de base, respectivement. Les deux taux sont inférieurs d'environ 10 points de base aux niveaux moyens enregistrés en août 2019, reflétant la réduction du taux de la facilité de dépôt qui a pris effet le 18 septembre 2019. La méthodologie de calcul de l'Eonia a changé le 2 octobre 2019 ; ce taux correspond désormais à l'€STR majoré d'un *spread* fixe de 8,5 points de base⁵. Au cours de la période sous revue, l'excédent de liquidité a augmenté d'approximativement 41 milliards d'euros à 1 800 milliards environ, reflétant principalement une diminution des facteurs autonomes d'absorption de la liquidité et la reprise des achats nets d'actifs de l'Eurosystème le 1^{er} novembre 2019.

⁵ Cf. l'encadré intitulé « [Adieu Eonia, bienvenue à €STR !](#) » Bulletin économique, n° 7, BCE, 2019.

La courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est nettement déplacée vers le haut, indiquant que les marchés n'anticipent plus de nouvelle réduction du taux de la facilité de dépôt (cf. graphique 6). Ayant presque entièrement perdu sa structure inversée au cours de la période sous revue, la courbe atteint un point bas de quelque – 0,49 % fin 2020 – début 2021, soit juste quelques points de base au-dessous du niveau actuel de l'Eonia. L'atténuation de l'inversion de la courbe des taux anticipés de l'Eonia indique que les marchés n'anticipent plus de nouvelle réduction du taux de la facilité de dépôt. Dans l'ensemble, la courbe demeure inférieure à zéro pour les horizons allant jusqu'à 2025, reflétant la poursuite des anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux d'intérêt négatifs.

Graphique 6

Taux anticipés de l'Eonia



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Les indices boursiers larges de la zone euro ont augmenté dans un contexte d'amélioration du sentiment à l'égard du risque au niveau mondial (cf. graphique 7). Au cours de la période sous revue, les prix des actions des sociétés financières et non financières (SNF) de la zone euro ont augmenté de 6,6 % et 3,0 %, respectivement. L'effet négatif sur les prix des actions découlant de la hausse des taux sans risque et de la légère baisse des anticipations de bénéfices à long terme a été largement contrebalancé par une réduction de la prime de risque sur actions, ce qui peut refléter en partie une atténuation des tensions commerciales au niveau mondial et les premiers signes d'une stabilisation des perspectives macroéconomiques.

Graphique 7

Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

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

- 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 (12 septembre 2019). Les dernières observations se rapportent au 11 décembre 2019.

Les écarts de rendement des obligations des sociétés financières et non financières dans la zone euro ont diminué au cours de la période sous revue (cf. graphique 8). L'amélioration du sentiment à l'égard du risque au niveau mondial s'avérant favorable aux actifs risqués de manière générale, les hausses des prix des actions se sont reflétées dans un resserrement des écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises dans la zone euro. Les écarts de rendement des obligations les mieux notées émises par les SNF et le secteur financier par rapport au taux sans risque ont diminué de 11 et 13 points de base, respectivement, au cours de la période sous revue pour s'établir à 61 et 73 points de base.

La diminution des écarts de rendement ne reflète pas d'évolutions des fondamentaux du crédit, mesurés par les notations et les estimations de probabilité de défaut, qui sont demeurés globalement inchangés. Dans l'ensemble, bien que les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises soient actuellement supérieurs aux points bas atteints début 2018, ils restent nettement inférieurs aux niveaux observés en mars 2016, avant l'annonce puis le lancement du programme d'achats de titres du secteur des entreprises.

Graphique 8

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

(en points de base)

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



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

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (12 septembre 2019). Les dernières observations se rapportent au 11 décembre 2019.

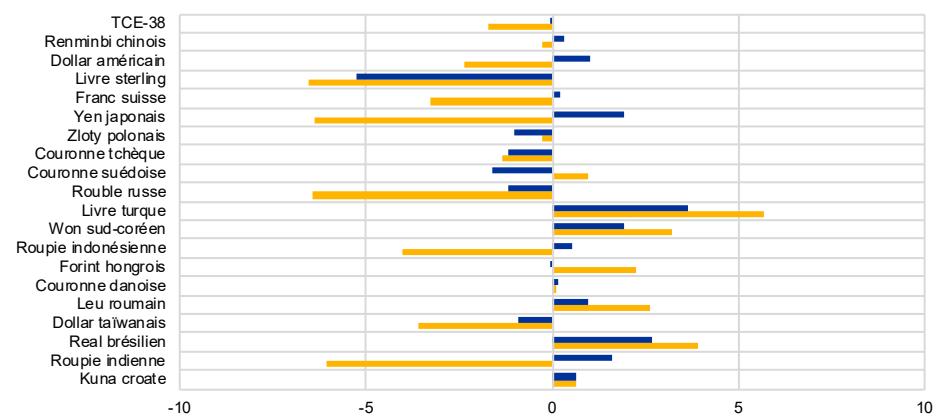
Sur les marchés des changes, l'euro est demeuré globalement stable en termes pondérés des échanges commerciaux (cf. graphique 9), certains taux de change bilatéraux évoluant en sens opposé. Le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est déprécié de 0,1 % au cours de la période sous revue. L'euro s'est renforcé vis-à-vis des principales devises, notamment du dollar américain (de 1,0 %), du renminbi chinois (de 0,3 %), du yen japonais (de 1,9 %) et du franc suisse (de 0,2 %). L'euro s'est également apprécié face aux devises du Brésil, de l'Inde et de la Turquie. Ces évolutions ont été contrebalancées principalement par un repli de l'euro de 5,3 % face à la livre sterling dans un contexte d'informations allant dans le sens d'une probabilité accrue d'un Brexit doux. L'euro s'est également déprécié vis-à-vis de la couronne tchèque (de 1,2 %) et du zloty polonais (de 1,0 %).

Graphique 9

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

(variations en pourcentage)

- Depuis le 12 septembre 2019
- Depuis le 11 décembre 2018



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. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 11 décembre 2019.

3

Activité économique

La croissance du PIB en volume de la zone euro s'est maintenue à 0,2 %, en glissement trimestriel, au troisième trimestre 2019. L'activité économique dans la zone euro a été soutenue principalement par la consommation privée, qui a continué d'étayer la contribution positive apportée à la croissance par la demande intérieure. En revanche, le secteur extérieur a continué de peser sur la croissance de la zone euro, ainsi que le reflète la contribution légèrement négative des exportations nettes. Pour les prochains mois, les informations devenues disponibles vont dans le sens d'une croissance modérée, avec toutefois des risques de baisse. Les projections macroéconomiques de décembre 2019 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 1,2 % en 2019, de 1,1 % en 2020 et de 1,4 % en 2021 et 2022. Par rapport aux projections de septembre 2019, la croissance du PIB en volume a été révisée à la baisse de 0,1 point de pourcentage en 2020, en raison d'importantes révisions à la baisse de la demande extérieure qui ne sont que partiellement contrebalancées par des politiques budgétaires et monétaire plus favorables et une dépréciation effective de l'euro.

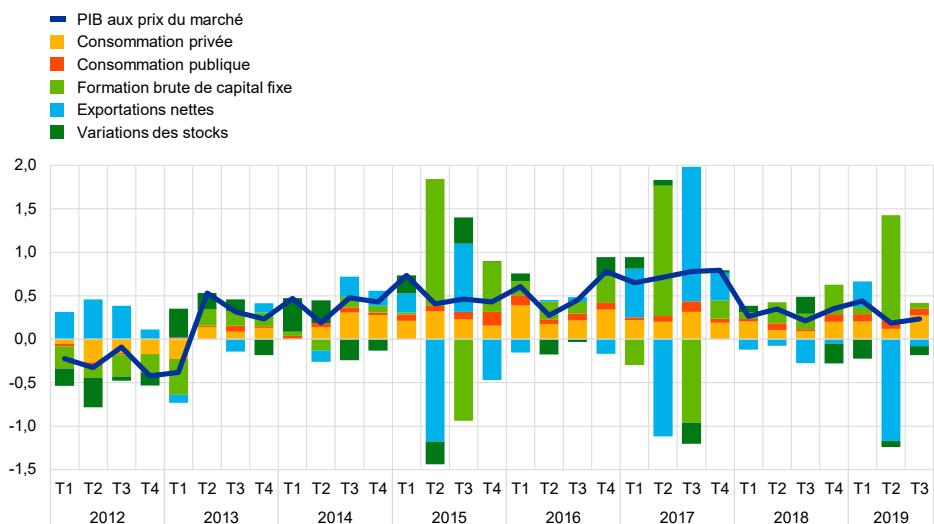
La croissance dans la zone euro s'est poursuivie à un rythme modéré au troisième trimestre 2019, soutenue par la robustesse de la demande intérieure.

Le PIB en volume a augmenté de 0,2 % en rythme trimestriel au troisième trimestre, sans changement par rapport au trimestre précédent et au-dessous de son niveau de 0,4 % observé au premier trimestre (cf. graphique 10). La demande intérieure a continué d'apporter une contribution positive à la croissance au troisième trimestre 2019, tandis que la contribution de la variation des stocks a été négative. Les évolutions du secteur extérieur ont continué de peser sur la croissance de la zone euro, comme l'indique la contribution légèrement négative des exportations nettes. S'agissant de la production, l'activité économique au troisième trimestre a été principalement soutenue par la croissance dans le secteur des services et un rebond a été observé dans celui de la construction, tandis que la valeur ajoutée dans l'industrie hors construction s'est encore contractée.

Graphique 10

PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



Source : Eurostat.

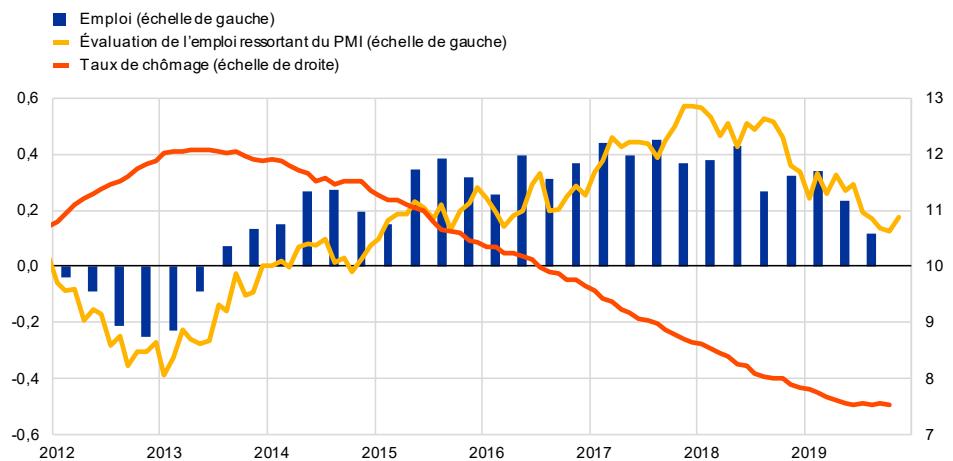
Notes : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2019. D'importantes variations de la FBCF et des exportations nettes en 2015, 2017 et 2019 reflètent des évolutions spécifiques liées à des investissements en actifs incorporels en Irlande et aux Pays-Bas.

La situation a continué de s'améliorer sur le marché du travail, mais à un rythme modéré (cf. graphique 11). L'emploi a augmenté de 0,1 % au troisième trimestre 2019, après une hausse de 0,2 % au deuxième trimestre. Cette faible hausse a concerné l'ensemble des secteurs et des pays. Le niveau de l'emploi s'établit actuellement 3,9 % au-dessus du pic d'avant la crise enregistré au premier trimestre 2008. Le taux de chômage est resté inchangé, à 7,6 %, au troisième trimestre. Depuis, il est revenu à 7,5 % en octobre et reste proche des bas niveaux d'avant la crise. La productivité par personne employée a augmenté de 0,1 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2019. Pour l'avenir, les indicateurs tirés d'enquêtes suggèrent qu'à court terme la croissance de l'emploi restera positive. L'encadré 4 présente une analyse en composantes principales du marché du travail et montre que la dynamique du marché du travail reste élevée, mais en légère baisse, ce qui va dans le sens de nouvelles améliorations modérées à court terme de la situation sur le marché du travail.

Graphique 11

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

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



Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.

Notes : L'indice des directeurs d'achat (PMI) est exprimé comme un écart par rapport à 50 divisé par 10. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2019 pour l'emploi, à novembre 2019 pour le PMI et à octobre 2019 pour le taux de chômage.

La consommation privée continue d'être soutenue par la hausse des revenus du travail et le renforcement des bilans des ménages. La consommation privée a augmenté de 0,5 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2019, après une croissance légèrement plus faible au deuxième trimestre. Les ventes au détail au troisième trimestre 2019 ont été, en moyenne, supérieures de 0,5 % à leur niveau du deuxième trimestre, au cours duquel elles avaient également augmenté de 0,6 % en rythme trimestriel. Toutefois, en octobre, les ventes au détail ont fléchi de – 0,6 % par rapport au mois précédent. Dans une perspective de moyen terme, la hausse des revenus du travail continue de soutenir la dynamique sous-jacente des dépenses de consommation. En outre, le renforcement continu des bilans des ménages reste un facteur important à l'origine de la croissance régulière de la consommation.

L'investissement des entreprises (dont l'investissement hors construction donne une approximation) a légèrement augmenté, de 0,2 % en rythme trimestriel, au troisième trimestre 2019, après une forte hausse au trimestre précédent attribuable à des investissements en droits de propriété intellectuelle en Irlande. Les données devenues disponibles vont dans le sens d'une croissance modérée de l'investissement des entreprises dans la zone euro. La confiance s'est un peu stabilisée en novembre dans le secteur de la production de biens d'équipement, mais elle a continué de faiblir en moyenne trimestrielle, dans un contexte d'incertitude mondiale conjuguée à un certain nombre de facteurs structurels – comme les réglementations environnementales et le changement technologique. La baisse des niveaux d'utilisation des capacités de production dans le secteur manufacturier ainsi que la faiblesse des marges bénéficiaires et des prévisions de bénéfices des entreprises vont également dans le sens d'une croissance modérée de l'investissement. Dans un registre positif, les investissements des entreprises continueront d'être soutenus par les conditions de financement favorables.

L'investissement immobilier résidentiel a augmenté de 0,6 % au troisième trimestre 2019, après une modeste hausse de 0,1 % au deuxième trimestre.

L'investissement dans la construction, soutenu par ses deux composantes résidentielle et non résidentielle, a également augmenté de 0,3 % au troisième trimestre. Malgré la poursuite de la reprise dans le secteur de l'immobilier résidentiel, les indicateurs à court terme et tirés d'enquêtes font état d'évolutions divergentes sur les marchés de l'immobilier résidentiel. D'une part, les indicateurs relatifs à la demande, comme la hausse des intentions d'acquisition des acheteurs de logement neufs ou anciens, font état d'évolutions dynamiques. D'autre part, les indicateurs d'offre, comme la production dans le secteur de la construction, les permis de construire et les pénuries de main-d'œuvre signalées par les entreprises du secteur, rendent compte de contraintes de plus en plus fortes pesant sur la production.

La dynamique positive, mais en perte de vitesse, de l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait se poursuivre au quatrième trimestre. En octobre et en novembre, les indicateurs de confiance, bien que toujours supérieurs aux moyennes de long terme, ont fléchi, tandis que l'indice des directeurs d'achat relatif au logement ressortait en légère hausse à 50,7, en moyenne, après 50,1 au troisième trimestre.

Les exportations totales en volume de la zone euro ont continué de croître à un rythme lent au troisième trimestre 2019 (de 0,4 %, contre 0,3 % au deuxième trimestre, en glissement trimestriel). Les exportations de biens de la zone euro se sont redressées tandis que les exportations de services se sont modérées, dans le contexte d'une certaine normalisation des exportations vers le Royaume-Uni et la Turquie. Les exportations vers les États-Unis ont continué d'augmenter, contrebalançant les évolutions négatives vers d'autres destinations, notamment l'Asie. La contribution des exportations nettes à la croissance du PIB a été légèrement négative (- 0,1 point de pourcentage). Les indicateurs avancés suggèrent une stabilisation de la situation du commerce international autour d'une dynamique modérée au cours des prochains mois. Des indications avancées d'un point bas au quatrième trimestre peuvent être déduites de commandes à l'exportation moins négatives tandis que les indicateurs relatifs aux expéditions dressent un tableau plus contrasté. La situation actuelle en matière de politique commerciale au niveau international a également une incidence négative sur les évolutions récentes des échanges commerciaux, la production manufacturière étant organisée autour d'un réseau régional fortement intégré qui rend la zone euro particulièrement fragile face à la montée des mesures protectionnistes (cf. l'encadré 1 intitulé « Les effets des relèvements des droits de douane dans le contexte des chaînes de valeur mondiales »).

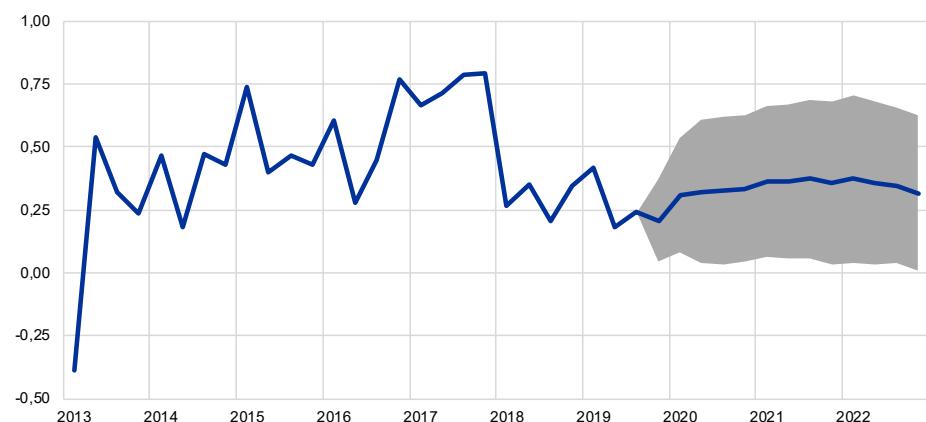
Les derniers indicateurs économiques et résultats d'enquêtes continuent d'aller dans le sens d'un rythme de croissance modéré de l'économie de la zone euro. L'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne a augmenté en novembre, dépassant sa moyenne de long-terme, même s'il a jusqu'à présent diminué en moyenne trimestrielle au quatrième trimestre. Globalement, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production est resté inchangé d'octobre à novembre, à des niveaux qui continuent d'indiquer une croissance modérée, malgré son recul en moyenne trimestrielle jusqu'en novembre.

Pour les prochains mois, des conditions de financement favorables continueront de soutenir l'expansion dans la zone euro. La politique monétaire accommodante de la BCE continue d'étayer la demande intérieure. La poursuite des créations d'emplois, de la hausse des salaires et de l'amélioration des bilans des ménages devrait continuer de soutenir la consommation privée. En parallèle, la poursuite de l'expansion de l'activité mondiale, à un rythme toutefois légèrement plus modéré, devrait favoriser la croissance.

Les projections macroéconomiques de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro prévoient une croissance annuelle du PIB en volume de 1,2 % en 2019, 1,1 % en 2020 et 1,4 % en 2021 et en 2022 (cf. graphique 12). Par rapport aux projections de septembre 2019, la croissance du PIB en volume a été légèrement révisée à la baisse en 2020, de 0,1 point de pourcentage, en raison de révisions à la baisse de la demande extérieure qui ne sont que partiellement contrebalancées par des politiques budgétaires et monétaire favorables et une dépréciation effective de l'euro. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro, liés aux facteurs géopolitiques, à la montée du protectionnisme et aux vulnérabilités sur les marchés émergents, demeurent orientés négativement, mais se sont légèrement atténués.

Graphique 12 PIB en volume de la zone euro (avec projections)

(variations trimestrielles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2019](#) » publié le 12 décembre 2019 sur le site internet de la BCE.

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

4

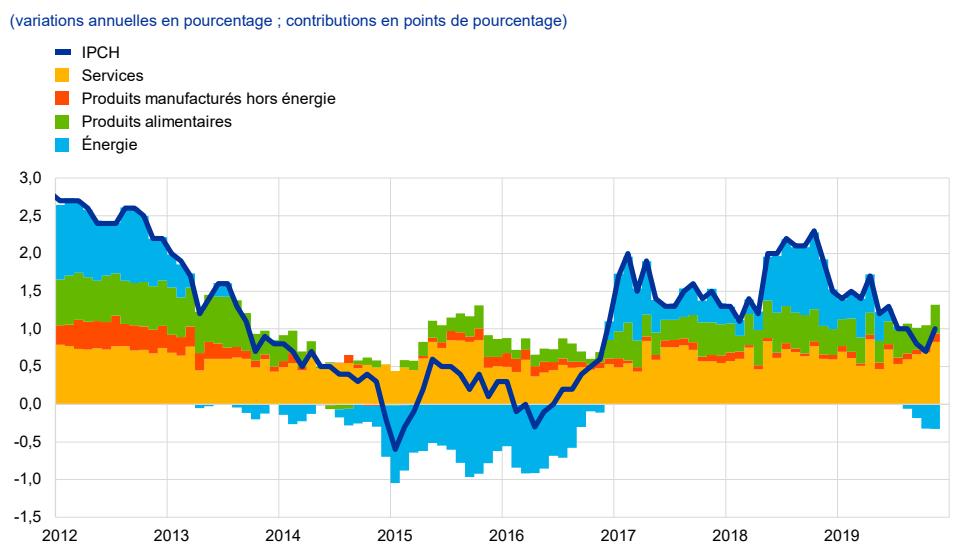
Prix et coûts

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro est passée de 0,7 % en octobre 2019 à 1,0 % en novembre, en raison principalement d'une hausse plus forte des prix des services et des produits alimentaires. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait s'accélérer légèrement pendant les prochains mois. Les indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation ressortent à des niveaux faibles. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont demeurées globalement modérées, en dépit de signes d'une légère augmentation, conformément aux anticipations antérieures. Alors que les tensions sur les coûts de main-d'œuvre se sont accentuées dans un contexte de renforcement des tensions sur les marchés du travail, le fléchissement de la dynamique de la croissance tarde leur transmission à l'inflation. À moyen terme, l'inflation devrait s'accélérer, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE, par la poursuite de l'expansion économique et par la croissance robuste des salaires. Cette évaluation se reflète aussi largement dans les projections macroéconomiques de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 1,2 % en 2019, 1,1 % en 2020, 1,4 % en 2021 et 1,6 % en 2022. Par comparaison avec les projections de septembre 2019 réalisées par les services de la BCE, les perspectives concernant l'inflation mesurée par l'IPCH ont été revues légèrement à la hausse pour 2020 et légèrement à la baisse pour 2021, en raison principalement des prévisions relatives à la trajectoire future des prix de l'énergie. La hausse annuelle de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait atteindre 1,0 % en 2019, 1,3 % en 2020, 1,4 % en 2021 et 1,6 % en 2022.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH est passée de 0,7 % en octobre à 1,0 % en novembre. Cette évolution est principalement attribuable à une accentuation de la hausse des prix des services et des produits alimentaires et, dans une moindre mesure, des produits manufacturés hors énergie, qui a contrebalancé et au-delà une nouvelle légère atténuation de la hausse des prix de l'énergie.

Graphique 13

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à novembre 2019 (estimations rapides). Les taux de croissance pour 2015 sont biaisés à la hausse en raison d'une modification de la méthodologie (cf. l'encadré intitulé « Nouvelle méthode relative à l'indice des prix des voyages organisés en Allemagne et son incidence sur les taux de l'inflation mesurée par l'IPCH », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2019.)

Les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées globalement modérées.

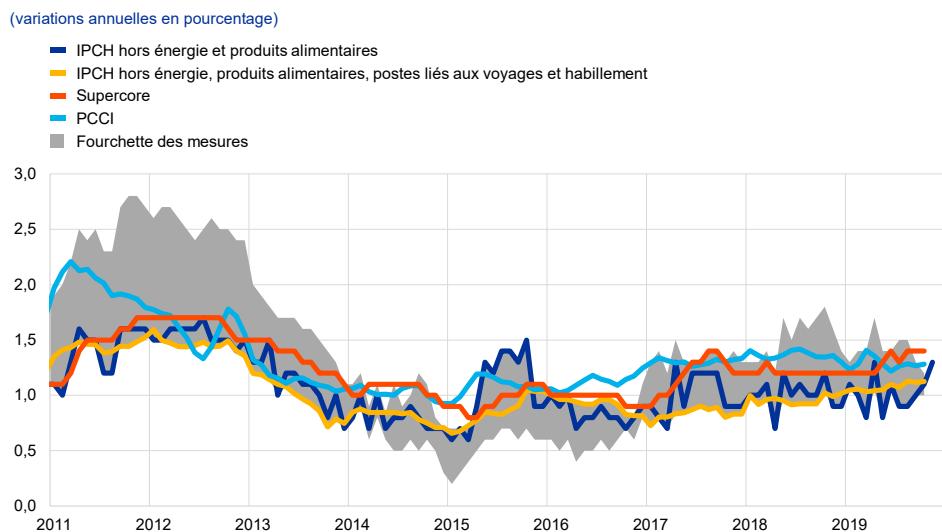
La hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie s'est encore accentuée pour ressortir à 1,3 % en novembre, après 1,1 % en octobre et 1,0 % en septembre, reflétant également la dissipation des effets baissiers liés à des modifications méthodologiques⁶. D'autres mesures de l'inflation sous-jacente qui tendent à être moins volatiles que la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires ont été relativement stables au cours des derniers trimestres (données disponibles jusqu'en octobre seulement ; cf. graphique 14). La hausse de l'IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages et habillement est ressortie à 1,1 % en octobre, poursuivant la tendance haussière très progressive qu'elle avait amorcée début 2017. Des signaux provenant d'autres mesures de l'inflation sous-jacente, notamment les indicateurs Composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation – PCCI*) et supercore⁷, font état d'une poursuite de l'évolution sans réelle tendance observée maintenant depuis plusieurs trimestres.

⁶ Les changements intervenus dans la comptabilisation statistique des prix des voyages organisés en Allemagne ont eu un effet baissier sur la hausse des prix des services et de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie dans la zone euro, incidence qui se dissipe à présent. Pour de plus amples détails, cf. l'encadré intitulé « *Dampening special effect in the HICP in July 2019* » de l'article intitulé « *Economic conditions in Germany* », *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, août 2019, p. 57-59.

⁷ Pour de plus amples informations sur ces mesures de l'inflation sous-jacente, cf. les encadrés 2 et 3 de l'article intitulé « *Les mesures de l'inflation sous-jacente pour la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018.

Graphique 14

Mesures de l'inflation sous-jacente



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à novembre 2019 pour l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (estimation rapide) et à octobre 2019 pour toutes les autres mesures. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont les suivantes : IPCH hors énergie ; IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés ; IPCH hors énergie et produits alimentaires ; IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages et habillement ; la moyenne tronquée (10 %) ; la moyenne tronquée (30 %) et la médiane pondérée de l'IPCH. Les taux de croissance pour 2015 de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires sont biaisés à la hausse en raison d'une modification de la méthodologie (cf. l'encadré intitulé « Nouvelle méthode relative à l'indice des prix des voyages organisés en Allemagne et son incidence sur les taux de l'inflation mesurée par l'IPCH », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2019.)

Les tensions sur les prix de la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH sont demeurées globalement stables en aval de la chaîne d'approvisionnement. La hausse des prix à la production des biens de consommation non alimentaires vendus dans la zone euro, qui est un indicateur des tensions sur les prix en aval de la chaîne d'approvisionnement, est ressortie à 0,8 % en rythme annuel en octobre, sans changement depuis juillet et au-dessus de sa moyenne historique. Le taux annuel correspondant de la hausse des prix à l'importation a diminué, s'établissant à 0,5 % en octobre après 0,9 % en septembre. Les indicateurs des tensions sur les prix en amont de la chaîne d'approvisionnement ont légèrement baissé, la variation annuelle des prix à la production des biens intermédiaires revenant à – 1,0 % en octobre, contre – 0,7 % en septembre, et celle des prix à l'importation des biens intermédiaires ressortant à – 0,5 % en octobre, après 0,4 % en septembre. La hausse des prix à la production hors énergie à l'échelle mondiale, qui a encore légèrement diminué pour s'inscrire à 1,1 % en octobre, après 1,2 % en septembre signale une atténuation des tensions sur les prix d'origine externe.

La croissance des salaires a continué de bien résister. La hausse annuelle de la rémunération par tête s'est établie à 2,1 % au troisième trimestre 2019, en légère baisse après les taux de 2,2 % et 2,3 % enregistrés, respectivement, au deuxième et au premier trimestre (cf. graphique 15). Les chiffres pour 2019 ont été affectés par la forte baisse des cotisations sociales en France⁸. La croissance annuelle des salaires et traitements par tête, qui exclut les cotisations sociales, est ressortie à 2,5 % au

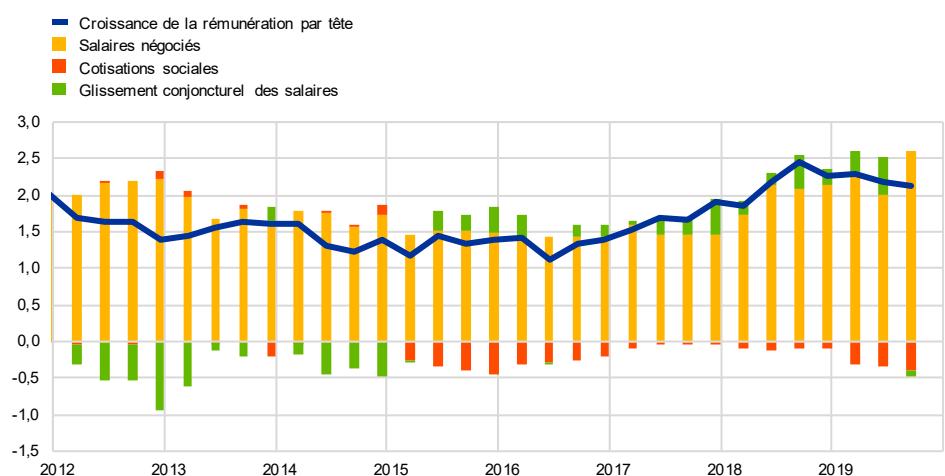
⁸ Pour une analyse, cf. l'encadré 5 du présent *Bulletin économique*.

troisième trimestre, sans changement par rapport au deuxième trimestre, après 2,6 % au premier trimestre et 2,3 % en moyenne l'année précédente. La hausse annuelle des salaires négociés dans la zone euro s'est établie à 2,6 % au troisième trimestre 2019, après 2,0 % au deuxième trimestre. Cette hausse résulte essentiellement de paiements ponctuels dans le secteur manufacturier en Allemagne. D'après les différents indicateurs et abstraction faite des facteurs temporaires, la croissance des salaires a globalement évolué sans réelle tendance depuis mi-2018, à un niveau proche de ses moyennes historiques, ou légèrement supérieur.

Graphique 15

Contributions des composantes de la rémunération par tête

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

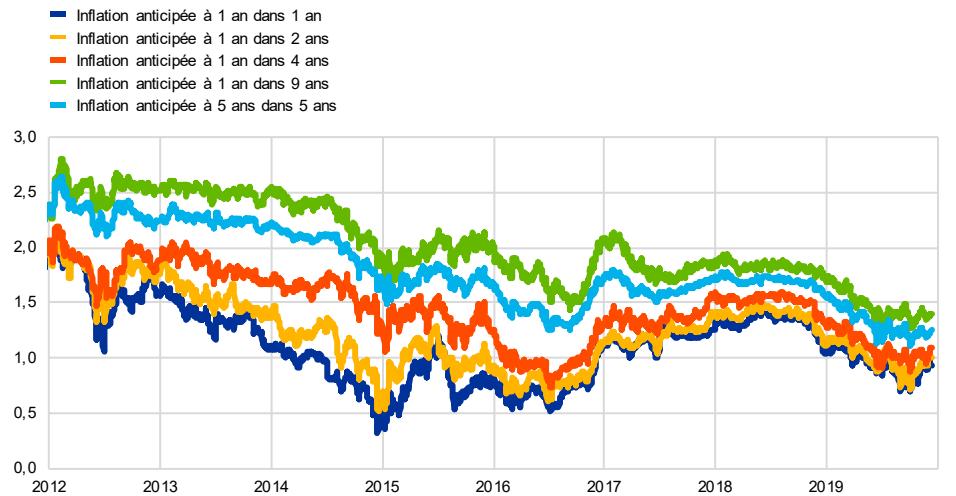
Note : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2019.

Les indicateurs des anticipations d'inflation à plus long terme extraits des instruments de marché sont demeurés très faibles, et les anticipations tirées d'enquêtes enregistrent également des points bas historiques. Les indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché sont demeurés globalement stables tout au long de la période sous revue, oscillant juste au-dessus des nouveaux points bas qu'ils ont atteints début octobre 2019. Le taux des swaps indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'est établi à 1,25 % le 11 décembre 2019, soit environ le même niveau que celui observé lors de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de septembre. Néanmoins, la probabilité de déflation extraite des instruments de marché est restée contenue, marquant un retournement de la tendance haussière observée en 2019. Dans l'ensemble, le profil anticipé des indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché continue de signaler une période prolongée de faible inflation. Les anticipations d'inflation à long terme tirées d'enquêtes ont également atteint des points bas historiques, d'après l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le quatrième trimestre 2019, ainsi que d'après les enquêtes de novembre du Consensus économique et du Baromètre de la zone euro.

Graphique 16

Indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

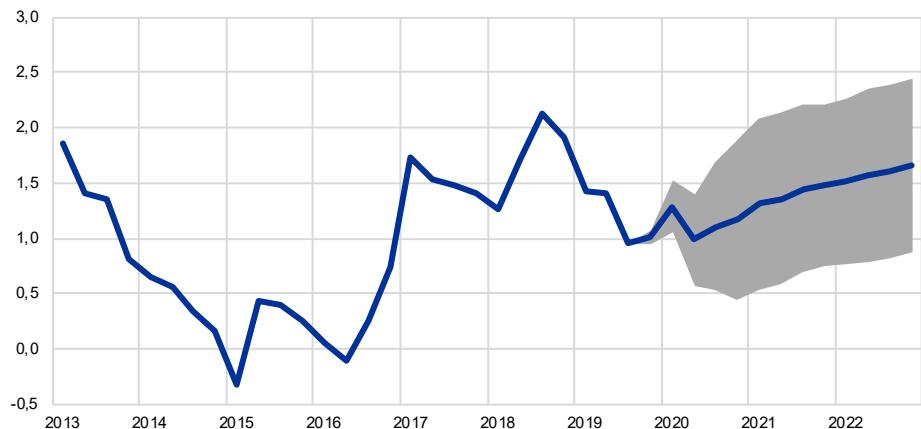
Note : Les dernières observations se rapportent au 11 décembre 2019.

Les projections macroéconomiques de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème prévoient une accélération de l'inflation sous-jacente à moyen terme. Ces projections, établies à partir des informations disponibles fin novembre, tablent sur une hausse de l'IPCH total atteignant, en moyenne, 1,2 % en 2019, 1,1% en 2020, 1,4 % en 2021 et 1,6 % en 2022, contre 1,2 %, 1,0 % et 1,5 % pour 2019, 2020 et 2021, respectivement, dans les projections macroéconomiques de septembre 2019 établies par les services de la BCE (cf. graphique 17). Les révisions résultent principalement de la trajectoire future attendue des prix de l'énergie, qui a été révisée à la hausse pour 2020 mais à la baisse pour 2021, en raison d'une hausse des prix du pétrole à court terme et d'une pente légèrement plus baissière de la courbe des contrats à terme sur le pétrole. Après une hausse modérée fin 2019, l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires évoluera sans réelle tendance, à 1,3 %, courant 2020 avant d'augmenter pour s'établir à 1,4 % en 2021 et à 1,6 % en 2022. La trajectoire haussière de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait être soutenue par le renforcement de l'activité économique, par la croissance relativement robuste des salaires dans un contexte de tensions sur les marchés du travail, et par le redressement des marges bénéficiaires à mesure que l'activité économique s'intensifie, notamment grâce aux mesures de politique monétaire prises par la BCE en septembre 2019. Le renchérissement des matières premières hors énergie devrait également soutenir l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires.

Graphique 17

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, décembre 2019](#) » publié le 12 décembre 2019 sur le site internet de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2019 (données) et au quatrième trimestre 2022 (projections). Les fourchettes de projection autour des projections centrales sont calculées à partir des écarts entre les réalisations et les projections antérieures établies depuis plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue moyenne de ces écarts. La méthode utilisée, comprenant un ajustement pour tenir compte d'événements exceptionnels, est présentée dans la publication de la BCE intitulée « [New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#) », BCE, décembre 2009. La date d'arrêté des statistiques figurant dans les projections est le 27 novembre 2019.

5

Monnaie et crédit

En octobre 2019, la croissance annuelle de la monnaie au sens large est demeurée robuste, tandis que l'activité de prêt au secteur privé a poursuivi son redressement progressif. La résistance dont fait preuve la croissance de M3 reflète principalement le très faible coût d'opportunité de la détention de monnaie. Les conditions favorables de financement et de prêt des banques ont continué de soutenir les flux de prêts et, donc, la croissance économique. Les émissions nettes de titres de créance par les sociétés non financières (SNF) ont augmenté au troisième trimestre 2019, après un niveau déjà robuste au trimestre précédent. Les conditions sur le marché obligataire continuent de soutenir les émissions de titres de créance.

La monnaie au sens large a connu une croissance robuste en octobre.

Le taux de croissance annuel de M3 est demeuré inchangé à 5,6 % en octobre (cf. graphique 18), soit légèrement au-dessus du taux de 5 % environ observé entre 2015 et 2018, lorsque les achats nets d'actifs réalisés dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) étaient positifs. La croissance de la monnaie au sens large a été soutenue par le très faible coût d'opportunité de la détention d'instruments monétaires, mais freinée par l'affaiblissement de la croissance économique. La configuration des taux d'intérêt influe également sur la composition de M3, dans la mesure où elle favorise la concentration des volumes sur ses composantes les plus liquides. Par conséquent, comme aux trimestres précédents, la croissance de M3 a continué de résulter de l'agrégat étroit M1, qui recouvre les dépôts à vue et les billets et pièces en circulation. Le taux de croissance annuel de M1 s'est inscrit en hausse, à 8,4 % en octobre après 7,8 % en septembre, poursuivant ainsi le mouvement de reprise observé depuis le début de l'année.

Graphique 18
M3, M1 et prêts au secteur privé

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



Source : BCE.

Notes : En données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dernière observation se rapporte à octobre 2019.

Les dépôts à vue ont été le principal contributeur à la croissance monétaire.

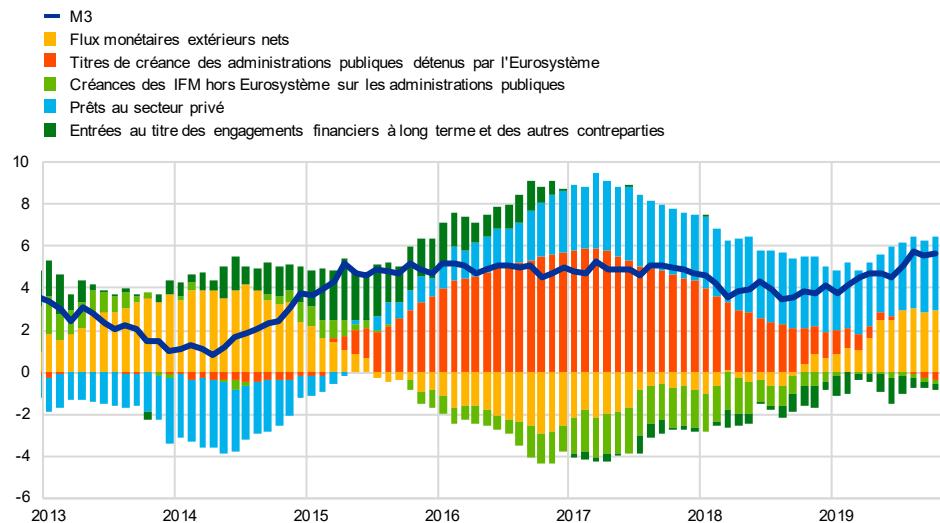
Le taux de croissance annuel des dépôts à vue a encore augmenté, passant à 9,0 %

en octobre après 8,5 % en septembre. La stabilité des billets et pièces en circulation indique qu'il n'y a pas de remplacement accéléré des dépôts par des espèces, compte tenu de l'environnement de taux d'intérêt négatifs. Les dépôts à court terme autres que les dépôts à vue ($M2 - M1$) ont apporté une contribution positive à la croissance de $M3$ en octobre, essentiellement attribuable à une plus forte croissance des dépôts d'épargne. Dans le même temps, les instruments négociables ($M3 - M2$) ont continué d'apporter une légère contribution négative à la croissance de la monnaie au sens large, en raison de la rémunération relativement faible de ces instruments.

Les concours au secteur privé sont restés la principale source de création de monnaie au sens large en octobre. Les concours au secteur privé ont fortement contribué à la croissance de la monnaie au sens large (cf. la partie bleue des barres du graphique 19). Toutefois, l'accélération de la croissance de la monnaie au sens large, observée depuis début 2019, résulte principalement de l'évolution des flux monétaires extérieurs (cf. la partie jaune des barres du graphique 19). Cette évolution reflète un plus grand intérêt des investisseurs étrangers pour les actifs de la zone euro. Dans le même temps, l'arrêt à la fin de 2018 des achats nets d'actifs réalisés dans le cadre de l'APP implique que la contribution des titres des administrations publiques détenus par l'Eurosystème a été marginale (cf. la partie rouge des barres du graphique 19). En outre, les engagements financiers à plus long terme ont faiblement pesé sur la croissance de la monnaie (cf. la partie vert foncé des barres du graphique 19).

Graphique 19 M3 et ses contreparties

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



Source : BCE.

Notes : Les concours au secteur privé recouvrent les prêts des IFM au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres de créance émis par le secteur privé non IFM de la zone euro. Par conséquent, cela couvre également les achats de titres de créance émis par les non-IFM réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises. La dernière observation se rapporte à octobre 2019.

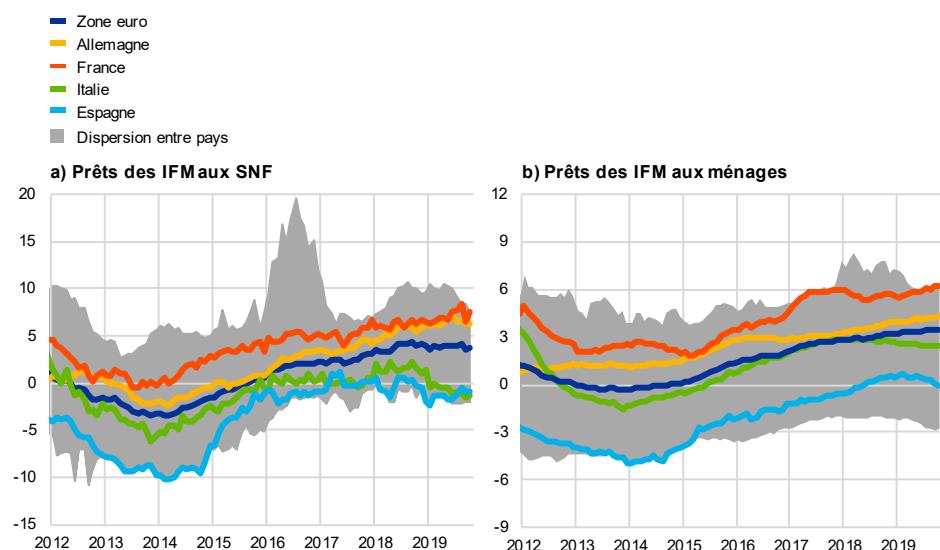
Le taux de croissance annuel des prêts accordés au secteur privé a légèrement augmenté, consolidant son redressement progressif. Le taux de croissance annuel des prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions de

prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle) a légèrement augmenté pour s'inscrire à 3,7 % en octobre, après 3,6 % en septembre (cf. graphique 18). Cette évolution s'explique essentiellement par une augmentation du taux de croissance annuel des prêts consentis aux SNF, qui a atteint 3,8 % en octobre contre 3,6 % en septembre, consolidant ainsi sa stabilisation autour de 4 % depuis mi-2018. Les prêts aux entreprises du secteur des services – y compris celles fournissant des services liés à l'immobilier – représentent la plus grande part de la croissance de l'activité de prêt aux SNF. La croissance annuelle des prêts aux ménages a poursuivi sa tendance haussière progressive, bénéficiant en particulier du caractère favorable des conditions de prêt et des évolutions du marché de l'immobilier résidentiel. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a légèrement augmenté, ressortant à 3,5 % en octobre, après 3,4 % en septembre. La croissance des prêts aux entreprises et aux ménages continue de se caractériser par une forte hétérogénéité d'un pays à l'autre (cf. graphique 20), qui reflète notamment les différences entre pays en termes d'évolution de la croissance économique, la disponibilité variable d'autres sources de financement, le niveau d'endettement des ménages et des SNF ainsi que l'hétérogénéité de l'évolution des prix des logements d'un pays à l'autre.

Graphique 20

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

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Les prêts sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation ; dans le cas des SNF, les prêts sont également corrigés de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dispersion entre pays est calculée comme l'écart entre valeur minimum et valeur maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à octobre 2019.

Les conditions de financement par endettement des banques sont demeurées favorables. Le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro, qui a diminué depuis le début de l'année en ligne avec les taux du marché, est demeuré à de très bas niveaux au troisième trimestre 2019 (cf. graphique 21). Cette évolution reflète une forte baisse tendancielle des rendements des obligations bancaires, malgré le léger rebond des rendements obligataires observé depuis septembre en raison d'une hausse plus large des taux sans risque. Dans le même

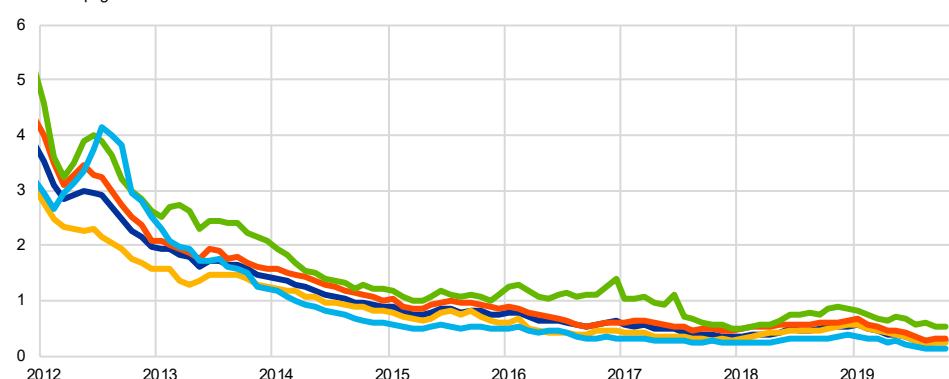
temps, les taux appliqués aux dépôts bancaires dans la zone euro ont enregistré de nouveaux points bas historiques en octobre. Alors que les évolutions des coûts de financement par endettement des banques ont été largement concomitantes dans les principaux pays de la zone euro, reflétant les mesures de politique monétaire de la BCE, le niveau de ces coûts est demeuré hétérogène. Dans leurs réponses à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire d'octobre 2019 réalisée par la BCE, les banques de la zone euro ont déclaré que la reprise des achats nets d'actifs dans le cadre de l'APP devrait favoriser un nouvel assouplissement des conditions de financement sur le marché, contribuant ainsi à de nouvelles améliorations des conditions de financement. En outre, la compression des marges d'intérêt des banques de la zone euro, qui a un effet modérateur sur la rentabilité des banques, est contrebalancée par un accroissement des volumes de prêts, et l'effet global sur les revenus d'intérêts nets (qui correspondent au produit des marges et des volumes de prêts) a été légèrement positif. En dépit des progrès réalisés par les banques dans l'assainissement de leurs bilans, par exemple en réduisant leurs encours de prêts non performants, la rentabilité des banques de la zone euro reste faible au regard des normes internationales et historiques, ce qui peut nuire à la capacité d'intermédiation des banques et à leur transmission des signaux de politique monétaire. Dans ce contexte, certaines des mesures non conventionnelles de politique monétaire introduites récemment par la BCE – telles que les TLTRO III et le système de rémunération des réserves à deux paliers – visent à soutenir l'intermédiation bancaire.

Graphique 21

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)

- Zone euro
- Allemagne
- France
- Italie
- Espagne



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

Notes : Le coût composite des dépôts est calculé comme une moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt à vue, de dépôt à terme et de dépôt remboursable avec préavis, pondérés par les encours correspondants. La dernière observation se rapporte à octobre 2019.

Les taux débiteurs très favorables continuent de soutenir la croissance

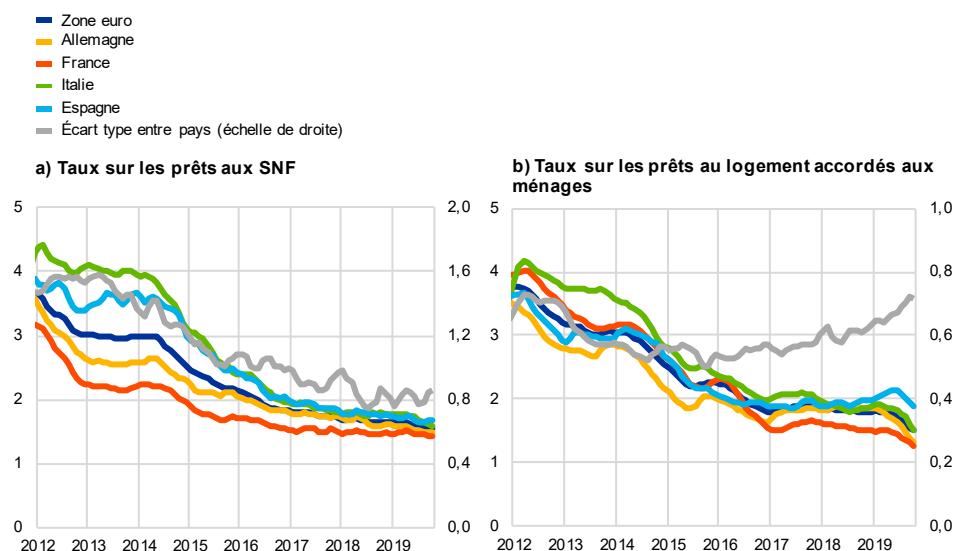
économique. Au cours des derniers mois, le taux d'intérêt composite sur les prêts bancaires consentis aux SNF est demeuré globalement inchangé, évolution conforme à celles des taux de référence du marché, tandis que les taux équivalents sur les prêts au logement accordés aux ménages ont poursuivi leur baisse. En octobre 2019,

le taux d'intérêt composite sur les prêts bancaires consentis aux SNF (cf. graphique 22) est ressorti à 1,56 %, seulement légèrement au-dessus de son point bas historique, tandis que le taux d'intérêt composite sur les prêts bancaires au logement a atteint un nouveau point bas historique, revenant à 1,44 % (cf. graphique 22). Les pressions concurrentielles et les coûts de financement plus favorables pour les banques ont exercé un effet modérateur sur les taux des prêts consentis aux SNF et aux ménages de la zone euro. Dans l'ensemble, les taux d'intérêt composites sur les prêts bancaires accordés aux SNF et aux ménages ont enregistré un net recul depuis l'annonce par la BCE des mesures d'assouplissement du crédit en juin 2014. Entre mai 2014 et octobre 2019, les taux d'intérêt composites sur les prêts consentis aux SNF et aux ménages ont fléchi de, respectivement, 140 et 150 points de base environ.

Graphique 22

Taux débiteurs composites dans une sélection de pays de la zone euro

(en pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCE.

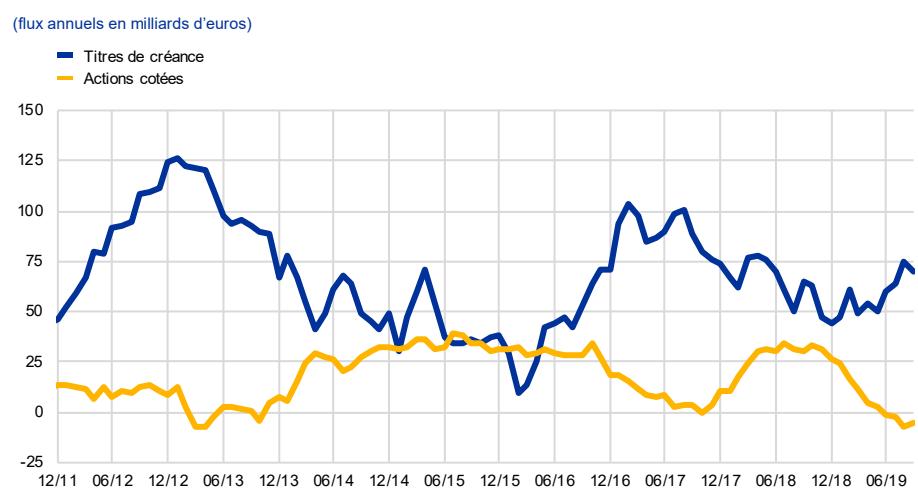
Notes : L'indicateur relatif au coût total de l'emprunt bancaire est calculé en agrégant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à octobre 2019.

Le flux annuel du financement externe total des SNF de la zone euro est demeuré robuste au troisième trimestre 2019. Dans l'ensemble, les conditions de financement étant actuellement favorables, les flux de financement par endettement à destination des SNF ont plutôt bien résisté à la faiblesse économique actuelle. À cet égard, l'[enquête sur l'accès des PME au financement dans la zone euro \(enquête SAFE\)](#) montre que les petites et moyennes entreprises, qui dépendent fortement des banques pour leur financement, font état d'une volonté constante des banques de leur octroyer des prêts. Le financement externe des entreprises a augmenté au troisième trimestre 2019, bénéficiant des coûts faibles et en baisse sur les instruments de financement. Au troisième trimestre 2019, les émissions nettes de titres de créance par les SNF ont augmenté, atteignant sur les trois premiers trimestres de l'année un niveau proche d'un niveau record. La hausse des émissions nettes de titres de créance au troisième trimestre 2019 est intervenue dans un contexte de

redressement progressif des crédits globalement consentis aux SNF – y compris les prêts des IFM – et d'une nouvelle amélioration des conditions de financement par émission d'obligations d'entreprises, qui a été plus prononcée que l'amélioration des conditions de prêts bancaires. Dans une perspective à moyen terme, sous l'effet du rebond des émissions de titres de créance en 2019, les flux annuels d'émissions nettes ont retrouvé, en septembre, les niveaux enregistrés au printemps 2018, qui sont nettement supérieurs au creux de décembre 2018 (cf. graphique 23). Les émissions nettes d'actions cotées ont été positives en septembre mais sont restées négatives sur l'ensemble du troisième trimestre 2019, reflétant à la fois l'atonie des opérations de fusion et acquisition et la hausse continue du coût du financement par émission d'actions au cours de la période. D'après les données de marché récentes, en octobre et en novembre 2019, les émissions nettes de titres de créance sont restées soutenues et toujours dominées par les émetteurs bien notés (*investment-grade*) bien que les émissions à haut rendement (*high-yield*) aient également augmenté.

Graphique 23

Émissions nettes de titres de créance et d'actions cotées par les SNF de la zone euro



Source : BCE.

Notes : Chiffres mensuels fondés sur une période glissante de 12 mois. La dernière observation se rapporte à septembre 2019.

En septembre 2019, le coût de financement des SNF est demeuré proche de son minimum historique d'avril 2019. En septembre, le coût nominal total du financement externe des SNF, qui comprend le crédit bancaire, l'émission de dette sur le marché et le financement par émission d'actions, est ressorti à 4,6 %, soit 9 points de base de plus qu'en avril, lorsque le coût de financement se situait à son point bas historique, mais était encore très favorable. Fin novembre, le coût total du financement devrait, selon les estimations, être demeuré globalement inchangé depuis septembre. Cela reflète un coût un peu moins élevé des fonds propres, compensé par le coût légèrement plus élevé du financement par endettement de marché. Le coût estimé moins élevé des fonds propres résulte essentiellement de la baisse des primes de risque sur actions, elle-même favorisée par une amélioration du sentiment à l'égard du risque au niveau mondial. Dans le même temps, la légère augmentation du coût du financement par endettement de marché est due à une

hausse des taux sans risque, tandis que les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises ont diminué au cours de la même période.

6

Évolutions budgétaires

Le déficit budgétaire de la zone euro devrait s'accroître de façon constante au cours des années 2019-2021 sous l'influence d'un recul des excédents primaires.

La contraction du solde primaire reflète principalement l'orientation budgétaire expansionniste attendue, qui soutiendrait l'activité économique. Le ratio dette publique/PIB de la zone euro resterait sur une trajectoire baissière attribuable à un différentiel taux d'intérêt/taux de croissance favorable et à un solde primaire positif, quoique en repli. Les niveaux d'endettement demeurent néanmoins élevés dans un certain nombre de pays. Les gouvernements de ces pays doivent adopter des politiques prudentes et atteindre les objectifs de soldes structurels. Cela contribuera à créer les conditions nécessaires au libre jeu des stabilisateurs automatiques.

Au vu de la détérioration des perspectives économiques, les gouvernements disposant d'une marge de manœuvre budgétaire devraient se tenir prêts à agir de manière efficace et rapide.

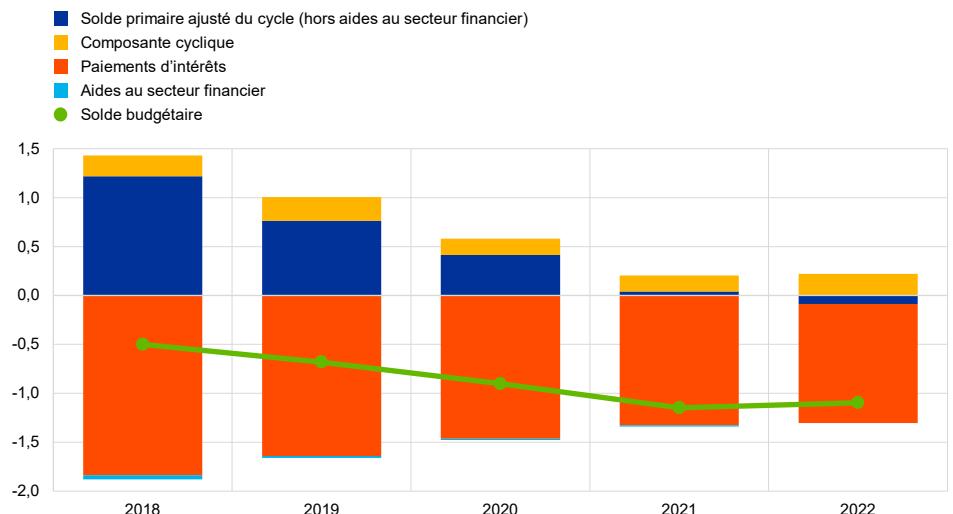
Le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait se réduire régulièrement entre 2019 et 2021, puis se stabiliser en 2022⁹. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème, le ratio de déficit des administrations publiques de la zone euro passerait de 0,5 % du PIB en 2018 à 0,7 % du PIB en 2019. Le déficit continuerait de se creuser en 2020 et 2021, pour se stabiliser ensuite à 1,1 % du PIB (cf. graphique 24). La contraction du solde budgétaire en 2019-2021 s'explique principalement par la dégradation du solde primaire corrigé du cycle. Cette évolution est partiellement compensée par l'allégement des charges d'intérêts, alors que la composante cyclique demeure globalement inchangée au cours de la période de projection.

⁹ Cf. les « [Projections macroéconomiques de décembre 2019 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 12 décembre 2019.

Graphique 24

Le solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)



Sources : BCE et projections macroéconomiques de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème.
Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro.

Les perspectives budgétaires de la zone euro pour la période 2020-2021 impliquent une politique budgétaire un peu plus favorable que dans les projections de septembre 2019 établies par les services de la BCE. Le repli du solde budgétaire en 2020 et 2021, après une légère révision à la hausse en 2019, reflète des mesures d'assouplissement budgétaire supplémentaires, la composante cyclique et les projections relatives aux paiements d'intérêts demeurant pratiquement inchangées.

L'orientation budgétaire globale de la zone euro devrait être expansionniste entre 2019 et 2021 et neutre dans l'ensemble en 2022¹⁰. Selon les estimations, l'orientation budgétaire s'assouplirait en 2019 et demeurerait expansionniste durant les années 2020 et 2021, soutenant ainsi l'activité économique. Cette évolution s'explique principalement par des réductions de la fiscalité directe en France et aux Pays-Bas, par une augmentation des transferts et des investissements publics en Italie et en Allemagne, ainsi que par une progression de la consommation publique en Allemagne, aux Pays-Bas et en Espagne. En 2022, l'orientation budgétaire serait globalement neutre, avec quelques nouvelles réductions limitées de la fiscalité directe en France et des dépenses supplémentaires en Allemagne et en Espagne.

Le ratio dette/PIB du secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro devrait maintenir une trajectoire baissière. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème, le ratio dette/PIB du secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro

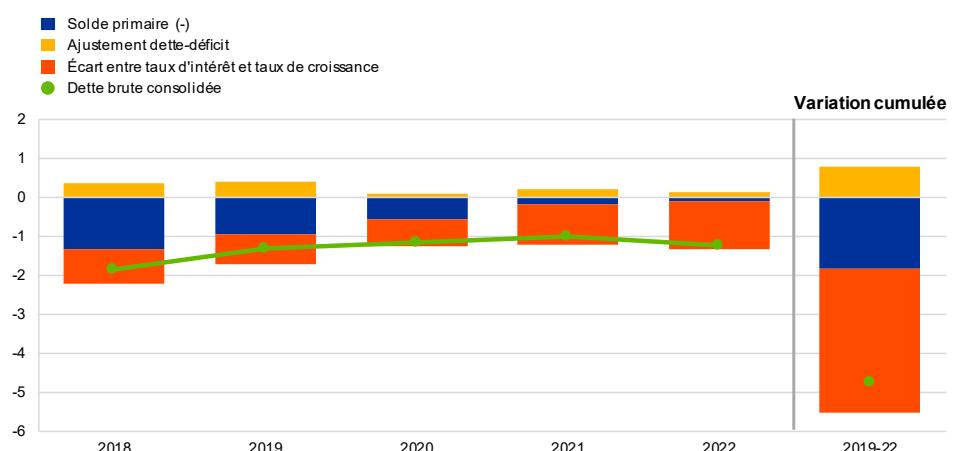
¹⁰ L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance des politiques budgétaires sur l'économie au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée comme la variation du ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite des aides publiques au secteur financier. Pour plus de détails concernant le concept d'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « [L'orientation budgétaire de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

reviendrait de 85,8 % du PIB en 2018¹¹ à 81,1 % du PIB en 2022. Ce tassement repose sur un écart favorable entre le taux de croissance et le taux d'intérêt¹² ainsi que sur les excédents primaires, lesquels se contractent néanmoins (cf. graphique 25). Par rapport aux projections de septembre, le ratio d'endettement suivrait une trajectoire légèrement plus élevée, à la suite de révisions à la hausse de données historiques (0,5 % du PIB en 2018), de la diminution attendue des excédents primaires et de différentiels taux d'intérêt/taux de croissance moins favorables en 2020 et 2021.

Graphique 25

Facteurs déterminants de la variation de la dette publique

(en points de pourcentage du PIB)



Sources : BCE et projections macroéconomiques de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème.

Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro.

Même si un repli du taux d'endettement est prévu dans la plupart des pays de la zone euro, ce taux continuera néanmoins de dépasser largement la valeur de référence de 60 % du PIB dans certains d'entre eux. Dans les pays où la dette publique reste élevée, les autorités doivent mettre en œuvre des politiques prudentes et atteindre les objectifs de soldes structurels, qui créeront les conditions permettant le libre jeu des stabilisateurs automatiques. Compte tenu de la dégradation des perspectives économiques et de l'importance persistante de risques baissiers, les gouvernements disposant d'une marge de manœuvre budgétaire devraient se tenir prêts à agir de manière efficace et rapide. Dans le même temps, tous les pays devraient renforcer leurs efforts afin d'aboutir à une composition des finances publiques plus propice à la croissance.

¹¹ Les projections prenant généralement en compte les révisions de données les plus récentes, il se peut qu'il y ait des écarts par rapport aux dernières données validées d'Eurostat.

¹² Pour plus d'informations, cf. l'encadré intitulé « [Le différentiel entre les taux d'intérêt et de croissance et la dynamique de la dette publique](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2019.

Encadrés

1

Les effets des relèvements des droits de douane dans le contexte des chaînes de valeur mondiales

Philipp Meinen

Dans le cadre du conflit commercial qui oppose les États-Unis à la Chine, les chaînes de valeur mondiales (CVM) sont un facteur susceptible d'amplifier l'impact d'un relèvement des droits de douane sur l'activité économique.

Dans un contexte de mondialisation avec chaînes d'approvisionnement internationales, un relèvement des droits de douane peut avoir d'importantes répercussions négatives sur l'activité économique. D'une manière générale, l'approvisionnement des entreprises à l'échelle mondiale implique qu'un relèvement des droits de douane, habituellement imposé pour protéger un secteur national, est susceptible d'entraîner une hausse du coût des consommations intermédiaires pour les producteurs nationaux. En outre, les effets d'un relèvement des droits de douane peuvent être amplifiés par les CVM, en particulier dans le cas des processus de production à étapes multiples, où les biens progressent de façon séquentielle de l'amont vers l'aval avec de la valeur ajoutée à chaque étape¹³. Dans ce contexte, le présent encadré fournit des éléments montrant les effets défavorables des droits de douane sur l'activité économique, dans un contexte d'approvisionnement à l'échelle mondiale et de CVM.

Les échanges commerciaux liés à des CVM, définis ici comme des échanges de biens qui franchissent au moins deux frontières internationales, se sont développés au cours de la décennie précédant la crise financière (en pourcentage du total des échanges commerciaux), avant de se stabiliser par la suite et de diminuer au cours des années les plus récentes pour lesquelles des données sont disponibles (cf. graphique A)¹⁴. Les échanges commerciaux liés à des CVM peuvent être décomposés en liens en amont et liens en aval. Les échanges commerciaux résultant de liens en aval correspondent aux exportations en valeur ajoutée d'un pays, qui ne sont pas absorbées dans la demande finale des partenaires commerciaux directs de ce pays, mais sont réexportées vers des marchés tiers (en général après traitement). Les échanges commerciaux

¹³ Ces chaînes de valeur organisées en séquences sont également appelées « serpents », contrairement aux chaînes d'approvisionnement qualifiées d'« araignées », où plusieurs membres (les parties) s'unissent pour former un corps (l'assemblage) sans séquencement particulier. Baldwin (R.) et Venables (A.J.), « Spiders and snakes: Offshoring and agglomeration in the global economy », *Journal of International Economics*, 90, Elsevier, Amsterdam, 2013, p. 245-254.

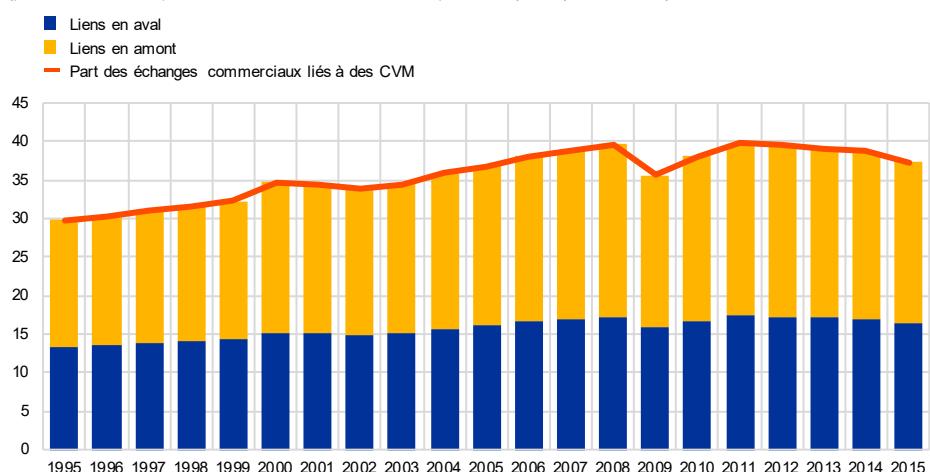
¹⁴ En conséquence, les biens échangés dans le cadre de CVM sont réexportés au moins une fois avant d'être absorbés dans la demande finale (Borin et Mancini, 2019). Ces flux commerciaux peuvent être calculés à partir des tableaux d'entrées-sorties inter-pays (OCDE). Le présent encadré utilise les tableaux OCDE publiés par l'OCDE. À noter que le niveau d'échanges commerciaux liés à des CVM est susceptible de dépendre de la source des tableaux OCDE (base de données OCDE ou WIOD – *World Input Output Database*), tandis que la dynamique observée au fil du temps (cf. graphique A) tend à être assez comparable. Deux publications de tableaux OCDE de l'OCDE sont alignées ici dans le temps afin d'éviter la période d'échantillonnage. Borin (A.) et Mancini (M.), « Measuring What Matters in Global Value Chains and Value-Added Trade », *Policy Research working paper*, WPS 8804, Banque mondiale, 2019.

résultant de liens en amont, en revanche, recouvrent le contenu en production étrangère des exportations d'un pays¹⁵. Les secteurs situés plus en amont de la chaîne d'approvisionnement (par exemple le secteur minier ou le développement de produit) ont en général une plus grande partie de liens en aval, tandis que les secteurs situés plus en aval, tels que les industries manufacturières, tendent à dépendre davantage de liens en amont. Ces considérations sont importantes au regard des effets d'amplification d'un relèvement des droits de douane dus aux CVM, ces effets dépendant notamment de la part de la valeur ajoutée étrangère dans les exportations.

Graphique A

Évolution des échanges commerciaux liés à des CVM entre 1995 et 2015

(part mondiale des exportations liées à des CVM dans les exportations (brutes) totales, en %)



Sources : Tableaux d'entrées-sorties inter-pays (ICIO) de l'OCDE et calculs de la BCE sur la base de Borin et Mancini (2019).
Notes : Les échanges commerciaux liés à des CVM recouvrent l'ensemble des biens échangés qui franchissent au moins deux frontières internationales. Le graphique présente la moyenne pondérée des indicateurs de 64 pays différents.

Les échanges de biens intermédiaires peuvent amplifier l'impact des droits de douane sur l'économie, d'autant plus dans le cas d'une production à étapes multiples à l'échelle internationale. Dans les modèles de commerce international intégrant des liens sectoriels et des échanges de biens intermédiaires, les gains en termes de bien-être produits par la libéralisation des échanges semblent plus élevés que dans les modèles qui n'incluent pas ces caractéristiques. Cela tient au fait que – lorsqu'on recourt à l'approvisionnement à l'échelle mondiale – la réduction des frictions commerciales fait baisser non seulement le prix des biens finaux mais également les coûts des consommations intermédiaires supportés par les entreprises¹⁶. Si, en outre, il s'agit d'une structure de production à étapes multiples à l'échelle mondiale, dans laquelle les différents stades de production sont organisés de manière séquentielle d'une frontière à l'autre, les effets des droits de douane risquent

¹⁵ Les liens en amont recouvrent également la valeur ajoutée domestique qui est comptée deux fois dans la décomposition des exportations brutes. Ces doublons ne sont généralement pas importants.

¹⁶ Cf. par exemple Caliendo (L.) et Parro (F.), « Estimates of the Trade and Welfare Effects of NAFTA », *The Review of Economic Studies*, 82(1), 2015, p. 1-44. Cf. également Jones (C.I.), « Intermediate goods and weak links in the theory of economic development », *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(2), 2011, p. 1-28, qui analyse d'une manière plus générale comment les biens intermédiaires créent des liens entre les entreprises, susceptibles de produire des effets multiplicateurs.

d'être amplifiés¹⁷. Premièrement, comme les biens traversent les frontières à plusieurs reprises dans les processus de production à étapes multiples à l'échelle internationale, ils sont susceptibles d'être taxés chaque fois qu'une frontière est franchie. Deuxièmement, les droits de douane sont généralement prélevés sur la valeur d'importation (brute) totale d'un bien, et non sur la valeur ajoutée à l'étape de production la plus récente. Ainsi, plus la valeur ajoutée à la dernière étape de production est faible (par rapport à la valeur brute), plus le taux effectif de droits de douane appliqué à cette étape de production est élevé.

L'analyse empirique suggère que les relèvements des droits de douane risquent, à moyen terme, de freiner de manière significative l'activité économique des secteurs qui ont recours à des consommations intermédiaires étrangères. Les activités d'approvisionnement à l'échelle mondiale des entreprises signifient que les droits de douane censés protéger des secteurs spécifiques de l'économie risquent dans le même temps de nuire à des producteurs nationaux d'autres secteurs en faisant augmenter le coût de leurs consommations intermédiaires. En outre, la production à étapes multiples à l'échelle internationale implique que les coûts des consommations intermédiaires sont affectés non seulement par la liste des droits de douane appliquée par le pays, mais également par celle appliquée aux étapes de production plus en amont. Par exemple, un droit de douane imposé par les États-Unis sur les exportations chinoises peut affecter les entreprises mexicaines plus en aval si elles utilisent des consommations intermédiaires américaines à contenu chinois. Par conséquent, l'impact des droits de douane sur l'activité économique dépend de la position pays-secteur dans la chaîne d'approvisionnement. Le graphique B présente les réponses impulsionales de la production industrielle en volume à une hausse de un écart type d'une variable mesurant les « droits de douane en amont » pour les pays-secteurs dont les liens en amont sont faibles et forts, respectivement¹⁸. Une hausse des « droits de douane en amont » n'a pas d'incidence significative sur l'activité réelle des secteurs dont les liens commerciaux en amont sont faibles ; on constate en revanche d'importants effets négatifs sur les secteurs en aval de la chaîne de valeur (c'est-à-dire dont les liens en amont sont forts), ce qui semble intuitif étant donné le contenu en consommations

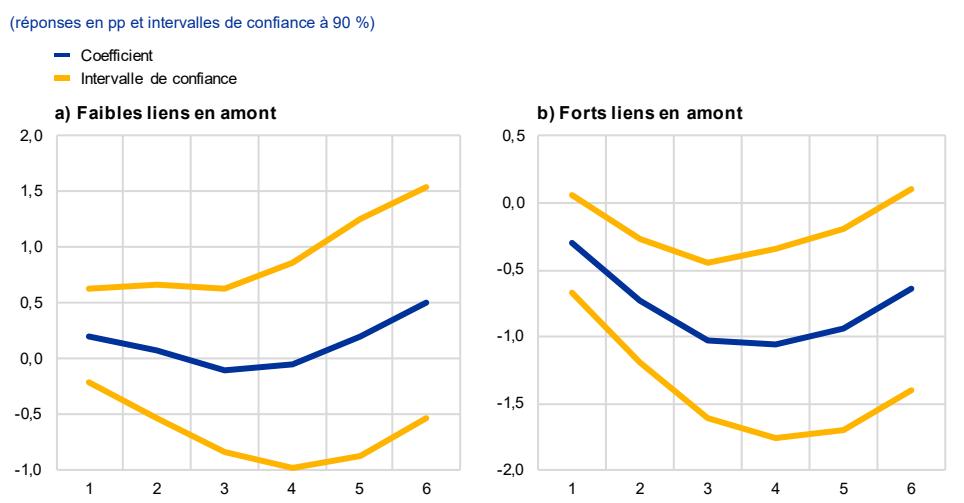
¹⁷ L'importance quantitative de ces effets d'amplification est généralement étudiée dans des modèles commerciaux d'équilibre général avec des résultats contrastés. Par exemple, d'après Yi ainsi qu'Antràs et de Gortari, ces effets d'amplification du processus de production à étapes multiples peuvent être importants, tandis que Johnson et Moxnes suggèrent que ces effets sont limités par rapport à ceux provenant d'un modèle permettant un approvisionnement à l'échelle mondiale. Cf. Yi (K.M.), « *Can Vertical Specialization Explain the Growth of World Trade?* », *Journal of Political Economy*, 111(1), 2003, p. 52-102 ; Yi (K.M.), « *Can multistage production explain the home bias in trade?* », *American Economic Review*, 100, 2010, p. 364-393 ; Antràs (P.) et de Gortari (A.), « *On the Geography of Global Value Chains* », mimeo, Harvard University, 2019 ; Johnson (R.C.) et Moxnes (A.), « *GVCs and trade elasticities with multistage production* », *NBER Working Paper*, n° 26108, 2019.

¹⁸ Les droits de douane en amont correspondent à la moyenne pondérée des droits de douane appliqués aux biens intermédiaires utilisés par un pays-secteur, les pondérations correspondant à la part des consommations intermédiaires dans la production totale d'un pays-secteur. La mesure est élargie pour inclure également les droits de douane imposés par des pays plus en amont de la chaîne d'approvisionnement en suivant les informations relatives aux droits de douane cumulés, présentées par Rouzet et Miroudot à l'aide des tableaux ICIO de l'OCDE. Les données relatives aux droits de douane sont établies au niveau détaillé des produits de la base TRAINS et de l'OMC, à l'aide de l'outil WITS (*World Integrated Trade Solution*) de la Banque mondiale, puis agrégées au niveau des secteurs à l'aide de parts constantes dans les échanges commerciaux calculées à partir de la base de données BACI du CEPII. À noter que les droits de douane imposés en aval de la chaîne de valeur pourraient également affecter la production des secteurs en amont, ce qui n'est pas analysé dans le présent encadré. Rouzet (D.) et Miroudot (S.), « *The cumulative impact of trade barriers along the value chain* », *June 2013 Conference Paper*, GTAP resource n° 4184, 2013.

intermédiaires étrangères de leur production¹⁹. Dans ces secteurs, une hausse égale à un écart type des droits de douane en amont est associée à une baisse d'un point de pourcentage de la production industrielle au bout de trois ans. Cet effet devient statistiquement non significatif au bout de six ans.

Graphique B

Réponses impulsionales de la production industrielle en volume à une augmentation des droits de douane en amont (consommations intermédiaires) sur un horizon de six ans



Sources : Bases UNIDO, OCDE, WITS, BACI, calculs de la BCE.

Notes : Les réponses impulsionales correspondent à un choc sur les droits de douanes d'un écart type. Les pays-secteurs dont les liens en amont sont forts (faibles) sont ceux qui appartiennent au 80^e (20^e) percentile de la distribution de la variable. Les liens en amont mesurent le contenu étranger des exportations d'un pays-secteur et sont calculés à l'aide de l'approche de Borin et Mancini (2019). Les données et la méthode d'estimation sont présentées plus en détail à la note de bas de page 7.

Les effets d'amplification des droits de douane dus à la production à étapes multiples à l'échelle internationale signifient que les flux commerciaux associés aux secteurs en aval sont particulièrement sensibles aux droits de douane, ce qui est cohérent avec les résultats d'estimation obtenus à l'aide d'un modèle de gravité. Dans la mesure où il y a accumulation de valeur de la production le long de la chaîne de valeur, les coûts des échanges commerciaux *ad valorem* (comme les droits de douane) sont plus élevés en termes absolus pour les producteurs situés en aval. En outre, la production à étapes multiples à l'échelle internationale implique que l'économie de coûts résultant de la délocalisation

¹⁹ Les réponses impulsionales sont obtenues à l'aide de la méthode des projections locales de Jorda. Les erreurs type sont regroupées au niveau pays-secteur. L'unité d'observation est un pays-secteur au cours d'une année donnée. La variable résultat d'intérêt est la production industrielle en volume (tirée de la base UNIDO) au niveau de la classification à deux chiffres de la nomenclature CITI. La méthode des projections locales implique que l'évolution de cette variable est régressée sur l'évolution des droits de douane et sur un vecteur de variables de contrôle utilisant deux retards pour chacune des évolutions de la variable dépendante, des variables relatives aux consommations intermédiaires et aux droits de douane protectionnistes et la croissance de la valeur ajoutée nominale. Le modèle contient en outre des effets fixes pays-secteur, secteur-temps et pays-temps afin de tenir compte de divers autres types de facteurs susceptibles d'expliquer l'activité industrielle. Les variables relatives aux droits de douane sont mises en interaction avec une mesure pays-secteur des liens en amont, calculée à l'aide du tableau ICIO de l'OCDE pour l'année 2005, qui représente le milieu de la période d'échantillonnage. L'échantillon couvre la période allant de 1995 à 2017 et porte sur 54 pays et 22 secteurs. L'accent mis sur les droits de douane en amont est susceptible d'atténuer les problèmes d'endogénéité concernant la variable relative aux droits de douane, mais il convient de souligner que l'analyse ne présente pas nécessairement de lien de cause à effet. Jorda (O.), « *Estimation and inference of impulse responses by local projections* », *American Economic Review*, 95(1), 2005, p. 161-182.

concerne uniquement la valeur ajoutée à l'étape de production faisant spécifiquement l'objet d'une délocalisation, alors que les coûts des échanges commerciaux *ad valorem* sont prélevés sur la valeur totale de la production à cette étape. Ces deux aspects suggèrent que les secteurs situés en aval devraient être particulièrement sensibles aux droits de douane, ce qui est cohérent avec les effets d'amplification des droits de douane dus à une production à étapes multiples²⁰. On peut le tester de façon empirique à l'aide d'un modèle de gravité empirique avec droits de douane, dans lequel les exportations bilatérales au niveau sectoriel sont régressées sur des taux de droits de douane bilatéraux sectoriels variables dans le temps et sur plusieurs effets fixes afin de tenir compte d'autres composantes de coût des échanges commerciaux²¹. Ici, le coefficient de droit de douane est autorisé à varier en fonction du degré de contenu étranger dans les exportations bilatérales, afin de déterminer si une part plus importante de contenu étranger (c'est-à-dire plus en amont) est associée à une plus forte sensibilité des coûts des échanges commerciaux. Les résultats empiriques suggèrent en effet que la sensibilité des échanges commerciaux aux droits de douane augmente fortement avec le contenu étranger dans les flux commerciaux bilatéraux (cf. graphique C). Si pour les secteurs dont les liens en amont sont faibles, l'élasticité aux droits de douane est proche de – 0,8, elle sera de – 1,4 environ pour les secteurs présentant un niveau moyennement élevé de contenu étranger et de – 2,1 pour les flux commerciaux donnant lieu à de forts liens en amont²². Ces conclusions sont donc cohérentes avec les importants effets d'amplification des droits de douane observés en présence de chaînes d'approvisionnement organisées de façon séquentielle à l'échelle internationale.

²⁰ Pour de plus amples détails, cf. Johnson (R.C.) et Moxnes (A.), « *GVCs and trade elasticities with multistage production* », *NBER Working Paper*, n° 26108, 2019.

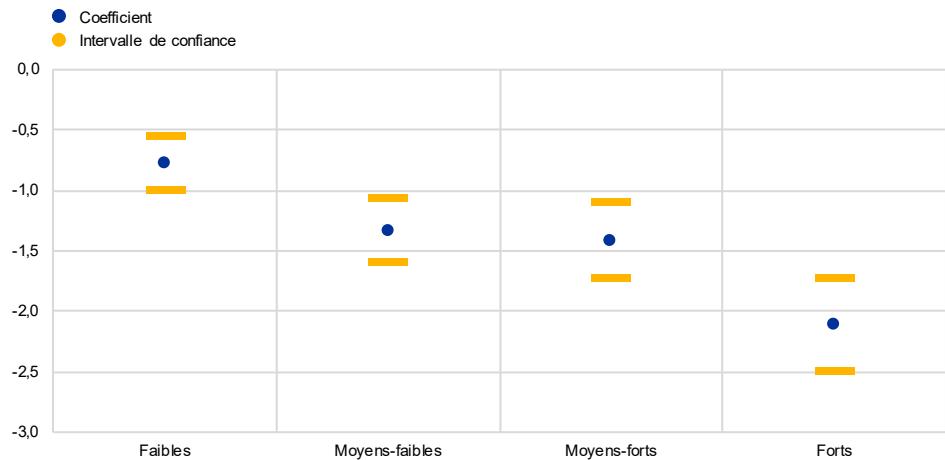
²¹ Le modèle empirique utilisé ressemble à Bergstrand *et al.*, qui étudient des méthodes d'estimation pour modèles de gravité structurels. Par exemple, le modèle contient des effets fixes exportateur-secteur-temps et importateur-secteur-temps ainsi que des effets fixes exportateur-importateur-secteur. Le modèle est estimé à partir de données sectorielles relatives aux échanges commerciaux et à la production, établies à partir des tableaux ICIO de l'OCDE pour la période allant de 1995 à 2015 et couvrant 62 pays et 18 secteurs manufacturiers. Les données relatives aux droits de douane sont tirées de la base WITS. Les erreurs type sont regroupées au niveau sectoriel bilatéral. Les résultats présentés dans le graphique C correspondent à un modèle estimé par la méthode des MCO. L'utilisation du pseudo-maximum de vraisemblance avec loi de Poisson donne des résultats qualitativement analogues, tandis que les estimations fondées sur l'élasticité sont généralement plus élevées. Cf. Bergstrand (J. H.), Larch (M.), et Yotov (Y.V.), « *Economic integration agreements, border effects, and distance elasticities in the gravity equation* », *European Economic Review*, 78, 2015, p. 307-327.

²² Le modèle de gravité repose sur une perspective de long terme. Une élasticité égale à – 1 suggère qu'une hausse de 10 % des droits de douane bilatéraux entraînerait une diminution de 10 % des exportations bilatérales.

Graphique C

Sensibilité des exportations aux droits de douane selon les liens en amont

(coefficients estimés et intervalles de confiance à 95 %)



Sources : Bases OCDE, WITS, BACI, calculs de la BCE.

Notes : Les quatre quartiles de la distribution de la variable relative aux liens en amont correspondent à des liens en amont faibles, moyens-faibles, moyens-forts et forts. Les liens en amont mesurent le contenu étranger des exportations d'un pays-sector et sont calculés à l'aide de l'approche de Borin et Mancini (2019). La variable dépendante correspond aux exportations bilatérales au niveau des secteurs, qui sont régressées sur des taux de droits de douane sectoriels bilatéraux, en tenant compte d'autres facteurs affectant les exportations avec des effets fixes appropriés. Les données et la méthode d'estimation sont présentées plus en détail à la note de bas de page 9.

À la lumière de ce qui précède, on considère souvent que les CVM jouent un rôle dans le conflit commercial qui oppose actuellement les États-Unis à la Chine, en amplifiant les effets d'un relèvement des droits de douane. D'une part, les résultats précédents suggèrent que les droits de douane qui font augmenter les coûts des consommations intermédiaires peuvent peser de manière significative sur les secteurs dont les processus de production font appel aux biens intermédiaires étrangers. Étant donné que les droits de douane imposés par les États-Unis à la Chine ciblent un grand nombre de biens intermédiaires, ce canal pourrait effectivement jouer un rôle important dans le conflit commercial actuel²³. D'autre part, l'importance des effets d'amplification dus à une production à étapes multiples à l'échelle mondiale est moins nette et dépend de la prépondérance d'échanges commerciaux liés à des CVM dans les relations commerciales bilatérales. D'après les données de l'OCDE pour 2015, dans l'ensemble, 25 % environ des échanges commerciaux entre les États-Unis et la Chine ont lieu dans le cadre de liens au sein de CVM (barres autres que bleues du graphique D)²⁴. Pour les deux pays, ce chiffre est inférieur à la part totale des échanges commerciaux liés à des CVM dans les exportations totales ainsi qu'à la part moyenne (pondérée) des échanges commerciaux liés à des CVM dans le commerce mondial (cf. graphique A), ce qui peut s'expliquer par le fait qu'ils sont éloignés l'un de l'autre. De plus, s'agissant des exportations américaines vers la Chine, les liens en aval (barres jaunes du graphique D) sont un indicateur relativement plus pertinent du fait que ces exportations se situent plutôt en amont de

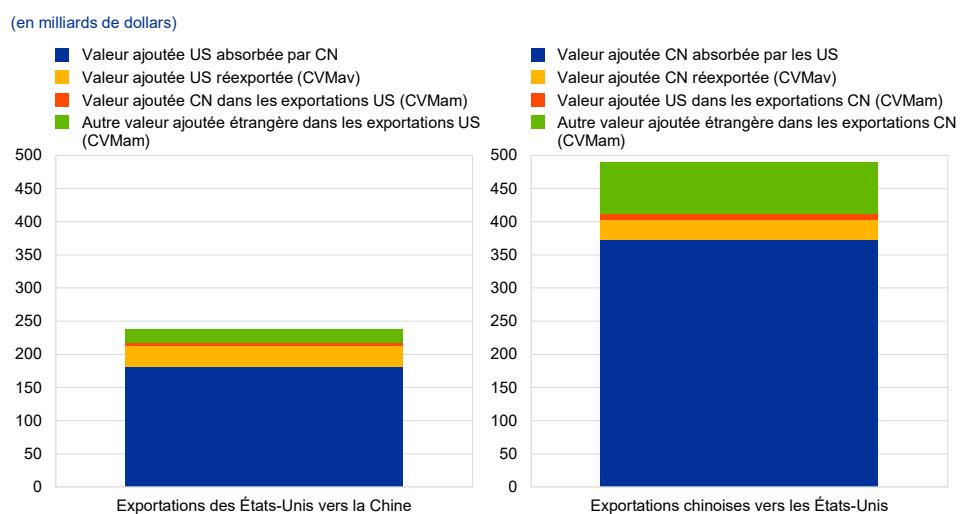
²³ Les biens intermédiaires représentent plus de la moitié de la valeur des produits affectés par les droits de douane imposés par les États-Unis aux importations en provenance de Chine (250 milliards de dollars) au cours du troisième trimestre 2018. Cf., par exemple, Bown (C. P.), Jung (E.) et Lu (Z.), « *Trump and China formalize tariffs on \$260 billion of imports and look ahead to next phase* », Peterson Institute for International Economics Trade and Investment Policy Watch, 20 septembre 2018.

²⁴ À noter que la valeur ajoutée chinoise et américaine absorbée par l'importateur (barres bleues du graphique D) recouvre les biens intermédiaires et les biens finaux.

la chaîne de valeur²⁵. À l'inverse, s'agissant des exportations chinoises vers les États-Unis, la part des liens en amont est plus importante (barres vertes et orange du graphique D), d'où la plus grande sensibilité probable de ces flux commerciaux aux effets d'amplification d'un relèvement des droits de douane liés à l'organisation à étapes multiples de la production évoqués précédemment²⁶.

Graphique D

Décomposition des exportations bilatérales entre la Chine et les États-Unis en 2015



Sources : Tableaux d'entrées-sorties inter-pays (ICIO) de l'OCDE et calculs de la BCE sur la base de Borin et Mancini (2019).

Notes : Les barres bleues recouvrent les biens intermédiaires ainsi que les biens finaux. CVMav et CVMam correspondent aux liens en aval et en amont, respectivement. Les exportations comprennent les biens et les services.

²⁵ Ces liens en aval peuvent impliquer que les coûts liés aux droits de douane sont répercutés sur des marchés tiers en aval de la chaîne de valeur. Cf., par exemple, Mao (H.) et Görg (H.) (2019), « *Friends like this: The Impact of the US – China Trade War on Global Value Chains* », Kiel Center for Globalization Working Paper n° 17.

²⁶ D'après les données de l'OCDE pour 2015, s'agissant de la ventilation sectorielle des échanges bilatéraux bruts, 90 % du total des exportations chinoises (biens et services) vers les États-Unis proviennent du secteur manufacturier, contre moins de 10 % pour les services, le rôle du secteur agricole étant négligeable. En revanche, 50 % environ du total des exportations américaines vers la Chine proviennent du secteur manufacturier, contre 7 % environ pour l'agriculture, le reste étant principalement lié aux activités de service. Si l'on considère uniquement les échanges de biens, presque 55 % des exportations brutes de la Chine vers les États-Unis sont des biens de consommation (y compris les téléphones et ordinateurs portables et les voitures particulières), tandis que les biens intermédiaires et les biens d'équipement représentent environ 30 % et 15 %, respectivement. Les exportations de biens américains vers la Chine sont principalement constituées de biens intermédiaires (plus de 55 %), contre 15 % chacun environ pour les biens d'équipement et de consommation (les 15 % restants sont des produits divers).

2

La réaction du marché au système à deux paliers

Luca Baldo, Cristina Coutinho et Nick Lighthart

Le 30 octobre 2019, la BCE a mis en application un système à deux paliers dans lequel une partie de l'excédent de liquidité détenu par les établissements de crédit auprès de l'Eurosystème n'est pas soumise à une rémunération à des taux négatifs. Le système à deux paliers s'applique à l'excédent de liquidité détenu par les banques sur les comptes courants ouverts auprès de l'Eurosystème mais pas aux avoirs détenus au titre de la facilité de dépôt de la BCE²⁷. L'excédent de liquidité (c'est-à-dire l'excédent des avoirs de réserve par rapport aux réserves obligatoires) non soumis aux taux négatifs est rémunéré à 0 % au lieu du taux de la facilité de dépôt actuellement fixé à – 0,5 %.

Ce système à deux paliers vise à soutenir la transmission bancaire de la politique monétaire pour préserver la contribution globalement positive des taux d'intérêt négatifs à l'orientation accommodante de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs a fixé la part de l'excédent de liquidité non soumise à la rémunération négative (quota exempté) à six fois le montant des réserves obligatoires d'un établissement de crédit. Le multiplicateur est le même pour tous les établissements et a été choisi pour favoriser la transmission du taux négatif de la facilité de dépôt aux taux débiteurs bancaires en contrebalançant une partie de l'impact défavorable des taux négatifs sur la rentabilité des banques, tout en garantissant également que les taux à court terme du marché monétaire de l'euro restent proches de ce taux directeur. Le multiplicateur et le taux de rémunération de l'excédent de liquidité non soumis au taux de la facilité de dépôt peuvent être modifiés au fil du temps afin de garantir que les banques continuent d'octroyer des prêts à leurs clients à des conditions qui reflètent intégralement l'orientation souhaitée de la politique monétaire.

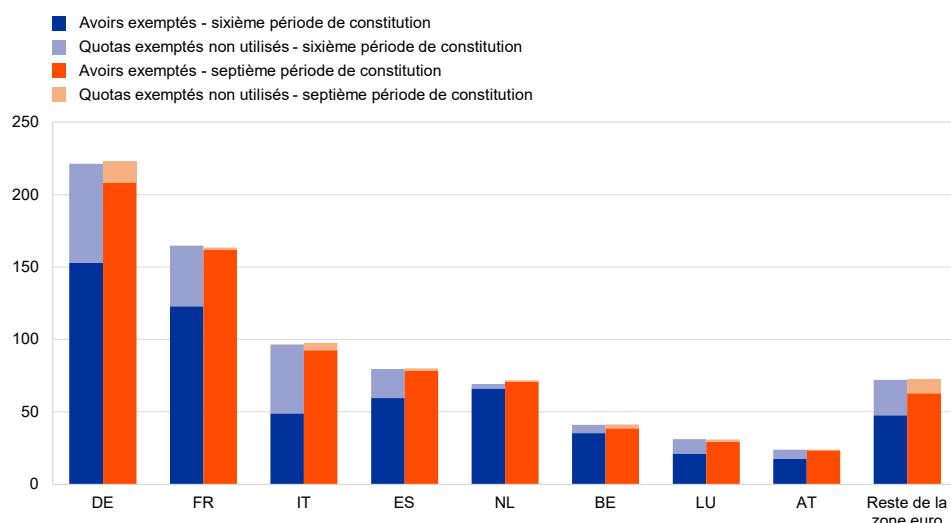
Avec l'introduction du système à deux paliers, les banques détenant des excédents de liquidité inférieurs à leur quota exempté ont accru leurs excédents de liquidité en empruntant auprès des banques qui dépassaient leurs quotas. Le 30 octobre 2019, c'est-à-dire le jour où le système à deux paliers est entré en vigueur, les banques ont réduit leurs quotas exemptés non utilisés, les ramenant de 28 % à 13 % des quotas exemptés totaux. Au cours des jours suivants, les banques qui n'avaient pas complètement utilisé leurs quotas exemptés ont continué d'accroître progressivement leurs excédents de liquidité jusqu'à ce que, le 11 décembre, moins de 5 % des quotas soient inutilisés (cf. graphique A). Dans le même temps, les excédents de liquidité détenus par les banques au-delà de leurs quotas exemptés ont légèrement diminué, indiquant une redistribution de l'excédent de liquidité par le biais des marchés monétaires ou d'autres canaux, conformément aux incitations prévues par le système à deux paliers (cf. graphique B).

²⁷ La BCE a également publié des informations supplémentaires sur le [système à deux paliers pour la rémunération des excédents de liquidité](#).

Graphique A

Excédents de liquidité non soumis au taux de la facilité de dépôt et quotas exemptés par pays

(en milliards d'euros)



Source : BCE

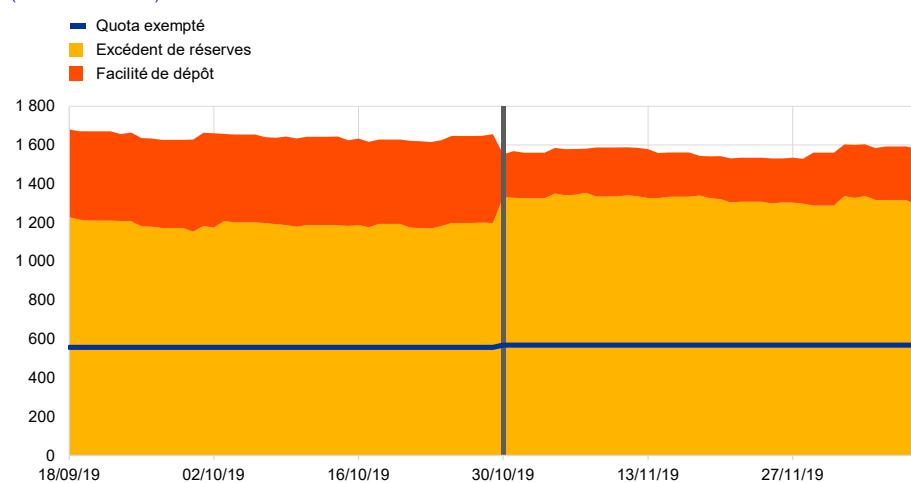
Notes : Les avoirs de réserves non soumis au taux de la facilité de dépôt et les quotas exemptés non utilisés sont calculés sur la base des différents excédents de liquidité moyens (excédents de réserves plus recours à la facilité de dépôt) pour la sixième période de constitution des réserves et sur la base des excédents de liquidité moyens (jusqu'au 24 novembre) pour la septième période de constitution.

Dernières observations : 11 décembre 2019

Graphique B

Évolutions de l'excédent de liquidité détenu par les banques au-delà de leurs quotas exemptés

(en milliards d'euros)



Source : BCE

Notes : Excédents de réserves et recours à la facilité de dépôt des banques au-delà de leurs quotas exemptés au cours de la sixième période de constitution des réserves et au début de la septième période de constitution. La ligne grise indique le début de la septième période de constitution (30/10/2019).

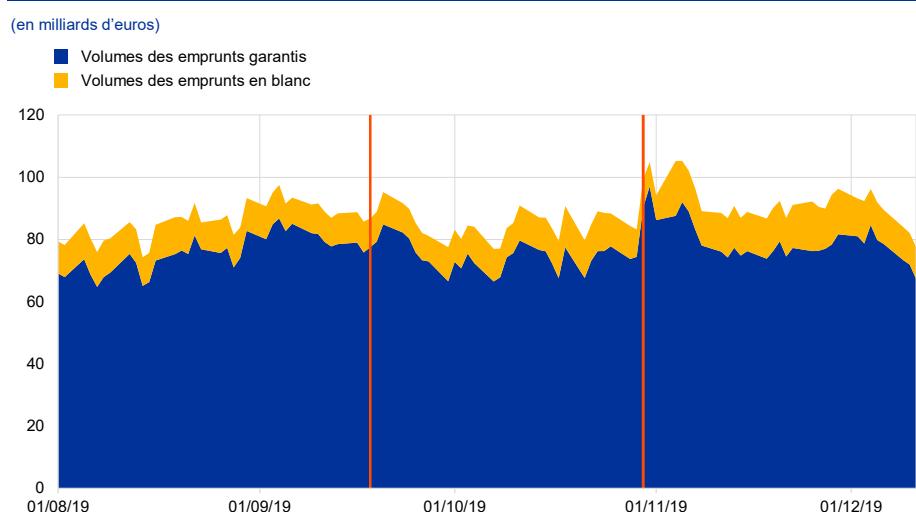
Dernières observations : 11 décembre 2019

L'essentiel de l'accroissement des emprunts des banques sur le marché monétaire s'est opéré via des opérations garanties. Les données relatives aux transactions pour un sous-ensemble de banques ayant des quotas exemptés non

utilisés montrent que lors des premiers jours qui ont suivi la mise en œuvre du système à deux paliers, celles-ci ont accru le volume quotidien moyen de leurs emprunts garantis de 15 milliards d'euros environ, tout en laissant globalement inchangé le volume de leurs emprunts en blanc (cf. graphique C). Toutefois, le recours au marché monétaire pour compléter les quotas exemptés non utilisés a diminué par la suite. Les banques peuvent adopter d'autres stratégies en dehors du marché monétaire pour compléter les quotas, telles que des ventes d'actifs et le recours à d'autres formes de financement.

Graphique C

Volumes des emprunts de court terme garantis et en blanc pour les banques disposant de quotas exemptés non utilisés



Sources : BCE, MMSR

Notes : Emprunts d'espèces sur les segments garanti et en blanc d'échéances les plus courtes (ON (*overnight*), TN (*tom/next*) et SN (*spot/next*)) pour les banques reportant dans MMSR et ayant des quotas exemptés non utilisés calculés sur la base de leur excédent de liquidité au cours de la sixième période de constitution des réserves. Les lignes rouges indiquent le début de la sixième période de constitution des réserves (18/09/2019) et de la septième période de constitution (30/10/2019).

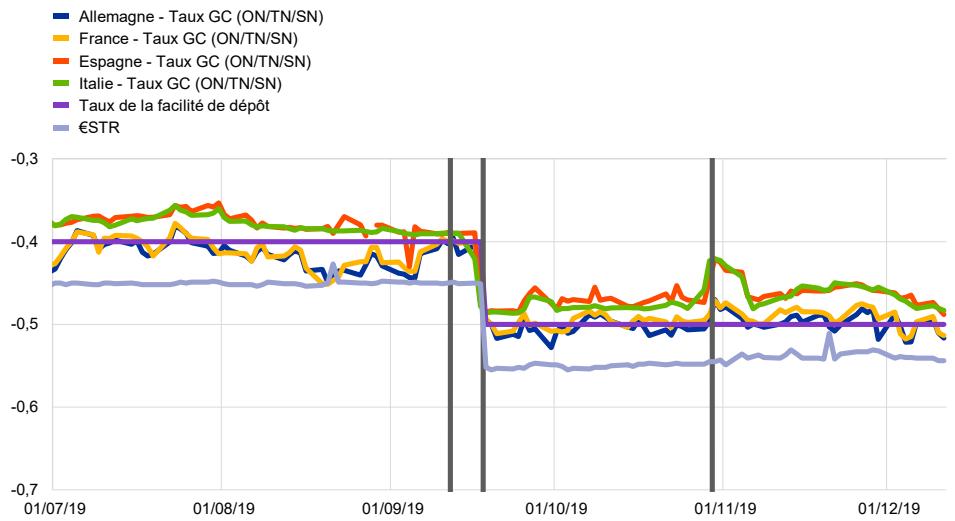
Dernières observations : 11 décembre 2019

Même si l'augmentation de l'activité de négociation a temporairement coïncidé avec une hausse des taux du marché monétaire, l'expérience acquise au cours des six premières semaines de mise en œuvre du système à deux paliers montre que ces taux n'ont été que légèrement affectés et demeurent alignés de façon satisfaisante avec le taux directeur. Après la mise en œuvre du système à deux paliers, l'€STR, taux d'intérêt au jour le jour sur les opérations d'emprunt en blanc sur le marché interbancaire, est revenu à un niveau proche de son niveau moyen calculé sur la période allant du 1^{er} au 29 octobre. Les taux des emprunts garantis ont temporairement enregistré une hausse allant jusqu'à 6 points de base dans les principaux pays de la zone euro, mais sont revenus depuis à des niveaux se situant dans la fourchette de volatilité observée avant le démarrage du système à deux paliers (cf. graphique D).

Graphique D

Taux des prêts interbancaires en blanc et garantis

(en pourcentage)



Sources : BCE, MTS, NEX

Notes : Les taux des pensions GC sont les taux moyens pondérés des volumes pour les garanties allemandes, françaises, espagnoles et italiennes, et les opérations assorties d'échéances O/N, T/N, S/N avec la même date de transaction. Les lignes grises signalent le Conseil des gouverneurs de septembre (12/09/2019), le début de la sixième période de constitution des réserves (18/09/2019) lorsque la réduction de 10 points de base du taux de la facilité de dépôt a pris effet, et le début de la septième période de constitution (30/10/2019) lorsque le système à deux paliers est entré en vigueur. Pré-€ESTR jusqu'au 30 septembre, €ESTR à partir du 1^{er} octobre.

Dernières observations : 11 décembre 2019

3

Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 31 juillet au 29 octobre 2019

Luca Baldo et Denis Lungu

Cet encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE durant les cinquième et sixième périodes de constitution de réserves de 2019, qui se sont déroulées du 31 juillet au 17 septembre 2019 et du 18 septembre au 29 octobre 2019, respectivement. La période sous revue recouvre un important train de mesures de politique monétaire adoptées par le Conseil des gouverneurs le 12 septembre 2019. Ce train de mesures se compose de cinq éléments : (a) une réduction du taux d'intérêt de la facilité de dépôt de – 0,40 % à – 0,50 %, à compter du 18 septembre, en maintenant inchangés les taux des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal, à 0,00 % et 0,25 %, respectivement ; (b) des ajustements de la *forward guidance* sur les taux d'intérêt de la BCE ; (c) la reprise des achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) à partir du 1^{er} novembre ; (d) des modifications des modalités de la nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) ; et (e) l'introduction d'un système de rémunération des réserves à deux paliers, en vigueur à compter de la septième période de constitution des réserves débutant le 30 octobre 2019. En parallèle, l'Eurosystème a poursuivi le réinvestissement, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance achetés dans le cadre de l'APP. De plus, le 2 octobre 2019, la BCE a commencé à publier le taux à court terme de l'euro ou €STR, nouveau taux de référence des opérations d'emprunt en blanc au jour le jour pour la zone euro. À partir de cette date, la méthodologie de calcul du taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) a également été modifiée pour calculer l'Eonia en appliquant un *spread fixe* de 8,5 points de base au-dessus de l'€STR.

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 1 559,5 milliards d'euros, en hausse de 48,2 milliards par rapport à la précédente période sous revue (qui couvrait les troisième et quatrième périodes de constitution des réserves de 2019 ; cf. tableau A). Cette variation du besoin de refinancement résulte en grande partie de l'évolution du solde des facteurs autonomes, qui a augmenté de 45,6 milliards d'euros pour s'établir à 1 426,9 milliards.

L'augmentation du solde des facteurs autonomes résulte d'une hausse des facteurs de retrait de liquidité qui a plus que compensé la croissance des facteurs d'apport de liquidité. Les facteurs de retrait de liquidité ont augmenté essentiellement en raison des « autres facteurs autonomes », qui ont progressé en moyenne de 57,6 milliards d'euros pour s'inscrire à 846,4 milliards. Les billets en circulation ont augmenté en moyenne de 17,8 milliards d'euros pour s'inscrire à 1 251,8 milliards. Les dépôts des administrations publiques sont ressortis en

hausse de 11,9 milliards d'euros à 282,4 milliards, en moyenne, au cours de la période sous revue et ont atteint un pic historique de 298,6 milliards lors de la sixième période de constitution des réserves. Parmi les facteurs autonomes d'apport de liquidité, les avoirs extérieurs nets sont ressortis en hausse de 38,5 milliards d'euros, à 737,9 milliards, tandis que les actifs nets libellés en euros sont demeurés pratiquement inchangés à 216,1 milliards (en hausse de 3,2 milliards).

Les engagements de l'Eurosystème envers les non-résidents de la zone euro ont diminué au cours de la période sous revue et ont affiché un profil saisonnier moins prononcé fin septembre qu'à la fin du trimestre précédent et qu'à fin septembre 2018²⁸.

Tableau A
Situation de liquidité de l'Eurosystème

Engagements (moyennes ; en milliards d'euros)	Période sous revue actuelle : du 31 juillet au 29 octobre 2019				Précédente période sous revue : du 17 avril au 30 juillet 2019
	Cinquième et sixième périodes de constitution	Cinquième période de constitution : du 31 juillet au 17 septembre	Sixième période de constitution : du 18 septembre au 29 octobre	Troisième et quatrième périodes de constitution	
Facteurs autonomes de la liquidité	2 380,7 (+87,3)	2 345,3 (+6,3)	2 421,9 (+76,6)	2 293,3 (+57,2)	
Billets en circulation	1 251,8 (+17,8)	1 251,1 (+10,2)	1 252,7 (+1,7)	1 234,1 (+21,8)	
Dépôts des administrations publiques	282,4 (+11,9)	268,5 (-27,4)	298,6 (+30,1)	270,5 (+7,2)	
Autres facteurs autonomes ¹	846,4 (+57,6)	825,7 (+23,4)	870,5 (+44,8)	788,7 (+28,2)	
Excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires	1 225,2 (-17,2)	1 199,5 (-4,8)	1 255,3 (+55,8)	1 242,4 (-0,7)	
Instruments de politique monétaire	642,6 (-74,9)	687,8 (-14,5)	589,8 (-98,0)	717,5 (-40,1)	
Réserves obligatoires	132,6 (+2,5)	132,0 (+0,6)	133,2 (+1,2)	130,1 (+1,9)	
Facilité de dépôt	510,0 (-77,4)	555,7 (-15,1)	456,6 (-99,1)	587,4 (-42,0)	
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	

Source : BCE.

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

1) Calculé par la somme des comptes de réévaluation, autres créances et engagements des résidents de la zone euro, capital et réserves.

²⁸ Les engagements en euros de l'Eurosystème envers les non-résidents de la zone euro sont constitués principalement des dépôts libellés en euros sur des comptes ouverts auprès de l'Eurosystème par les banques centrales de pays n'appartenant pas à la zone euro. En fin de trimestre, les banques centrales des pays hors zone euro augmentent généralement leurs dépôts auprès des banques centrales nationales de l'Eurosystème car les banques commerciales sont moins disposées à les accepter. En effet, les banques centrales hors zone euro déposent également leur liquidité auprès des banques commerciales de la zone euro, sauf aux dates de déclaration (c'est-à-dire les fins de trimestre) lorsque les banques commerciales ont tendance à alléger leurs bilans. Le 30 septembre, les engagements libellés en euros envers des non-résidents de la zone euro sont ressortis en hausse à 252,2 milliards d'euros, contre une moyenne de 223,1 milliards au cours de la sixième période de constitution. Cela a représenté un effet moins prononcé que celui observé le 30 juin 2019, lorsque ces engagements avaient atteint 277,4 milliards d'euros, contre une moyenne de 243,7 milliards lors de la quatrième période de constitution. Un an plus tôt, le 30 septembre 2018, le même poste du bilan était ressorti en hausse à 301,7 milliards d'euros, contre une moyenne de 264,7 milliards au cours de la sixième période de constitution de 2018.

Avoirs

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 31 juillet au 29 octobre 2019					Précédente période sous revue : du 17 avril au 30 juillet 2019		
	Cinquième et sixième périodes de constitution	Cinquième période de constitution : du 31 juillet au 17 septembre	Sixième période de constitution : du 18 septembre au 29 octobre	Troisième et quatrième périodes de constitution				
Facteurs autonomes de la liquidité	954,0	(+41,7)	924,7	(+3,9)	988,2	(+63,5)	912,3	(+44,2)
Avoirs extérieurs nets	737,9	(+38,5)	720,2	(+9,9)	758,5	(+38,3)	699,4	(+27,9)
Avoirs nets libellés en euros	216,1	(+3,2)	204,5	(-6,0)	229,7	(+25,2)	213,0	(+16,3)
Instruments de politique monétaire	3 294,6	(-46,6)	3 307,9	(-17,2)	3 279,2	(-28,7)	3 341,2	(-27,9)
Opérations d' <i>open market</i>	3 294,6	(-46,6)	3 307,9	(-17,2)	3 279,2	(-28,7)	3 341,2	(-27,9)
Opérations d'appels d'offres	683,9	(-31,1)	695,5	(-9,3)	670,5	(-25,0)	715,1	(-12,6)
Opérations principales de refinancement	2,5	(-2,6)	3,0	(-1,6)	2,0	(-1,0)	5,1	(-0,8)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	2,9	(-0,3)	3,0	(-0,2)	2,8	(-0,3)	3,3	(-0,7)
Opérations TLTRO II	677,2	(-29,5)	689,4	(-7,4)	662,9	(-26,5)	706,7	(-11,2)
Opérations TLTRO III	1,3	(+1,3)	0,0	(+0,0)	2,8	(+2,8)	0,0	(+0,0)
Portefeuilles d'achats fermes de titres	2 610,7	(-15,1)	2 612,4	(-8,0)	2 608,7	(-3,7)	2 625,9	(-15,4)
1 ^{er} programme d'achats d'obligations sécurisées	2,8	(-0,3)	2,8	(-0,1)	2,8	(-0,1)	3,1	(-1,0)
2 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	3,2	(-0,3)	3,4	(-0,1)	3	(-0,3)	3,5	(-0,4)
3 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	260,9	(-0,8)	261,2	(-0,3)	260,6	(-0,5)	261,7	(-0,5)
Programme pour les marchés de titres	52,8	(-8,6)	54	(-5,7)	51,4	(-2,6)	61,4	(-3,9)
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	26,1	(-0,1)	26	(-0,0)	26,2	(+0,2)	26,1	(-0,0)
Programme d'achats de titres du secteur public	2 087,6	(-4,8)	2 087,8	(-1,4)	2 087,4	(-0,4)	2 092,4	(-9,2)
Programme d'achats de titres du secteur des entreprises	177,3	(-0,4)	177,2	(-0,4)	177,4	(+0,1)	177,7	(-0,3)
Facilité de prêt marginal	0,0	(-0,2)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,2	(+0,1)

Source : BCE.

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

Autres informations fondées sur la liquidité

(moyennes, en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 31 juillet au 29 octobre 2019					Précédente période sous revue : du 17 avril au 30 juillet 2019	
	Cinquième et sixième périodes de constitution	Cinquième période de constitution : du 31 juillet au 17 septembre	Sixième période de constitution : du 18 septembre au 29 octobre	Troisième et quatrième périodes de constitution			
Besoin global de refinancement ¹	1 559,5 (+48,2)	1 552,7 (+2,6)	1 567,4 (+14,8)	1 511,3 (+14,9)			
Solde des facteurs autonomes ²	1 426,9 (+45,6)	1 420,6 (+2,0)	1 434,2 (+13,6)	1 381,3 (+13,0)			
Excédent de liquidité ³	1 735,2 (-94,5)	1 755,2 (-19,9)	1 711,8 (-43,4)	1 829,6 (-42,9)			

Source : BCE.

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

1) Calculé comme la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires.

2) Calculé comme la différence entre les facteurs autonomes de la liquidité du côté des engagements et les facteurs autonomes de la liquidité du côté des avoirs. Dans ce tableau, le solde des facteurs autonomes inclut également les « éléments en cours de règlement ».

3) Calculé comme la somme de l'excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires et du recours à la facilité de dépôt moins le recours à la facilité de prêt marginal.

Évolutions des taux d'intérêt

(moyennes ; pourcentages)

	Période sous revue actuelle : du 31 juillet au 29 octobre 2019					Précédente période sous revue : du 17 avril au 30 juillet 2019	
	Cinquième et sixième périodes de constitution	Cinquième période de constitution : du 31 juillet au 17 septembre	Sixième période de constitution : du 18 septembre au 29 octobre	Troisième et quatrième périodes de constitution			
Opérations principales de refinancement	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	
Facilité de prêt marginal	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	
Facilité de dépôt	-0,45 (-0,05)	-0,40 (+0,00)	-0,50 (-0,10)	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	
Eonia ¹	-0,408 (-0,04)	-0,362 (+0,01)	-0,462 (-0,10)	-0,363 (+0,00)	-0,462 (-0,10)	-0,363 (+0,00)	
€STR ²	-0,496 (-0,05)	-0,450 (+0,00)	-0,550 (-0,10)	-0,450 (-0,00)	-0,550 (-0,10)	-0,450 (-0,00)	

Source : BCE.

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

1) Correspond à l'€STR majoré de 8,5 points de base depuis le 1^{er} octobre 2019.

2) Les chiffres pré-€STR sont intégrés aux calculs des moyennes antérieures au 30 septembre 2019.

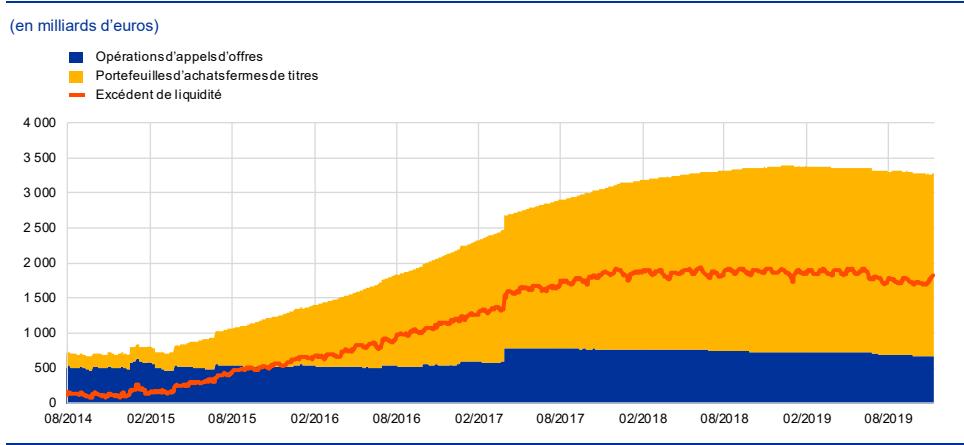
Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations d'*open market* (opérations d'appels d'offres et portefeuilles de titres liés à la mise en œuvre de la politique monétaire) a diminué de 46,6 milliards d'euros pour s'établir à 3 294,6 milliards (cf. graphique A). Cette diminution est imputable à une baisse de la demande dans les opérations d'appels d'offres ainsi qu'à une plus faible

injection de liquidité provenant des portefeuilles de politique monétaire, en raison des remboursements de titres achetés auparavant dans le cadre du Programme pour les marchés de titres et d'une légère baisse de la valeur comptable des actifs acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs du secteur public (PSPP).

Graphique A

Évolution de la liquidité fournie par les 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 diminué au cours de la période sous revue, de 31,1 milliards d'euros, pour s'établir à 683,9 milliards. Cette évolution est principalement imputable à une baisse de la liquidité fournie par les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO). Les montants empruntés dans le cadre des TLTRO II ont diminué de 29,5 milliards d'euros en moyenne au cours de la période sous revue en raison de remboursements volontaires anticipés de 31,8 milliards d'euros réglés le 25 septembre. Cette évolution n'a été que partiellement compensée par une allocation de 3,4 milliards d'euros lors de la première opération TLTRO III réglée le même jour. Cette moindre demande de la part des contreparties a également entraîné une baisse de la fourniture de liquidité via les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois, qui a diminué de 2,6 milliards et de 0,3 milliard d'euros, ressortant, en moyenne, à 2,5 milliards et 2,9 milliards d'euros, respectivement.

La liquidité fournie par le biais des portefeuilles de titres de l'Eurosystème liés à la mise en œuvre de la politique monétaire a diminué de 15,1 milliards d'euros pour s'établir à 2 610,7 milliards en raison des remboursements d'obligations détenues dans le cadre du Programme pour les marchés de titres et d'une légère diminution dans le PSPP. Les remboursements d'obligations détenues dans le cadre du programme pour les marchés de titres et des deux programmes précédents d'achats d'obligations sécurisées se sont élevés au total à 9,1 milliards d'euros au cours de la période sous revue. S'agissant de l'APP, tandis que les achats nets se sont interrompus entre le 1^{er} janvier 2019 et le 31 octobre 2019, les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance ont continué d'être réinvestis. Même avec le réinvestissement intégral, des écarts limités et temporaires

de la taille globale et de la composition de l'APP sont susceptibles de se produire pour des raisons opérationnelles²⁹. En conséquence, la valeur comptable du PSPP a légèrement diminué durant la période sous revue, de 4,8 milliards d'euros, pour s'établir à 2 087,6 milliards, en moyenne.

Excédent de liquidité

Suite aux évolutions examinées en détail précédemment, l'excédent de liquidité moyen a diminué par rapport à la précédente période sous revue, de 94,5 milliards d'euros, pour s'établir à 1 735,2 milliards (cf. graphique A).

Cette baisse reflète une augmentation du solde des facteurs autonomes et une diminution de la liquidité fournie par les opérations d'appels d'offres et les portefeuilles de titres de l'Eurosystème liés à la mise en œuvre de la politique monétaire. Au cours de la sixième période de constitution des réserves, le recours à la facilité de dépôt a diminué de 99,1 milliards d'euros, tandis que l'excédent de liquidité déposé sur les comptes courants a augmenté de 55,8 milliards. Cette évolution suggère que certains intermédiaires ont commencé à transférer des fonds de la facilité de dépôt vers les comptes courants en prévision de la mise en œuvre du système de rémunération des réserves à deux paliers, annoncée le 12 septembre 2019, la rémunération nulle s'appliquant uniquement aux fonds détenus sur les comptes courants. Le système à deux paliers s'applique à partir de la septième période de constitution débutant le 30 octobre 2019 et n'affecte donc pas la rémunération de l'excédent de liquidité de la période sous revue. Les avoirs de réserves des contreparties sont calculés sur la base des soldes moyens de fin de journée calendaire des comptes courants des établissements au cours de la période de constitution des réserves.

Évolutions des taux d'intérêt

Au cours de la période sous revue, le 2 octobre, l'ESTR a été publié pour la première fois³⁰. Sur la base d'une comparaison avec des données antérieures à la publication, aucune variation de l'ESTR n'a été observée autour de la date de la première publication.

La baisse du taux de la facilité de dépôt à – 0,50 % à compter du 18 septembre a été transmise aux taux à court terme du marché monétaire. Sur le compartiment des opérations en blanc du marché monétaire, la réduction de 10 points de base du taux de la facilité de dépôt a été intégralement répercutee sur l'ESTR, celui-ci ressortant en moyenne à – 0,550 % au cours de la sixième période de constitution des réserves, contre – 0,450 % lors de la cinquième période³¹. L'Eonia est également revenu de – 0,362 % à – 0,462 % sur la même période. La baisse du taux de la facilité de dépôt s'est également répercutee sur les taux des prêts garantis du marché monétaire. Entre la cinquième et la sixième période de constitution des réserves, les

²⁹ Cf. l'article intitulé « *Bilan du programme d'achats d'actifs de l'Eurosystème après l'arrêt des achats nets d'actifs* », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2019.

³⁰ Cf. l'encadré intitulé « *Adieu Eonia, bienvenue à ESTR !* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2019.

³¹ Les données pré-ESTR sont incluses avant le 30 septembre 2019 pour des raisons de comparabilité.

taux moyens des opérations de pension au jour le jour pour le panier de garanties standard et le panier étendu sur le marché *general collateral* (GC) *pooling*³² ont diminué de 0,097 %, à – 0,502 %, et de 0,094 %, à – 0,491 %, respectivement.

³² Le marché GC *Pooling* permet de négocier les accords de pension sur la plateforme Eurex contre des paniers standardisés de garanties.

4

Indicateurs relatifs à la situation sur le marché du travail dans la zone euro

Vasco Botelho et António Dias da Silva

Cet encadré présente deux outils complémentaires pour évaluer les performances du marché du travail dans la zone euro. Le premier est un outil de visualisation sous la forme d'un graphique en toile d'araignée qui présente 18 variables caractérisant la situation actuelle sur le marché du travail de la zone euro. Le second applique une analyse en composantes principales aux variables présentées dans le graphique en toile d'araignée. Cette approche résume les informations disponibles relatives à la situation sur le marché du travail de la zone euro à travers deux indicateurs synthétiques³³ : le niveau d'activité et la dynamique du marché du travail. L'indicateur du niveau d'activité compare les évolutions du marché du travail au fil du temps, tandis que l'indicateur relatif à la dynamique du marché du travail évalue le taux de variation des performances de ce marché. L'analyse présentée porte sur la zone euro dans son ensemble et ne montre pas complètement l'hétérogénéité entre les marchés du travail des différents pays.

L'outil de visualisation pour le marché du travail de la zone euro est présenté dans le graphique A, qui retrace la situation du marché du travail à l'aide d'une approche « multifocale »³⁴. Cet outil permet d'obtenir une vue d'ensemble rapide du marché du travail en comparant les valeurs actuelles de chacune des séries temporelles avec leurs résultats les meilleurs et les plus mauvais depuis 2005. Il permet également de comparer les conditions actuelles sur le marché du travail avec celles observées à d'autres moments, tels que le pic d'avant la crise (premier trimestre 2008) et le début de la reprise économique (premier trimestre 2013). Les variables présentées dans le graphique A reflètent la complexité du marché du travail. Dès lors, ces variables ne se limitent pas à la dynamique actuelle de l'emploi et du chômage, mais elles fournissent également des informations supplémentaires sur d'autres facteurs qui caractérisent la situation sur le marché du travail pour les salariés comme pour les entreprises, tels que a) la situation du chômage en termes de durée et d'âge, b) les flux sur le marché du travail et les postes vacants affichés, c) l'utilisation du facteur travail et ses implications pour la productivité du travail et les salaires réels, et d) les facteurs structurels susceptibles d'influencer les évolutions observées actuellement sur le marché du travail.

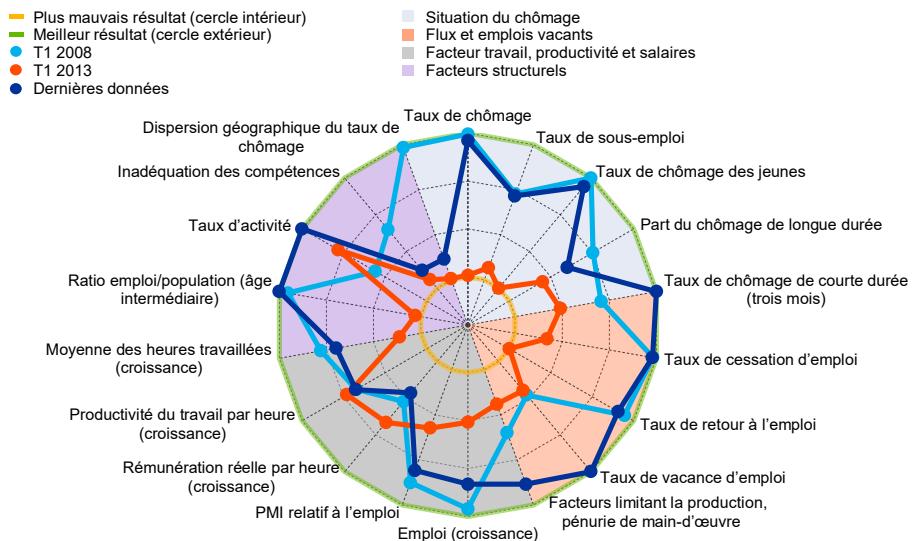
³³ L'approche méthodologique suit celle utilisée pour les « *Labor Market Conditions Indicators (LMCI)* » (indicateurs relatifs à la situation sur le marché du travail) de la Banque de réserve fédérale de Kansas City. D'autres LMCI ont été développés par la [Banque de réserve d'Australie](#), la [Banque du Canada](#) et la [Banque de réserve de Nouvelle-Zélande](#), en utilisant une approche similaire.

³⁴ La présentation des variables du marché du travail sous cette forme s'inspire du « *Labor Market Distributions Spider Chart* » de la Banque de réserve fédérale d'Atlanta, qui est un outil développé pour suivre les évolutions générales sur le marché du travail au fil du temps. L'approche par visualisation est légèrement différente du graphique de la Banque de réserve fédérale d'Atlanta, dans la mesure où l'approche présentée dans cet encadré ne procède pas à un classement par ordre des données. À la place, les valeurs sont normées afin que les résultats les meilleurs et les plus mauvais au cours de la période d'échantillon puissent être comparés entre les variables. Les dates du cycle économique qui définissent le pic avant la crise de 2008-2009 et le creux indiquant le début de la reprise économique sont tirées des annonces du Comité de datation du cycle conjoncturel de la zone euro du Centre de recherche sur la politique économique (CEPR) ([Centre for Economic Policy Research's \(CEPR\) Euro Area Business Cycle Dating Committee](#)).

Graphique A

Vue d'ensemble du marché du travail de la zone euro depuis 2005

(cercle intérieur : plus mauvais résultat depuis le T1 2005 ; cercle extérieur : meilleur résultat depuis le T1 2005 ; valeurs normées pour chaque variable)



Sources : Eurostat (statistiques à court terme et Enquête sur les forces de travail pour toutes les variables liées au chômage, le ratio emploi/population et le taux d'activité ; statistiques relatives aux emplois vacants pour le taux de vacance d'emploi ; et enquêtes nationales pour l'emploi, la rémunération, les heures travaillées et la productivité), Commission européenne (enquêtes auprès des chefs d'entreprises et des consommateurs pour les facteurs limitant la production (pénurie de main-d'œuvre), Markit (pour l'indice des directeurs d'achat, PMI) et calculs des services de la BCE. De plus amples informations sont fournies à la note de bas de page n° 3 pour les taux de retour à l'emploi et de cessation d'emploi et à la note de bas de page n° 4 pour la dispersion géographique du chômage et l'inadéquation des compétences. Pour l'indice des directeurs d'achat relatif à l'emploi et les facteurs limitant la production (pénurie de main-d'œuvre), la dernière observation se rapporte à octobre 2019 ; pour le taux de chômage, la dispersion géographique du taux de chômage et la croissance de l'emploi (estimation rapide), la dernière observation se rapporte à septembre 2019 ; et pour les variables restantes, la dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2019.

Notes : a) tous les taux de croissance sont définis en glissement annuel ; b) l'âge intermédiaire est défini pour couvrir l'ensemble des personnes âgées de 25 à 54 ans ; c) le taux de chômage des jeunes est défini pour les personnes âgées de 15 à 24 ans ; d) le taux de sous-emploi est rétropolé pour la période allant du premier trimestre 2005 au quatrième trimestre 2007 en utilisant une interpolation par spline cubique où le nombre de travailleurs à temps partiel involontaire dans la zone euro joue le rôle d'une approximation (*proxy*) pour calculer le nombre de travailleurs à temps partiel en sous-emploi sur cette période ; e) le meilleur résultat est défini pour chaque variable, soit comme le plus bas niveau obtenu depuis le premier trimestre 2005, qui est appliqué à toutes les variables liées à la situation du chômage sur le marché du travail, au taux de cessation d'emploi, à la part du chômage de longue durée, à l'indicateur relatif à l'inadéquation des compétences et à la dispersion géographique du taux de chômage, soit comme le plus haut niveau obtenu depuis le premier trimestre 2005 ; et f) le plus mauvais résultat est défini inversement au meilleur résultat.

Le graphique A montre que même si certaines variables du marché du travail sont proches de leurs valeurs d'avant la crise, la structure sous-jacente du marché du travail a considérablement changé. Le taux de chômage, le taux de sous-emploi et le taux de chômage des jeunes sont proches de leurs niveaux d'avant la crise, même si le taux de sous-emploi est toujours légèrement supérieur à son meilleur résultat depuis 2005. Le taux de chômage par durée est sensiblement différent du chiffre enregistré avant la crise : le taux de chômage de courte durée se situe à son plus bas niveau depuis 2005, tandis que la part actuelle du chômage de longue durée demeure supérieure à celle observée avant la crise. Le marché du travail de la zone euro affiche une performance solide en termes de flux et d'emplois vacants, toutes les variables dans cette catégorie enregistrant des valeurs proches de leurs meilleurs résultats depuis 2005. Les données récentes relatives aux flux sur le

marché du travail³⁵ sont comparables à celles observées durant la période qui a précédé la crise, tandis que les emplois vacants, mesurés par le taux de vacance d'emploi et l'indicateur relatif aux facteurs limitant la production se situent à leurs points hauts historiques ou à des niveaux proches. Les évolutions du facteur travail, de la productivité et des salaires sont légèrement plus faibles que celles observées avant la crise (mais comparables à celles-ci). En ce qui concerne les facteurs structurels, deux caractéristiques notables de la situation actuelle sur le marché du travail sont les niveaux record du ratio emploi/population pour la population d'âge intermédiaire (personnes âgées de 25 à 54 ans) et du taux d'activité. À l'inverse, l'indicateur relatif à l'inadéquation des compétences et la dispersion géographique du taux de chômage³⁶ sont nettement plus élevés qu'avant la crise et demeurent à des niveaux comparables à ceux observés au début de la reprise.

Le second outil applique une analyse en composantes principales afin de regrouper les informations complexes relatives au marché du travail dans deux indicateurs synthétiques. Cette analyse utilise les informations disponibles relatives au marché du travail de la zone euro tout en isolant les principales évolutions affectant la situation sur ce marché³⁷. Cette approche permet d'identifier deux composantes principales. La première est liée au niveau d'activité sur le marché du travail et reflète principalement les évolutions du ratio emploi/population pour la population d'âge intermédiaire, du taux de chômage, du taux de retour à l'emploi, du taux de chômage des jeunes et de la part du chômage de longue durée. La deuxième composante est davantage révélatrice de la dynamique du marché du travail, dans la mesure où elle est principalement liée au taux de croissance de l'emploi total, au taux de croissance du nombre moyen d'heures travaillées, à la part du chômage de longue durée, à l'indice des directeurs d'achat relatif à l'emploi et au taux de chômage de courte durée. Une troisième composante est identifiée en prenant en compte les erreurs de mesure dans le calcul des indicateurs synthétiques pour le niveau d'activité et la dynamique

³⁵ Les flux sur le marché du travail sont calculés à partir de Shimer (R.), « *Reassessing the ins and outs of unemployment* », *Review of Economic Dynamics*, vol. 15, n° 2, 2012, p. 127-148, et de Elsby (M.W.L.), Hobijn (B.) et Şahin (A.), « *Unemployment dynamics in the OECD* », *Review of Economics and Statistics*, vol. 95, n° 2, 2013, p. 530-548 : les mouvements d'entrée et de sortie du chômage sont estimés sur la base des informations relatives à la durée du chômage, tandis que les flux d'entrée et de sortie de l'inactivité sont supposés constants.

³⁶ La dispersion géographique du taux de chômage est mesurée comme le coefficient de variation du taux de chômage dans l'ensemble des pays de la zone euro, pondéré par leurs parts de l'emploi respectives. L'indicateur relatif à l'inadéquation des compétences suit la méthodologie du Groupe de travail du Comité de la politique monétaire du Système européen de banques centrales, « *Euro Area Labour Markets and the Crisis* » *Occasional Paper Series*, n° 138, BCE, Francfort-sur-le-Main, octobre 2012.

³⁷ Cette approche est similaire à la méthodologie qui sous-tend les indicateurs LMCI de la Banque de réserve fédérale de Kansas City (Hakkio (C.S.) et Willis (J.L.), « *Assessing Labor Market Conditions: The level of activity and the speed of improvement* », *The Macro Bulletin*, Federal Reserve Bank of Kansas City, juillet 2013, et Hakkio (C.S.) et Willis (J.L.), « *Kansas City Fed's Labor Market Conditions Indicators* », *The Macro Bulletin*, Federal Reserve Bank of Kansas City, août 2014). Les composantes principales pertinentes sont choisies selon deux critères : a) la somme de toutes les composantes retenues doit représenter au moins 80 % de la variance totale de l'ensemble des 18 variables du marché du travail, et b) chaque composante doit avoir une valeur propre correspondante nettement supérieure à l'unité. Les composantes sont ensuite soumises à une rotation varimax afin de les rendre plus faciles à interpréter, conformément aux indicateurs LMCI de la Banque de réserve fédérale de Kansas City. Les indicateurs LMCI développés pour la zone euro dans le présent encadré sont robustes au retrait de l'une des variables du marché du travail.

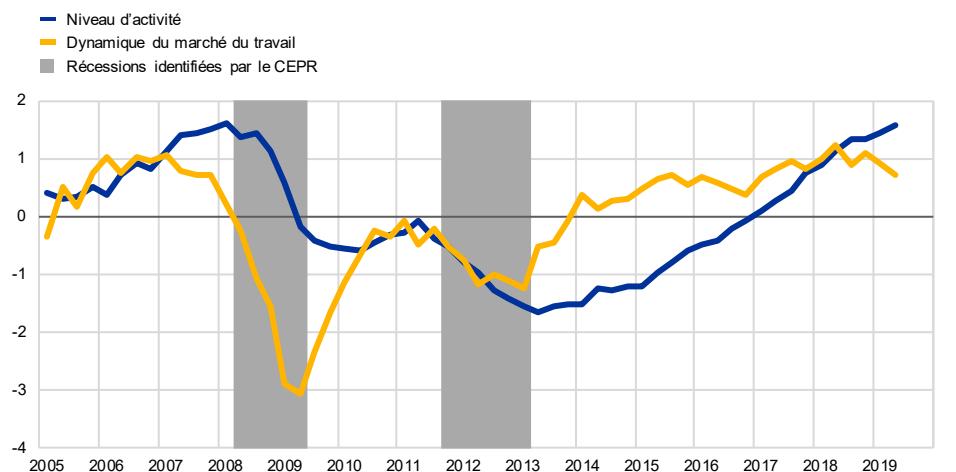
du marché du travail de la zone euro en raison du caractère non stationnaire éventuel de certaines variables du marché du travail³⁸.

Les indicateurs synthétiques montrent que le niveau d'activité sur le marché du travail de la zone euro est comparable à son pic d'avant la crise au deuxième trimestre 2019, et la dynamique du marché du travail reste élevée, en dépit d'un léger ralentissement (cf. graphique B). Les deux indicateurs retracent étroitement les évolutions conjoncturelles sur le marché du travail atteint un pic avant la récession au premier trimestre 2008, puis baisse progressivement jusqu'au début de la reprise de l'emploi, atteignant sa valeur la plus basse au deuxième trimestre 2013. Il a renoué avec sa valeur moyenne de long terme fin 2016, ce qui a coïncidé avec le retour de l'emploi total à son pic d'avant la crise, et au deuxième trimestre 2019, il a atteint des niveaux comparables à ceux observés avant la crise. L'indicateur relatif à la dynamique du marché du travail a commencé à diminuer quelque temps avant la crise et a atteint ses plus bas niveaux en 2009 lorsqu'il y a eu une forte baisse de l'emploi. Il est resté inférieur à sa moyenne jusqu'à fin 2013, a atteint un pic en 2018 à un niveau légèrement supérieur à ceux observés avant la crise et demeure supérieur à sa moyenne de long terme, laissant penser que le marché du travail dispose d'une marge pour poursuivre son amélioration à court terme.

Graphique B

Indicateurs relatifs à la situation sur le marché du travail pour la zone euro

(écart types)



Sources : Eurostat, Commission européenne, Markit et calculs des services de la BCE. La dernière observation se rapporte au deuxième trimestre 2019.

Note : Les zones ombrées représentent les périodes de récession identifiées par le Comité de datation du cycle conjoncturel de la zone euro du Centre de recherche sur la politique économique ([Centre for Economic Policy Research's \(CEPR\) Euro Area Business Cycle Dating Committee](#)).

³⁸ Cette composante (qui ne figure pas dans le graphique B) est principalement influencée par les variables tendancielles du marché du travail, telles que le taux d'activité, l'indicateur relatif à l'inadéquation des compétences, la dispersion géographique du taux de chômage, le taux de vacance d'emploi et l'indicateur relatif aux facteurs limitant la production. Ainsi, cette composante est associée aux évolutions à long terme qui sont intervenues sur le marché du travail entre 2005 et 2019. Exclure la troisième composante aurait pour résultat un niveau observé plus faible pour l'activité sur le marché du travail et une dynamique plus forte pour ce marché au cours des derniers trimestres. Les trois indicateurs LMCI qui en résultent représentent conjointement 84,9 % de la variance totale des 18 variables du marché du travail dans le graphique A. Les évolutions du taux d'emploi sont cohérentes avec l'indicateur du niveau d'activité.

En conclusion, cet encadré présente deux outils qui se complètent et aident à analyser les informations complexes relatives au marché du travail.

Le graphique en toile d'araignée représente les différentes dimensions concomitantes du marché du travail, par exemple la situation du chômage, les évolutions des flux sur le marché du travail et des emplois vacants, les évolutions du facteur travail, de la productivité et des salaires réels ainsi que les variations des conditions structurelles du marché du travail dans la zone euro. Les deux indicateurs synthétiques relatifs au marché du travail résument les informations les plus pertinentes fournies par les 18 variables représentées dans le graphique en toile d'araignée. Ces indicateurs fournissent une mesure du niveau d'activité et de la dynamique du marché du travail de la zone euro et aident ainsi à évaluer ses performances et sa position dans le cycle. L'analyse laisse penser que le niveau d'activité sur le marché du travail de la zone euro présente une marge d'amélioration à court terme, à la faveur de la dynamique positive de ce marché. Les indicateurs ne prennent pas complètement en compte l'hétérogénéité spécifique aux pays sur le marché du travail de la zone euro et les améliorations de la situation du marché du travail dépendent des évolutions futures de la position de l'activité économique dans le cycle.

5

Évolutions récentes des cotisations sociales et du salaire minimum dans la zone euro

Ferdinand Dreher, Omiros Kouvavas et Gerrit Koester

Les évolutions propres à chaque pays des cotisations sociales et du salaire minimum peuvent influer de manière significative sur le comportement des coûts de main-d'œuvre. Il est important de connaître la nature et l'ampleur de ces facteurs lorsqu'on évalue la vigueur de la croissance des salaires et ses implications pour la hausse des prix à la production et à la consommation. Le présent encadré examine comment ces deux facteurs ont affecté la croissance agrégée des salaires dans la zone euro.

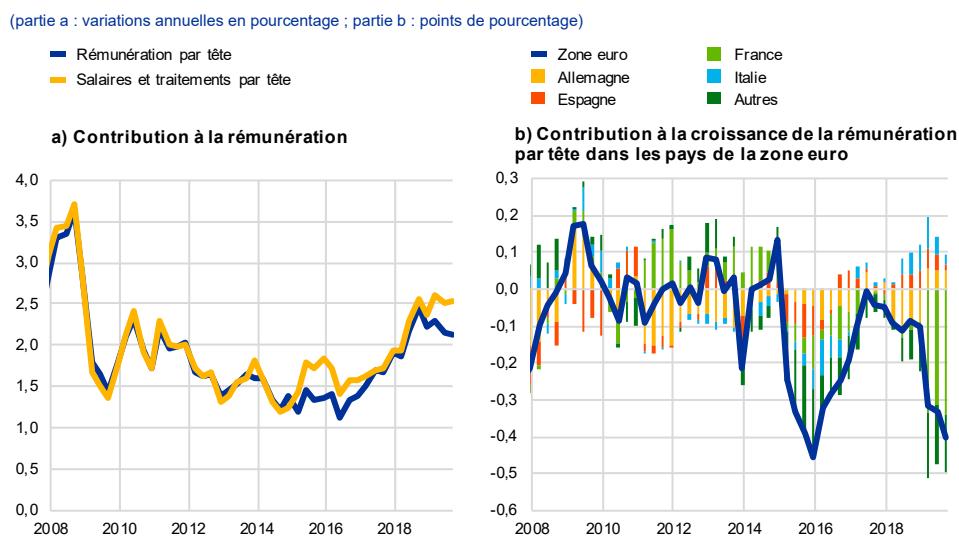
Les mesures concernant les cotisations sociales patronales peuvent parfois influer sur les mesures des coûts de main-d'œuvre, comme la rémunération par tête³⁹. Si elles sont suffisamment importantes, les modifications des cotisations sociales versées par les employeurs peuvent créer un écart entre les différentes mesures des salaires (cf. graphique A, partie a). Par exemple, l'écart entre la croissance de la rémunération par tête et celle des salaires et traitements par tête en 2015-2016 est lié à des baisses des cotisations sociales patronales dans chacun des quatre principaux pays de la zone euro (cf. graphique A, partie b)⁴⁰. Depuis début 2019, un écart est à nouveau apparu, essentiellement en raison d'une baisse significative des cotisations sociales en France, tandis que les cotisations patronales ont augmenté en Allemagne, en Italie et en Espagne. La réduction des cotisations sociales patronales en France est liée à une modification de la législation qui a remplacé le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) et qui entraîne une réduction permanente des cotisations sociales des employeurs. Cette modification a freiné la croissance de la rémunération par tête aux trois premiers trimestres de 2019, avec des hausses de 2,3 %, 2,2 % et 2,1 %, respectivement, au premier, au deuxième et au troisième trimestre, soit des taux à peine supérieurs à la moyenne de long terme de 2,1 % depuis 1999. Ainsi, la croissance annuelle des salaires et traitements par tête, qui exclut les cotisations sociales patronales et n'est donc pas affectée par la modification apportée à la législation française, a été plus forte que celle de la rémunération par tête, ressortant à 2,6 %, 2,5 % et 2,5 %, respectivement, au premier, au deuxième et au troisième trimestre, soit des taux bien supérieurs à la moyenne de long terme de 2,2 % observée depuis 1999. Globalement, la croissance des salaires et traitements par tête est actuellement plus dynamique que celle de la rémunération par tête.

³⁹ La rémunération par tête est la rémunération totale, en numéraire ou en nature, versée par les employeurs aux salariés en contrepartie de leur travail, à savoir les salaires et traitements bruts, ainsi que les primes, les heures supplémentaires et les cotisations sociales versées par l'employeur, divisés par le nombre total de salariés.

⁴⁰ Il convient de noter que les contributions des cotisations sociales à la croissance salariale peuvent refléter davantage que de simples modifications des taux de prélèvement.

Graphique A

Cotisations sociales des employeurs et croissance des salaires dans la zone euro



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au troisième trimestre 2019.

La modification du salaire minimum peut également avoir une incidence significative sur le comportement des salaires, le salaire minimum étant régi davantage par des règles d'indexation ou de loi que par des processus de négociation salariale. Sur les 19 pays de la zone euro, 15 d'entre eux disposent d'un salaire minimum⁴¹. En juillet 2019, le salaire minimum versé tous les mois dans la zone euro était compris entre 430 euros (en Lettonie) et 2 071 euros (au Luxembourg). Au cours des dix dernières années, le salaire minimum a augmenté chaque année, en moyenne, de 1,5 % (en Irlande) à 7 % (en Estonie)⁴². Les niveaux de salaire minimum sont fixés selon différentes méthodes, notamment des formules pré-déterminées, des recommandations de comités d'experts et des consultations avec les partenaires sociaux, mais sont aussi souvent laissés à la discrétion du gouvernement. Par conséquent, la fréquence de modification varie d'un pays à l'autre. Cependant, la plupart des pays révisent généralement leur salaire minimum tous les un à deux ans.

En 2019, la croissance du salaire minimum a jusqu'à présent été sensiblement plus forte que celle de l'ensemble des salaires et traitements par tête. Un indice pour la zone euro, établi sur la base des données disponibles par pays⁴³, montre qu'après une hausse de 1 % seulement en 2018, le salaire minimum légal a augmenté de 4,6 % en glissement annuel au premier semestre 2019 (cf. graphique B).

⁴¹ Les quatre pays de la zone euro qui n'ont pas de salaire minimum légal sont l'Italie, Chypre, l'Autriche et la Finlande.

⁴² Source : Eurostat.

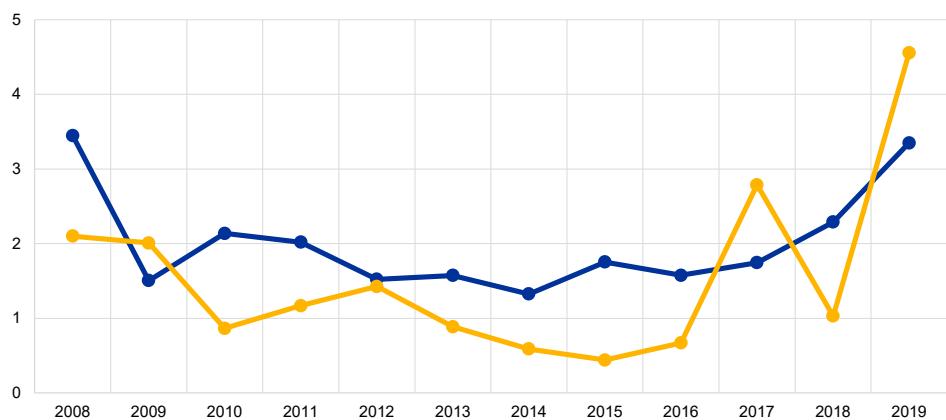
⁴³ L'indice est pondéré du nombre de salariés dans chaque pays. Pour les pays qui n'ont pas de salaire minimum, on prend comme hypothèse que ce salaire est égal à zéro. Cela signifie que le taux de croissance du salaire minimum dans la zone euro, tel que retracé dans le graphique B, est tiré vers le bas par la prise en compte des pays qui n'ont pas de salaire minimum.

Graphique B

Croissance des salaires et traitements par tête, ainsi que du salaire minimum, dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage ; données annuelles)

- Salaires et traitements par tête
- Salaire minimum



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : L'observation pour 2019 repose sur les données relatives aux trois premiers trimestres de 2019.

La hausse du niveau de salaire minimum constatée au premier semestre 2019 a concerné l'ensemble des pays⁴⁴. Pour la première fois depuis 2008, tous les pays de la zone euro ayant un salaire minimum légal ont relevé son niveau en 2019, les hausses par rapport à l'année précédente étant comprises entre 1,5 % (en France) et 17,9 % (en Espagne) (cf. graphique C, partie a).

Graphique C

Évolutions du salaire minimum et leur rôle dans la croissance des salaires et traitements par tête

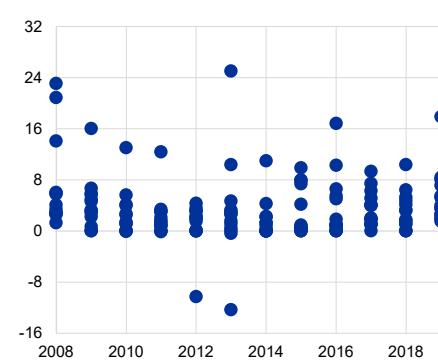
(partie a : variations annuelles en pourcentage ; partie b : points de pourcentage)

- Pays de la zone euro

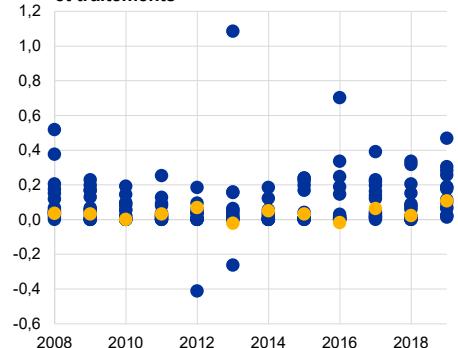
- Pays de la zone euro

- Moyenne de la zone euro

a) Croissance du salaire minimum dans les pays de la zone euro



b) Contribution mécanique directe estimée du salaire minimum à la croissance des salaires et traitements



Sources : Eurostat et BCE.

Note : La partie b) repose sur des estimations (calculs basés sur les données des SRCV-UE) de la taille du groupe de bénéficiaires du salaire minimum dans les pays de la zone euro et dans l'ensemble de la zone.

⁴⁴ Pour chacun des 15 pays de la zone euro ayant un salaire minimum, nous estimons le salaire minimum national en prenant la moyenne des niveaux du 1^{er} janvier et du 1^{er} juillet de chaque année.

L'incidence mécanique directe d'une modification du niveau de salaire minimum sur la croissance globale des salaires de la zone euro tend à être faible. Le calcul de cette contribution directe nécessite des informations relatives au nombre de bénéficiaires. Cet encadré utilise les données des statistiques de l'UE sur le revenu et les conditions de vie (SRCV-UE) pour établir une approximation de la part des bénéficiaires du salaire minimum dans l'ensemble des bénéficiaires de salaires et traitements⁴⁵. En gardant à l'esprit l'incertitude considérable qui entoure cette approximation, les données relatives à la zone euro indiquent que la contribution mécanique directe du salaire minimum à la croissance des salaires et traitements par tête a augmenté en 2019, mais qu'elle a été assez limitée, de l'ordre de 0,1 point de pourcentage (cf. graphique C, partie b).

Pour certains pays, l'incidence mécanique directe d'une modification du salaire minimum sur la croissance des salaires et traitements par tête a probablement été plus importante. Au premier semestre 2019, par exemple, les estimations issues de l'approximation indiquent que la croissance du salaire minimum a contribué jusqu'à 0,5 point de pourcentage à la croissance des salaires à l'échelle nationale (cf. graphique C, partie b). Toutefois, ces estimations couvrent uniquement les effets directs d'une modification du salaire minimum sur la croissance des salaires au sens comptable. Elles ne tiennent donc pas compte des effets indirects du salaire minimum sur la grille des salaires⁴⁶ ni des effets liés aux éventuelles répercussions d'une modification du salaire minimum sur l'emploi⁴⁷ ou à l'interaction dynamique entre le processus de fixation des salaires et les ajustements du salaire minimum.

Globalement, la croissance des salaires a été plutôt robuste récemment, notamment si l'on tient compte des évolutions des cotisations sociales. La croissance de la rémunération par tête s'est modérée ces derniers trimestres (cf. graphique A), mais c'est le reflet principalement de la baisse des cotisations sociales des employeurs. La croissance des salaires et traitements par tête, qui exclut

⁴⁵ Premièrement, la part des bénéficiaires du salaire minimum est calculée sur la base des données des SRCV-UE. Pour ce faire, nous calculons la proportion de salariés dont le revenu se situe dans une fourchette comprise entre 90 % et 110 % du salaire minimum. Cette proportion est ensuite appliquée au nombre total de salariés de l'économie pour obtenir le nombre de bénéficiaires du salaire minimum dans une économie. En multipliant ce nombre par le niveau correspondant du salaire minimum dans chaque pays, on obtient le montant des salaires et traitements pouvant être attribué aux bénéficiaires du salaire minimum et on peut calculer la part de ce groupe dans l'ensemble des salaires et traitements de chaque pays et, en agrégant les résultats par pays, dans la zone euro. La prise en compte des différences d'heures travaillées entre les bénéficiaires du salaire minimum et l'emploi global ne modifie pas sensiblement les résultats. Les pourcentages de salariés ont été estimés à partir des microdonnées des SRCV-UE pour chaque année jusqu'à la dernière observation de 2016. Pour le reste de l'échantillon, les pourcentages sont maintenus à un niveau constant, sauf lorsque des données administratives au niveau national sont disponibles pour compléter l'analyse. Pour plus de précisions sur les microdonnées des SRCV-UE, cf. l'analyse présentée dans l'article intitulé « Les effets des changements dans la composition de l'emploi sur la croissance des salaires dans la zone euro » du présent *Bulletin économique*.

⁴⁶ Une analyse de ces effets dans le cas de la France est disponible dans Gautier (E.), Fougère (D.) et Roux (S.), « [L'impact du SMIC sur la négociation des salaires de branche en France](#) », document de travail n° 587, Banque de France, avril 2016.

⁴⁷ Les premiers travaux comparant des études des effets sur l'emploi dans une méta-analyse sont présentés dans Card (D.) et Krueger (A.B.), « *Time-Series Minimum-Wage Studies: A Meta-analysis* », *The American Economic Review*, vol. 85, n° 2, mai 1995, p. 238-243. Une contribution plus récente de Cengiz (D.), Dube (A.), Lindner (A.) et Zipperer (B.), « *The Effect of Minimum Wages on Low-Wage Jobs* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 134, numéro 3, août 2019, p. 1405-1454, utilise la méthode des « doubles différences » pour observer les effets emploi et salaires sur l'ensemble de la distribution statistique des salaires et, en particulier, les évolutions dans la partie inférieure de la distribution.

les cotisations sociales patronales, est demeurée assez robuste et a également bénéficié récemment d'une contribution légèrement plus élevée du salaire minimum. Dans l'ensemble, cet encadré soutient l'opinion selon laquelle la robustesse de la croissance des salaires résulte principalement de la bonne tenue des marchés du travail, en particulier lorsqu'on prend en compte les évolutions récentes des cotisations sociales et du salaire minimum.

6

Activités d'exportation des PME de la zone euro : les enseignements de l'enquête sur l'accès des entreprises au financement

Katarzyna Bańkowska, Annalisa Ferrando et Juan Angel Garcia

Le présent encadré rend compte des réponses à une question spécifique de la dernière campagne d'enquête sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE) sur les activités d'exportation des petites et moyennes entreprises (PME)⁴⁸. Il répond à deux objectifs : premièrement, il présente une vue d'ensemble des activités d'exportation des PME de la zone euro, à l'intérieur comme à l'extérieur de la zone ; et, deuxièmement, il explore les principales caractéristiques des PME exportatrices en s'attachant à l'analyse de certains aspects financiers pris en compte dans la décision d'exporter, comme cela ressort des réponses à l'enquête.

Les réponses à l'enquête confirment que les ventes non domestiques sont importantes pour les PME de la zone euro. Plus d'un tiers des PME ont exporté des biens ou des services en 2018. En outre, le pourcentage d'entreprises exportatrices augmente avec la taille de l'entreprise : seulement un quart des microentreprises font état de ventes hors de leur marché domestique, contre plus de la moitié des moyennes et grandes entreprises. Une comparaison entre les secteurs montre qu'en 2018, c'est le secteur industriel qui présentait la plus forte proportion de PME déclarant des exportations de biens et de services, suivie des secteurs du commerce et des services⁴⁹.

En ce qui concerne la destination des exportations, si les PME ont exporté de façon prépondérante dans la zone euro, un pourcentage significatif d'entre elles a également exporté hors de la zone, et près de la moitié des PME exportatrices a exporté hors d'Europe (cf. graphique A, partie a). Chez ces dernières, le marché d'exportation le plus fréquent est l'Amérique du Nord, suivie de l'Asie-Pacifique, du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord (cf. graphique A, partie b). Ce schéma varie selon les secteurs. Les marchés extérieurs à la zone euro revêtent une importance particulière pour les PME du secteur industriel, l'Amérique du Nord étant la destination la plus courante pour les exportations des PME des secteurs de l'industrie et des services.

⁴⁸ L'enquête sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE) est effectuée par la BCE et la Commission européenne sur une base semestrielle depuis 2009. Elle fournit des informations sur les évolutions de l'accès des entreprises au financement externe et l'utilisation qui en est faite dans la zone euro, par taille d'entreprise et par secteur d'activité. La dernière campagne (21^e) a été menée entre le 16 septembre et le 25 octobre 2019. L'effectif total de l'échantillon pour la zone euro est de 11 204 entreprises, dont 10 241 (soit 91 %) comptent moins de 250 salariés. Les principaux résultats et le questionnaire sont disponibles sur le [site internet de la BCE](#).

⁴⁹ Pour davantage d'informations sur la composition de l'échantillon, cf. « [Survey on the access to finance of enterprises – Methodological information on the survey and user guide for the anonymised micro dataset](#) ». Les résultats de l'enquête sont pondérés par le nombre de personnes employées et les pondérations sont calibrées par a) pays et classe de taille et b) pays et activité économique.

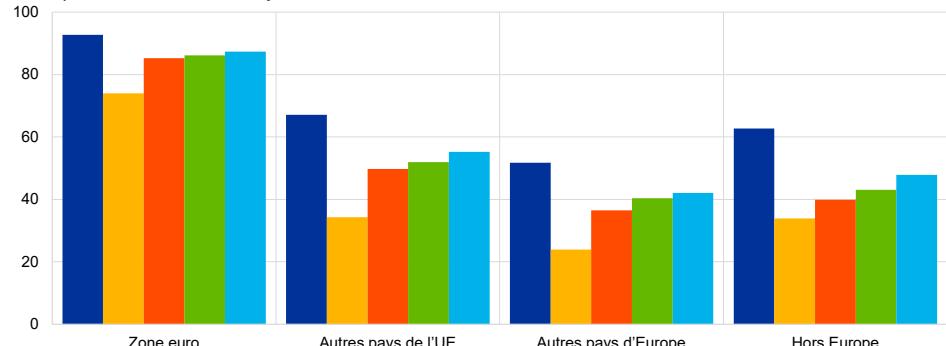
Graphique A

Marchés d'exportation des PME de la zone euro par secteurs

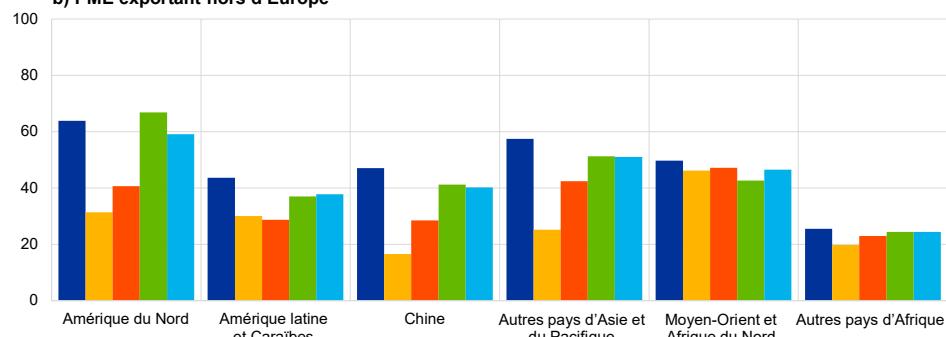
(pourcentages pondérés de participants)

- █ Industrie
- █ Construction
- █ Commerce
- █ Services
- █ Tous secteurs confondus

a) Ensemble des PME exportatrices



b) PME exportant hors d'Europe



Sources : Enquête SAFE et calculs des services de la BCE.

Notes : La partie a se rapporte à l'ensemble des PME exportatrices de la zone euro et la partie b se rapporte aux PME de la zone euro qui ont exporté hors d'Europe. Les résultats correspondent à la 21^e campagne de l'enquête (avril à septembre 2019).

S'agissant des caractéristiques financières, il s'avère que les PME doivent surmonter plusieurs difficultés pour devenir exportatrices. Exporter implique des coûts à l'entrée sur les marchés étrangers et, comparativement aux ventes intérieures, une durée plus longue entre la commande à l'exportation et le règlement final de la vente. De plus, ces coûts sont souvent des coûts irrécupérables qui doivent être payés d'avance et les exportateurs doivent avoir une flexibilité financière suffisante pour relever ces défis. Pour ces raisons, il a été avancé que les exportateurs pouvaient être particulièrement affectés par les contraintes pesant sur leur accès au financement et de nombreuses contributions de la littérature académique ont été consacrées à la recherche d'éléments pour conforter cette thèse⁵⁰.

⁵⁰ Pour une contribution récente, cf. Wagner (J.), « Access to Finance and Exports – Comparable Evidence for Small and Medium Enterprises from Industry and Services in 25 European Countries », *Open Economies Review*, Vol. 30(4), 2019, p. 739-757. Pour des travaux de référence sur la façon dont les contraintes de crédit peuvent freiner voire empêcher les exportations, cf. Greenaway (D.), Guariglia (A.) et Kneller (R.), « Financial factors and exporting decisions », *Journal of International Economics*, vVol. 73(2), 2007, p. 377-395.

Les PME exportatrices ont tendance à être plus rentables et innovantes que les autres PME. Une question relative aux entreprises exportatrices, récurrente dans l'enquête⁵¹, permet de dresser un tableau d'ensemble des caractéristiques financières des PME exportatrices. Le tableau A recense des éléments visant à déterminer si les PME exportatrices présentent une caractéristique spécifique plus souvent que les autres PME (cf. tableau A, partie a). Il illustre également les différences entre les PME exportant sur différents marchés, en Europe et à l'extérieur (cf. tableau A, partie b)⁵². Les caractéristiques indiquées sont celles qui sont généralement retenues comme expliquant la décision d'exporter : actionnariat de l'entreprise, solidité financière, capacité d'innovation et diversification des sources de financement⁵³. Les signes du tableau ne doivent pas être interprétés comme signalant une relation de causalité mais comme une simple description des éléments fournis par les réponses des entreprises. Par exemple, un signe négatif pour la variable « familiale » indique que le pourcentage de PME familiales est plus faible chez les exportateurs que chez les non-exportateurs (cf. la première colonne de la partie a du tableau A) et les astérisques montrent que la différence par rapport aux PME non-exportatrices est statistiquement significative (cf. la deuxième colonne de la partie a du tableau A).

Les PME exportatrices tendent à être plus souvent cotées en bourse. En outre, le pourcentage d'entreprises rentables⁵⁴ et plus innovantes est plus élevé parmi les PME exportatrices. Par ailleurs, les exportateurs ont davantage recours à des sources externes de financement, en particulier les prêts subventionnés – souvent sous la forme de garanties ou de prêts à taux d'intérêt réduit – et les prêts bancaires classiques. Les crédits commerciaux représentent également une importante source externe de fonds de roulement, car ils autorisent une plus grande flexibilité dans les besoins en fonds propres.

Les PME qui exportent vers des marchés hors d'Europe ont tendance à recourir davantage aux fonds propres et au financement par émission d'actions que les PME qui exportent seulement en Europe. Une question spécifique permet également de se pencher sur les autres caractéristiques que peuvent présenter les PME qui exportent hors d'Europe au lieu de se limiter au marché européen⁵⁵. Avant tout, et compte tenu d'un surcroît de barrières commerciales (normes techniques, réglementations et obligations financières qui peuvent être différentes de celles de l'UE) et de coûts transfrontaliers, ces entreprises devraient être encore plus solides financièrement que les PME qui exportent seulement en Europe. Les résultats présentés dans la partie b du tableau A confirment que les PME qui exportent hors

⁵¹ Pour plus de précisions, cf. la question D7 du [questionnaire de l'enquête sur l'accès des entreprises au financement](#).

⁵² Tous les résultats présentés dans le tableau A s'appuient sur des analyses univariées. Ils sont confirmés par la réalisation d'analyses de régressions multivariées, fondées sur des modèles probit.

⁵³ Cf. Paul (J.), Parthasarathy (S.) et Gupta (P.), « *Exporting challenges of SMEs: A review and future research agenda* », *Journal of World Business*, Vol. 52(3), 2017, p. 327-342.

⁵⁴ Cela fait référence à un indicateur global calculé à partir des données de l'enquête visant à déterminer si les entreprises sont financièrement solides en termes de chiffre d'affaires, de bénéfices, de charges d'intérêt et de levier. Pour plus d'informations, cf. « [Enquête sur l'accès des entreprises au financement dans la zone euro – avril à septembre 2019](#) ».

⁵⁵ Étant donné les caractéristiques de la question spécifique, les PME exportant en dehors de l'Europe sont susceptibles d'exporter aussi en Europe.

d'Europe sont plus innovantes et ont tendance à financer davantage leurs activités par leurs fonds propres et des prêts subventionnés que les entreprises qui exportent seulement en Europe. Parallèlement, un plus grand nombre d'entre elles déclare avoir recours à la levée de fonds propres.

Les PME qui exercent leur activité dans le secteur industriel et exportent hors d'Europe sont encore plus innovantes et recourent davantage aux prêts subventionnés et aux crédits commerciaux que leurs homologues qui exportent seulement en Europe (cf. tableau A). Le fait que les PME qui exportent hors d'Europe utilisent davantage les prêts subventionnés (ou les subventions) et les crédits commerciaux que celles qui exportent seulement en Europe peut refléter l'existence de conditions financières subventionnées pour les entreprises exportant hors de l'UE.

Tableau A
Caractéristiques financières des PME exportatrices

	A. Différences entre exportateurs et non-exportateurs	Signification statistique	B. Différences entre les PME exportant hors d'Europe et seulement en Europe	Signification statistique
Caractéristiques des entreprises				
Familiales	-	***	-	***
Cotées	+	***	+	***
Contraintes financières	+	ns	+	ns
Rentables	+	***	+	ns
Innovantes	+	***	+	***
Structure du capital				
Fonds propres	+	ns	+	***
Prêts subventionnés	+	***	+	**
Découvert bancaire	+	***	+	ns
Prêts bancaires	+	***	+	ns
Crédits commerciaux	+	***	+	***
Titres de créance	+	ns	-	ns
Capital social	+	**	+	**

Sources : Enquête SAFE et calculs des services de la BCE.

Notes : Fondé sur un test-t sur deux échantillons avec variance identique. Les astérisques représentent le seuil de signification : *** = 1 %, ** = 5 %, * = 10 %, ns = statistiquement non significatif.

En conclusion, les réponses à une question spécifique de la dernière campagne d'enquête SAFE sur les activités d'exportation des PME de la zone euro montrent que les ventes non domestiques sont importantes. De plus, un pourcentage significatif de PME exportatrices réalisent des opérations avec des marchés extérieurs à l'Europe, en particulier dans le secteur industriel. En général, les PME exportatrices ont tendance à être plus rentables et innovantes que les autres PME. Ces résultats sur les activités d'exportation des PME devraient contribuer à améliorer la compréhension de la dynamique globale d'exportation de l'ensemble des entreprises de la zone euro et de l'incidence de la situation économique extérieure sur l'économie de la zone euro. Toutefois, il convient de tenir compte du fait que la question spécifique portait seulement sur les exportations directes des PME, alors

que des PME peuvent très bien faire partie d'une chaîne d'approvisionnement pour de plus grandes entreprises, qui, ensuite, exportent d'autres produits.

Les résultats de l'enquête mettent également en évidence quelques caractéristiques importantes des PME exportatrices dans la zone euro. Par exemple, reflétant très vraisemblablement le surcroît de coûts et de besoins de financement des entreprises exportatrices précédemment évoqué, le pourcentage d'entreprises exportatrices augmente avec la taille. Ces entreprises ont également tendance à diversifier plus largement leurs sources de financement externe, ce qui, associé au fait qu'elles sont plus innovantes, indique qu'elles doivent avoir une plus forte intensité capitalistique pour être concurrentielles sur les marchés internationaux. Cela souligne la nécessité de marchés financiers fonctionnant harmonieusement et ayant un bon niveau de développement pour garantir aux PME un accès efficient au financement afin de soutenir leurs activités d'exportation.

Examen des projets de plans budgétaires pour 2020 – quelques implications pour une réforme de la gouvernance budgétaire

Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier et Nadine Leiner-Killinger

Le 21 novembre 2019, la Commission européenne a publié ses avis sur les projets de plans budgétaires nationaux des États de la zone euro pour 2020, 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) sur la base des prévisions économiques d'automne 2019 de la Commission. Cet examen évalue également si les pays ont intégré ou non dans leurs projets les recommandations par pays en matière de politique budgétaire qui leur ont été adressées dans le cadre du Semestre européen 2019, telles qu'adoptées par le Conseil « Affaires économiques et financières » le 9 juillet 2019⁵⁶. Ces recommandations appellent les pays affichant des ratios dette publique/PIB élevés à viser une diminution suffisamment rapide de ces ratios. Certains pays disposant d'une marge de manœuvre budgétaire sont invités à l'exploiter, entre autres pour imprimer une tendance haussière aux investissements publics. L'examen des projets de plans budgétaires fait apparaître des faiblesses dans le suivi des recommandations. Il convient de remédier à ces lacunes, notamment dans le cadre de l'examen imminent par la Commission des paquets législatifs « six-pack » et « two-pack », qui ont été mis en œuvre respectivement en 2011 et 2013 en vue de renforcer la gouvernance budgétaire.

Les projets de plans budgétaires pour 2020 entraînent une orientation budgétaire légèrement expansionniste pour l'ensemble de la zone euro, tout en reflétant des évolutions budgétaires très divergentes entre les pays.

L'orientation budgétaire prévue en 2020, qui implique une détérioration du solde primaire structurel à hauteur de 0,4 % du PIB, devrait apporter un soutien à l'activité économique dans la zone euro. S'agissant de sa ventilation, la Commission a en revanche conclu que « le respect du Pacte de stabilité et de croissance par les États membres de la zone euro qui n'ont pas atteint leur objectif budgétaire à moyen terme, conjugué à des politiques plus expansionnistes de la part de ceux qui disposent d'une certaine marge, se traduirait par une meilleure différenciation entre les pays de la zone »⁵⁷. Compte tenu de la dégradation des perspectives de croissance pour la zone euro et du niveau élevé d'incertitude, l'Eurogroupe a déclaré qu'il se tenait prêt à coordonner une réponse budgétaire différenciée si des risques baissiers venaient à se matérialiser⁵⁸.

D'après les avis de la Commission, les projets de plans budgétaires de neuf pays de la zone euro sont considérés comme conformes au PSC, à savoir ceux

⁵⁶ Pour plus d'informations, cf. les [Recommandations par pays dans le cadre du Semestre européen 2019](#). Pour davantage d'informations de fond et de plus amples détails, cf. l'encadré intitulé « Les priorités des politiques budgétaires dans le cadre du Semestre européen 2019 », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, août 2019.

⁵⁷ Cf. la [communication de la Commission sur les projets de plans budgétaires pour 2020](#).

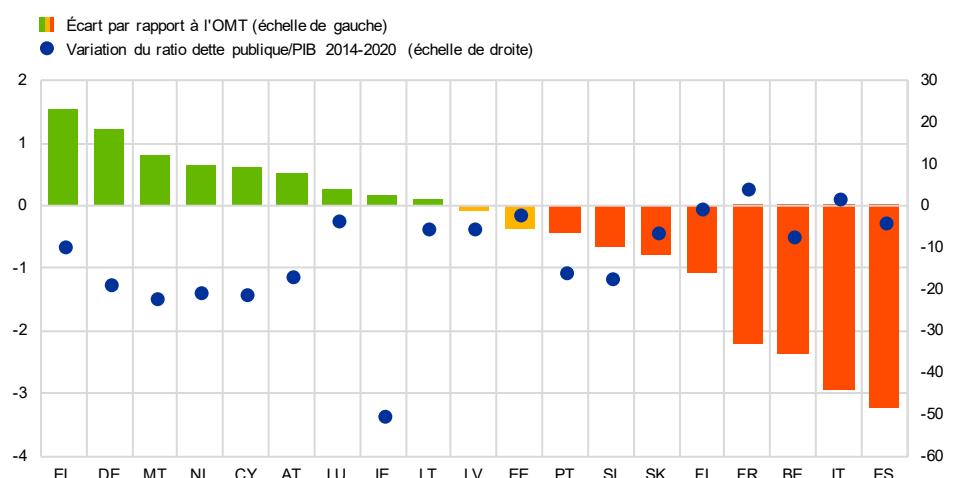
⁵⁸ Cf. [Eurogroup statement on the draft budgetary plans for 2020](#) (Déclaration de l'Eurogroupe sur les projets de plans budgétaires pour 2020) (Disponible uniquement en anglais).

de l'Allemagne, de l'Irlande, de la Grèce, de Chypre, de la Lituanie, du Luxembourg, de Malte, des Pays-Bas et de l'Autriche. Ces pays devraient afficher des situations budgétaires saines en 2020, telles que définies dans leurs objectifs budgétaires à moyen terme (OMT). Dans ce contexte, l'Eurogroupe a salué le fait que certains États membres jouissant d'une situation budgétaire favorable en ont tiré parti pour stimuler l'investissement et la croissance, tout en préservant la soutenabilité à long terme des finances publiques, et envisagent de continuer sur cette voie. En outre, la Commission juge que les projets de plans budgétaires de l'Estonie et de la Lettonie sont « globalement conformes » au PSC⁵⁹. L'Eurogroupe a invité ces deux pays à veiller au respect des dispositions du PSC dans le cadre de leurs procédures budgétaires nationales.

Graphique A

Dette publique et écart entre les soldes structurels et les OMT en 2020

(en pourcentage du PIB)



Sources : Prévisions économiques d'automne 2019 de la Commission européenne et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique présente l'écart des soldes structurels des pays en 2020 par rapport à leurs OMT. Les barres vertes (orange) représentent les pays dont le projet de plan budgétaire pour 2020 est considéré par la Commission européenne comme (globalement) conforme au PSC. Les barres rouges indiquent les pays dont le projet de plan budgétaire pour 2020 est considéré par la Commission européenne comme présentant un risque de non-conformité avec le PSC.

Les projets de plans budgétaires d'un nombre considérable de pays de la zone euro sont jugés comme présentant un risque de non-conformité avec le PSC, ce qui est particulièrement préoccupant pour les pays affichant un ratio de dette publique élevé⁶⁰. Selon les prévisions de la Commission, les ajustements structurels prévus devraient être nettement insuffisants par rapport aux exigences du PSC dans huit pays, à savoir la Belgique, l'Espagne, la France, l'Italie, le Portugal, la Slovénie, la Slovaquie et la Finlande (cf. graphique B). Parmi eux, la Belgique, l'Espagne et le Portugal ont présenté leur plan sur la base d'une politique inchangée,

⁵⁹ Pour les pays relevant du volet préventif du PSC, les projets de plans budgétaires sont « globalement conformes » si, selon les prévisions de la Commission, ils sont susceptibles de conduire à s'écartez quelque peu de l'OMT ou de la trajectoire d'ajustement y menant, mais que l'écart par rapport à l'ajustement requis n'est pas significatif. Les écarts par rapport aux objectifs budgétaires au titre du volet préventif sont qualifiés de « significatifs » s'ils dépassent 0,5 % du PIB au cours d'une année ou 0,25 % du PIB en moyenne au cours de deux années consécutives.

⁶⁰ 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 2020 par rapport à l'OMT ou à la trajectoire d'ajustement requise pour y parvenir et/ou le non-respect du critère de réduction de la dette lorsque ce critère est applicable.

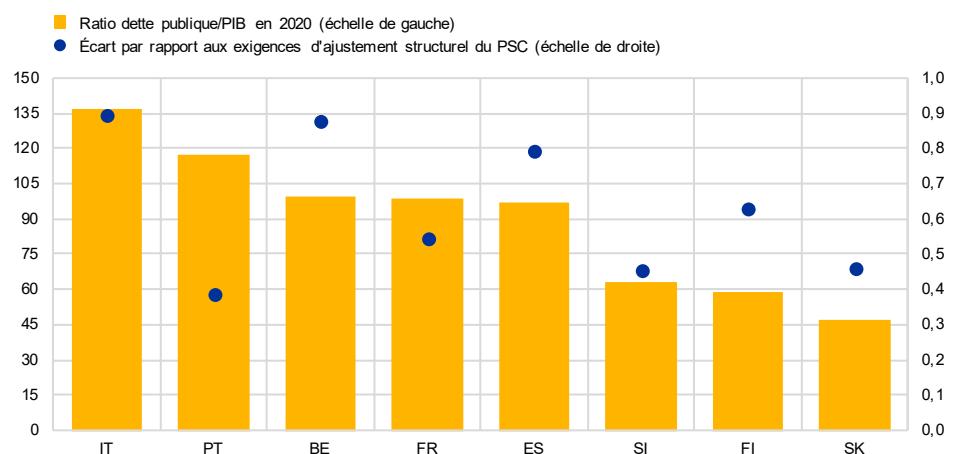
en raison de l'élection d'un nouveau gouvernement dans ces deux derniers pays et du processus de formation d'un gouvernement fédéral en cours en Belgique.

L'Eurogroupe a invité ces huit pays à envisager rapidement les mesures supplémentaires nécessaires pour faire face aux risques recensés par la Commission et pour garantir que leur budget 2020 respectera les dispositions du PSC. Il a en particulier réaffirmé que la lenteur de la réduction de la dette par rapport aux niveaux élevés constatés dans un certain nombre d'États membres demeurait préoccupante et qu'il conviendrait d'y remédier avec fermeté, y compris en mettant à profit les gains exceptionnels résultant de la faiblesse des taux d'intérêt. Cela s'applique notamment à la Belgique, à l'Espagne, à la France et à l'Italie, dont les ratios d'endettement restent très élevés et n'ont encore amorcé aucune tendance à la baisse régulière. À l'inverse, la Slovaquie et la Finlande devraient enregistrer des ratios d'endettement inférieurs à la valeur de référence de 60 % du PIB retenue dans le Traité en 2020, tandis que le Portugal et la Slovénie ont placé leur dette publique sur une trajectoire baissière continue.

Graphique B

Dette publique en 2020 et écarts par rapport aux exigences d'ajustement structurel du PSC dans les États membres dont les projets de plans budgétaires sont considérés comme présentant un risque de non-conformité avec le PSC

(en pourcentage du PIB)



Sources : Prévisions économiques d'automne 2019 de la Commission européenne et recommandations par pays en matière de politique budgétaire, telles qu'adoptées par le Conseil « Affaires économiques et financières » le 9 juillet 2019 et mises à jour dans les documents de travail des services de la Commission fournit une analyse des projets de plans budgétaires pour 2020.

Note : L'exigence d'ajustement structurel pour l'Italie n'intègre pas encore la demande de flexibilité au titre de la clause pour circonstances inhabituelles du PSC formulée par les autorités italiennes.

L'examen des projets de plans budgétaires rappelle la nécessité d'améliorer le cadre de gouvernance budgétaire de l'UE en vue de faciliter un meilleur fonctionnement des politiques au sein de l'Union économique et monétaire (UEM). En particulier, les règles du PSC demeurent asymétriques et ne peuvent dès lors pas guider l'orientation budgétaire globale de la zone euro. Les pays qui n'ont pas encore atteint leurs OMT doivent progresser vers celui-ci, tandis que ceux qui les ont réalisés ne sont pas contraints d'utiliser leurs réserves. Cela peut conduire à des politiques budgétaires procycliques à un moment où l'économie de la zone euro dans son ensemble gagnerait à être soutenue par les politiques budgétaires. De plus, le rythme de réduction des niveaux élevés d'endettement public reste très insuffisant

dans plusieurs pays, malgré le renforcement de la réglementation en 2011, dans le cadre duquel une règle relative à la dette a été instaurée afin d'accélérer le retour des ratios dette publique/PIB vers la valeur de référence de 60 % du PIB définie dans le Traité. En raison des effets cumulés de différentes formes de flexibilité prévues dans le PSC, il n'est notamment pas possible de garantir que les pays – en particulier ceux affichant un endettement élevé – convergent vers leurs OMT suffisamment rapidement. Enfin, le fait que les projets de certains pays présentant des niveaux élevés de dette publique comportent d'importantes lacunes en matière d'ajustements structurels par rapport aux recommandations du Conseil montre que l'examen des projets de plans budgétaires introduit dans le cadre du paquet législatif « two-pack » n'exerce pas la pression nécessaire pour corriger les déséquilibres budgétaires⁶¹.

Le Comité budgétaire européen, qui a été mandaté par le Président de la Commission pour évaluer le fonctionnement des règles budgétaires de l'UE à la lumière de l'examen des paquets législatifs « six-pack » et « two-pack », a proposé des options en vue d'une réforme de la gouvernance budgétaire de l'UE⁶². Il a suggéré d'ancrer les règles sur un plafond à long terme en termes de ratio de dette publique par rapport au PIB plutôt que sur l'OMT. Il a également proposé de combiner ce changement à une règle relative aux dépenses, formant le seul indicateur opérationnel pour guider les politiques budgétaires. D'après le Comité budgétaire européen, les clauses de flexibilité existantes devraient être fusionnées en une seule clause échappatoire, dont le déclenchement se fonderait sur une analyse économique indépendante. Dans ce contexte, il est prévu que les conseils budgétaires indépendants jouent un rôle plus important, tandis que la Commission devrait bénéficier d'une plus grande indépendance dans ses évaluations. Les sanctions, qui se sont avérées difficiles à appliquer, pourraient être complétées ou remplacées par des mécanismes d'incitation. Ceux-ci pourraient conditionner l'accès à un mécanisme de stabilisation macroéconomique (une « capacité budgétaire de la zone euro ») au respect des règles budgétaires. L'ensemble de ces suggestions méritent une discussion approfondie dans le cadre de l'examen à venir des paquets législatifs « six-pack » et « two-pack »⁶³.

En ce qui concerne l'avenir, le fonctionnement du cadre budgétaire de l'UE constitue une condition préalable à un nouvel approfondissement de l'UEM.

Outre l'instrument budgétaire de convergence et de compétitivité adopté récemment⁶⁴, de nouvelles avancées vers l'établissement d'un véritable mécanisme de stabilisation macroéconomique pour la zone euro demeurent indispensables. Un tel mécanisme existe généralement dans d'autres unions monétaires, afin de mieux

⁶¹ Pour une analyse des raisons pour lesquelles l'examen des projets de plans budgétaires a perdu de son efficacité au fil du temps, cf. l'encadré intitulé « Évaluation de l'examen des projets de plans budgétaires portant sur l'exercice 2018 », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2017.

⁶² Cf. le rapport du Comité budgétaire européen intitulé « *Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six and two-pack legislation* » (Évaluation des règles budgétaires de l'UE mettant l'accent sur les paquets législatifs « six-pack » et « two-pack »), août 2019.

⁶³ Pour une vue d'ensemble, cf. également Kamps (Ch.) et Leiner-Killinger (N.), « *Taking stock of the functioning of the EU's fiscal rules and options for reform* », *Occasional Paper Series*, n° 231, BCE, août 2019.

⁶⁴ Pour de plus amples détails, cf. les modalités de fonctionnement approuvées par l'Eurogroupe lors de sa réunion en configuration ouverte du 10 octobre 2019.

faire face aux chocs économiques qui ne peuvent être gérés au niveau national⁶⁵. Pareil outil de stabilisation budgétaire central réduirait le risque de surcharge des instruments de politique monétaire de la BCE en cas de récession sévère frappant l'ensemble de la zone euro⁶⁶.

⁶⁵ Cf. l'article intitulé « [Règles budgétaires dans la zone euro et leçons à tirer d'autres unions monétaires](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2019.

⁶⁶ Cf. l'article intitulé « [Les retombées des politiques budgétaires dans une union monétaire](#) », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, 2019.

Articles

1

Que nous dit l'enquête sur la distribution du crédit bancaire sur les conditions de crédit pour les entreprises de la zone euro ?

Lorenzo Burlon, Maria Dimou, Anna-Camilla Drahonsky et Petra Köhler-Ulbrich⁶⁷

Cet article examine les conditions d'octroi des crédits bancaires aux sociétés non financières de la zone euro (SNF) en s'appuyant sur le riche gisement d'informations qualitatives issues de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (enquête BLS) depuis son lancement en 2003. Dans ce contexte, il est pertinent de se demander si le resserrement de l'offre de prêts bancaires pendant les crises financière et de la dette souveraine a été compensé par l'assouplissement des conditions d'octroi des crédits bancaires consentis aux SNF observé depuis 2014. Cet article montre que l'assouplissement constaté sur la période résulte principalement d'un desserrement marqué des modalités et conditions effectives appliquées par les banques aux nouveaux prêts consentis aux entreprises d'une qualité de crédit moyenne, tandis que les critères régissant les décisions d'approbation des prêts par les banques ont été moins assouplis. Cet article s'appuie également sur les réponses individuelles des banques pour examiner les différences en matière de conditions d'octroi des prêts bancaires aux SNF au fil du temps et en fonction des modèles d'activité bancaire. L'analyse fait apparaître des évolutions des conditions de crédit moins marquées pour les banques ayant des modèles d'activité davantage fondés sur des sources de financement stables comme les dépôts. En résumé, l'article examine des éléments supplémentaires qui viennent en complément de l'évaluation régulière des conditions d'octroi des prêts bancaires aux entreprises établie sur la base de l'enquête BLS.

1 Introduction

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro fournit un large éventail d'informations qualitatives sur les évolutions des conditions d'octroi des prêts bancaires, qui complètent et potentiellement améliorent les données statistiques quantitatives sur la croissance des prêts. Combiné à la croissance effective des prêts et aux taux débiteurs constatés, cet ensemble unique d'informations nous aide à comprendre les évolutions de l'offre et de la demande de prêts et les facteurs qui les ont déterminées. De plus, il a été montré que les données provenant de l'enquête BLS présentent de solides propriétés d'indicateur avancé pour les évolutions agrégées des volumes de prêts. Dans ce contexte, les informations extraites de l'enquête BLS font régulièrement l'objet d'un suivi et d'une évaluation afin d'obtenir des informations sur les conditions d'octroi des prêts directement auprès des

⁶⁷ Avec l'aide de Bettina Farkas pour les données.

banques déclarantes de la zone euro⁶⁸. Le présent article s'intéresse aux conditions d'octroi des prêts bancaires aux entreprises de la zone euro, en s'appuyant sur le riche gisement d'informations disponibles dans l'enquête BLS, aussi bien au niveau agrégé qu'au niveau de chaque banque.

Que peut nous dire l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro sur les conditions de crédit auxquelles les entreprises de la zone euro ont été confrontées sur les 10-15 dernières années ? Après le sévère durcissement des critères d'approbation des prêts aux sociétés non financières pendant les crises financière et de la dette souveraine, une période d'assouplissement d'une durée sans précédent a été observée entre début 2014 et début 2019. Plus récemment, les changements apportés par les banques à leurs critères d'approbation des prêts ont connu des variations sur fond de préoccupations relatives aux perspectives économiques de la zone euro. Dans ce contexte, le présent article examine les données de l'enquête dans une perspective de plus long terme, couvrant la période écoulée depuis le début de la crise financière mondiale, pour s'attacher à trois aspects distincts.

Premièrement, cet article passe en revue les évolutions à long terme des critères d'octroi et les facteurs qui les ont déterminées. L'importance variable de ces facteurs au fil du temps est analysée en vue de mieux comprendre les évolutions des conditions d'octroi du crédit bancaire. Il s'avère que la perception des risques liés aux perspectives économiques est un déterminant important des conditions de crédit, en particulier lors des périodes de durcissement des critères d'octroi.

Deuxièmement, l'article cherche à déterminer si le durcissement des conditions d'octroi du crédit bancaire pendant les crises financière et de la dette souveraine a été compensé par l'assouplissement des conditions d'octroi des prêts bancaires aux SNF depuis 2014. Cet article analyse l'information tirée des évolutions des critères d'octroi appliqués par les banques et des modalités et conditions de crédit, qui couvre des aspects complémentaires, ayant principalement trait à l'offre de prêts. S'agissant des crédits standards aux SNF, les conditions effectives d'octroi du crédit bancaire se sont nettement assouplies depuis 2014, revenant semble-t-il à des niveaux proches de ceux qui avaient été observés au début de la crise financière ; en revanche, l'assouplissement des critères d'octroi a été moins prononcé. Dans ce contexte, les exigences prudentielles appliquées aux banques, la nécessité de renforcer les bilans bancaires et le souci d'éviter une aggravation du risque de crédit sont probablement les facteurs à l'origine de l'assouplissement modéré des critères d'approbation des prêts bancaires.

Troisièmement, l'article fournit des indications sur les conditions d'octroi du crédit bancaire en fonction des modèles d'activité des banques. Sur la base d'un nouveau jeu de données de l'enquête BLS, qui permet de regrouper les réponses des banques en fonction de leur modèle d'activité, les conditions de l'offre de crédit

⁶⁸ Cf. le site internet de la BCE pour l'[enquête sur la distribution du crédit bancaire](#). Le rapport trimestriel correspondant à l'enquête est axé sur les évolutions agrégées en termes nets. S'agissant des critères d'octroi, le pourcentage net est construit par différence entre la somme des pourcentages des réponses des banques indiquant « sensiblement durcis » et « quelque peu durcis » et la somme des pourcentages des réponses des banques indiquant « quelque peu assouplis » et « sensiblement assouplis ».

bancaire sont analysées au fil du temps, et des similarités aussi bien que des différences sont mises en évidence. En particulier, les banques dont les modèles d'activité reposent sur des sources de financement relativement stables présentent des variations moins marquées des conditions de crédit que les autres catégories de banques. En résumé, cet article examine des éléments supplémentaires qui complètent l'évaluation régulière des conditions de l'octroi de crédit bancaire sur la base de l'enquête BLS.

2 Conditions de l'offre de crédit bancaire aux entreprises de la zone euro

2.1 Critères d'octroi des prêts aux entreprises de la zone euro

Les critères d'octroi, c'est-à-dire les directives internes des banques ou leurs critères d'approbation des prêts, constituent un indicateur clé des conditions d'octroi du crédit bancaire⁶⁹. Ils permettent de distinguer l'offre de la demande dans l'analyse des évolutions de la croissance des prêts (cf. graphique 1)⁷⁰. De plus, les modifications des critères d'octroi des prêts aux SNF précèdent la croissance effective des prêts aux SNF d'environ un an⁷¹. Elles sont donc très utiles pour évaluer les évolutions de la croissance des prêts pour l'année à venir. En outre, les anticipations des banques en matière d'évolution de leurs critères d'octroi reflètent généralement avec précision leur évolution effective, ce qui apporte une indication avancée supplémentaire sur l'évolution des conditions d'octroi des prêts bancaires.

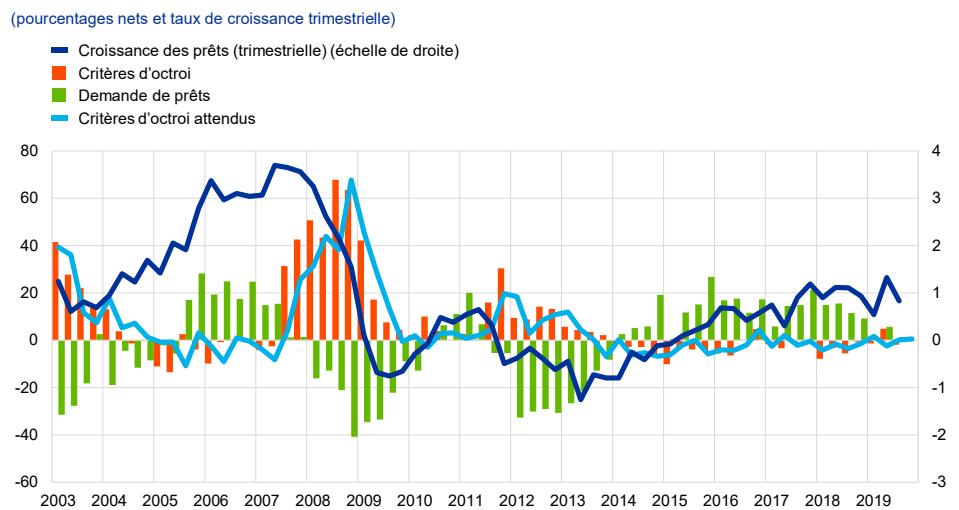
⁶⁹ Cf. Köhler-Ulbrich (P.), Hempell (H.S.) et Scopel (S.), « *The euro area bank lending survey* », Occasional Paper Series, n° 179, Banque centrale européenne, 2016.

⁷⁰ Cf. Altavilla (C.), Darracq Paries (M.), Nicoletti (G.), « *Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis* », *Journal of Banking and Finance*, à paraître.

⁷¹ Cf. De Bondt (G.), Maddaloni (A.), Peydro (J.-L.) et Scopel (S.), « *The euro area bank lending survey matters: empirical evidence for credit and output growth* », Working Paper Series, n° 1160, Banque centrale européenne, 2010.

Graphique 1

SNF : offre et demande de prêts, croissance des prêts



Source: BCE.

Notes: Pour les critères d'octroi, les pourcentages nets correspondent à la différence entre la somme des pourcentages des banques ayant répondu « sensiblement durcis » et « quelque peu durcis » et la somme des pourcentages des banques ayant répondu « quelque peu assouplis » et « sensiblement assouplis ». Pour la demande de prêts, les pourcentages nets correspondent à la différence entre la somme des pourcentages des banques ayant répondu « sensiblement augmenté » et « augmenté quelque peu » et la somme des pourcentages des banques ayant répondu « diminué quelque peu » et « sensiblement diminué ». Si les évolutions effectives des critères d'octroi et de la demande de prêts font référence aux trois mois passés, les critères d'octroi attendus correspondent aux anticipations des banques pour les trois mois à venir et ont donc été décalés d'un trimestre.

L'assouplissement net des critères d'octroi observé de 2014 à début 2019 a été l'épisode le plus long enregistré depuis le lancement de l'enquête début 2003.

Après un durcissement drastique des critères d'octroi des prêts aux SNF de la zone euro entre le troisième trimestre 2007 et le second semestre 2011, c'est-à-dire pendant les crises financière et de la dette souveraine dans la zone euro, (avec un pic net de 68 % au moment de la faillite de Lehman Brothers au troisième trimestre 2008), les banques de la zone euro ont commencé à assouplir leurs critères d'octroi en termes nets au premier trimestre 2014. Cet assouplissement net, d'une durée d'environ 20 trimestres (avec une interruption au second semestre 2016) jusqu'au premier trimestre 2019, représente la plus longue période d'assouplissement net constatée depuis le début de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire. Par comparaison, la période d'assouplissement net enregistrée avant le début de la crise financière, du troisième trimestre 2004 au deuxième trimestre 2007, a duré 12 trimestres. L'assouplissement net des critères d'approbation par les banques des prêts aux entreprises enregistré depuis 2014 a soutenu la reprise de la croissance des prêts bancaires aux SNF et l'activité économique à l'issue de la crise financière. Aux deuxième et troisième trimestres 2019, des variations des modifications apportées par les banques à leurs critères d'octroi ont été observées, dans un contexte de préoccupations relatives aux perspectives économiques de la zone euro, tandis que les taux débiteurs effectifs sont demeurés à des niveaux historiquement bas.

2.2 Quels sont les facteurs à l'origine des modifications des critères d'octroi des prêts aux SNF ?

Les facteurs à l'origine des modifications des critères d'octroi permettent de mieux comprendre les facteurs à l'origine des évolutions des critères d'approbation des prêts bancaires. Les banques de la zone euro font également état des facteurs sous-jacents qui contribuent aux changements des critères d'octroi. L'importance de ces facteurs évolue au fil du temps, en fonction de l'état de l'économie (cf. graphique 2). Ils permettent d'obtenir des informations supplémentaires sur les modifications des conditions de crédit et d'établir une distinction entre les évolutions de la croissance des prêts bancaires résultant principalement de changements trouvant leur origine dans le système bancaire, comme les coûts des ressources des banques ou la tolérance au risque, et les évolutions de l'environnement économique général, qui influent sur l'offre de crédit bancaire en raison de modifications du risque de crédit ou des garanties présentées par l'emprunteur, mais qui ne reflètent pas purement des effets d'offre de prêts⁷².

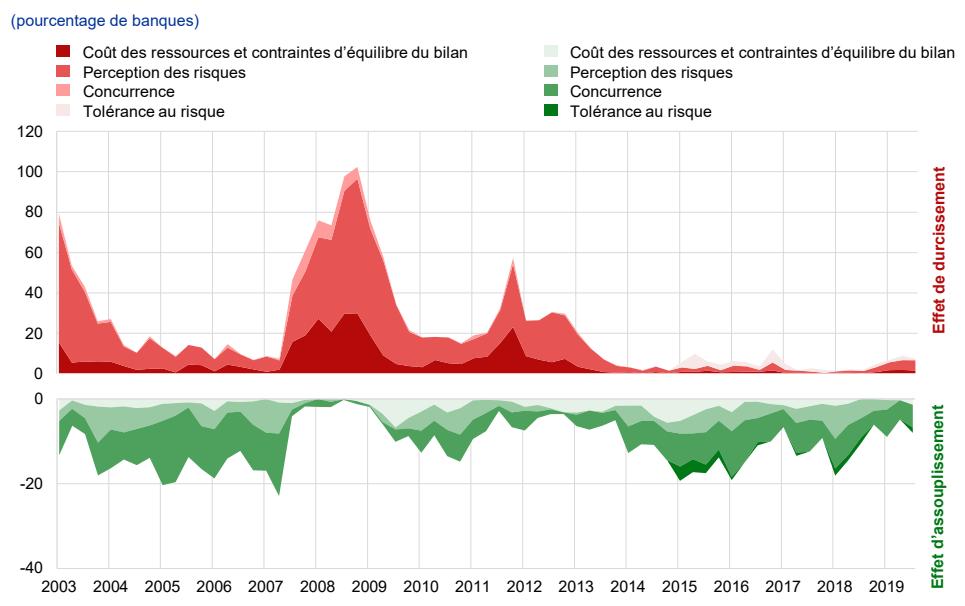
La perception des risques relatifs aux perspectives économiques est le principal facteur explicatif des modifications des critères d'octroi et elle est étroitement liée aux évolutions de l'économie réelle. L'examen des facteurs qui contribuent aux évolutions des critères d'octroi dans la perspective des banques met en lumière deux principales observations (cf. graphique 2). Premièrement, et dans le droit fil des évolutions des critères d'octroi des crédits aux SNF, l'effet de durcissement exercé par ces facteurs l'a largement emporté sur l'effet d'assouplissement. Deuxièmement, la perception des risques a constitué le principal facteur explicatif des modifications des critères d'octroi sur la durée (contribuant à un durcissement net moyen de 13 % depuis 2003). La forte corrélation avec les critères d'octroi correspond particulièrement aux périodes de durcissement, mais la perception des risques joue également un rôle important quand les banques assouplissent leurs critères d'octroi. Cette perception est étroitement liée aux évolutions des indicateurs de l'économie réelle et du climat des affaires (cf. graphique 3). Par conséquent, la perception des risques signale l'impact des évolutions des perspectives économiques sur les critères d'octroi, au-delà des évolutions qui trouvent leur origine dans le système bancaire lui-même⁷³.

⁷² Cf. Hempell (H. S.), Kok Sorensen (C.), « *The impact of supply constraints on bank lending in the euro area. Crisis induced crunching?* », *Working Paper Series*, n° 1262, Banque centrale européenne, 2010.

⁷³ En ce qui concerne la relation des facteurs extraits de l'enquête BLS avec d'autres indicateurs macroéconomiques, cf. l'analyse du chapitre 3 de Köhler-Ulrich (P.), Hempell, (H.S.) et Scopel (S.), « *The euro area bank lending survey* », *Occasional Paper Series*, n° 179, Banque centrale européenne, 2016.

Graphique 2

Facteurs déterminant les critères d'octroi des prêts aux SNF

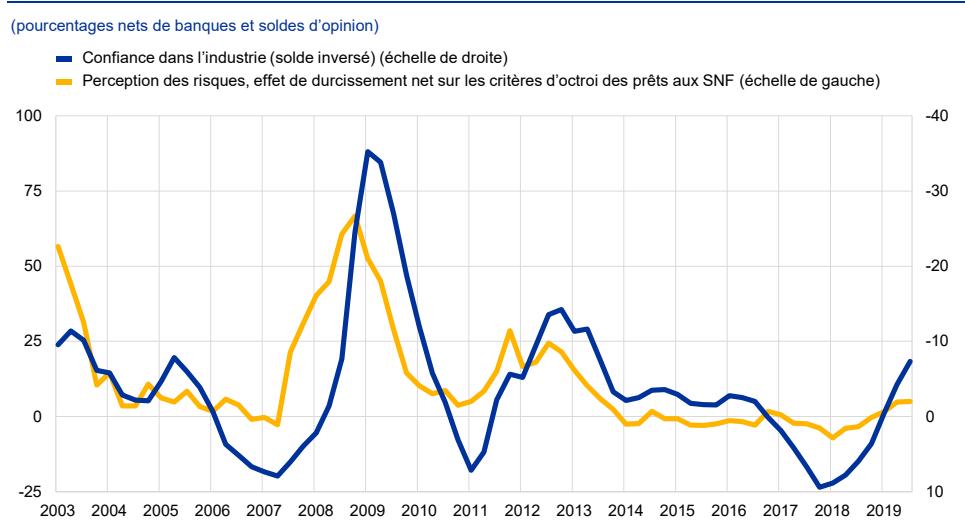


Source: BCE (enquête sur la distribution du crédit bancaire).

Notes: « coût des ressources et contraintes d'équilibre du bilan » correspond à la moyenne non pondérée des « coûts liés au montant des fonds propres », de la « capacité à accéder au financement de marché » et de la « position de liquidité »; « perception des risques » correspond à la moyenne non pondérée de la « situation et perspectives économiques globales », de la « situation et perspectives spécifiques du secteur ou des entreprises/solvabilité de l'emprunteur » et des « « risques relatifs aux garanties requises » ; « pression concurrentielle » correspond à la moyenne non pondérée de la « concurrence d'autres banques », de la « concurrence d'institutions non bancaires » et de la « concurrence des financements de marché ». La « tolérance au risque des banques » a été introduite au premier trimestre 2015.

Graphique 3

Perception des risques par les banques et confiance dans l'industrie



Sources: BCE (enquête BLS) et Commission européenne.

Notes : Cf. graphique 2. L'indicateur de confiance dans l'industrie fait référence à l'enquête d'opinion de la Commission européenne (DG-ECFIN).

Les coûts des ressources et les contraintes d'équilibre du bilan des banques jouent un rôle important, principalement pour le durcissement des critères d'octroi, alors que la corrélation entre ce facteur et un assouplissement des critères d'octroi est assez faible. En particulier, le montant des fonds propres

a exercé, en moyenne, un effet de durcissement (avec un pourcentage net moyen de 7 % depuis 2003). De plus, les coûts des ressources des banques et les contraintes d'équilibre des bilans bancaires ont contribué à un durcissement des critères d'octroi, en particulier pendant la crise financière, dans le contexte des pertes enregistrées par les banques et des pressions associées en faveur du désendettement, ainsi que de l'augmentation des coûts des ressources des banques. En ce qui concerne la relation entre ces facteurs, la contribution au durcissement de la perception des risques a souvent été associée à une contribution parallèle au durcissement des coûts des ressources des banques et de la situation bilancielle. En effet, une détérioration des perspectives économiques tend à entraîner une détérioration de la solvabilité des emprunteurs et une augmentation du risque de crédit, avec des implications négatives pour les bilans des banques.

En revanche, la pression concurrentielle, principalement en provenance d'autres banques, est le déterminant le plus important de l'assouplissement des critères d'octroi. En particulier, l'assouplissement net des critères d'octroi des prêts aux SNF depuis 2014 a, dans une large mesure, été lié à des pressions concurrentielles.

Enfin, la tolérance au risque des banques a dans l'ensemble été globalement neutre, même si, depuis 2015, elle a exercé, sur certaines périodes, un léger effet de durcissement sur les critères d'octroi de prêts aux SNF. Cela indique que les banques considèrent qu'elles n'ont pas réagi aux taux d'intérêt bas ou négatifs par une prise de risques accrue⁷⁴.

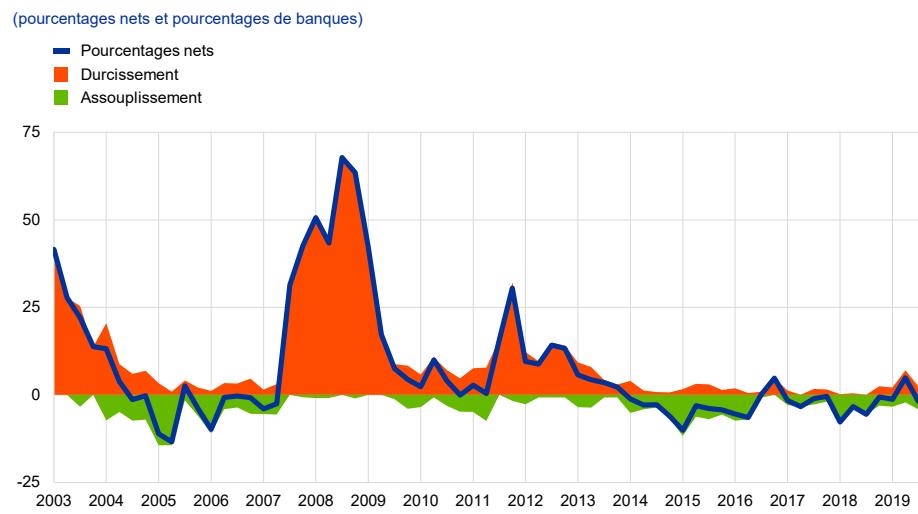
2.3 Pourquoi l'assouplissement net des critères d'octroi observé depuis 2014 a-t-il été relativement modéré?

L'assouplissement global des critères d'octroi des prêts aux entreprises depuis 2014 apparaît modéré par rapport au durcissement précédemment observé (cf. graphique 4). En additionnant les pourcentages nets de variation, l'assouplissement net cumulé des critères d'octroi sur les cinq dernières années, comparé au durcissement net cumulé des critères d'octrois de prêts aux SNF de la zone euro pendant la crise financière apparaît modéré, malgré la longue durée de la période d'assouplissement net. Selon les banques, le plus fort assouplissement net de leurs critères d'octroi est intervenu au premier trimestre 2015 (– 10 %) quand la BCE a introduit son programme d'achats d'actifs ; il s'était alors inscrit à un niveau proche des valeurs atteintes avant le début de la crise financière (avec un pic négatif de – 13 % au deuxième trimestre 2005).

⁷⁴ Le facteur « «tolérance au risque » a été introduit au premier trimestre 2015.

Graphique 4

Critères d'octroi des prêts aux SNF



Source : BCE (enquête BLS).
Note : Cf. graphique 1.

L'assouplissement net globalement modéré suggère que les critères d'octroi sont actuellement plus restrictifs qu'avant la crise. Des données en ce sens ressortent également de la question *ad hoc* de l'enquête BLS relative au niveau des critères d'octroi, qui complète la question trimestrielle sur les évolutions des critères d'octroi sur une base annuelle. Selon les réponses des banques, le niveau des critères d'octroi de prêts aux SNF de la zone euro au premier trimestre 2019 était toujours plus restrictif que la série historique des critères d'octroi depuis 2003⁷⁵. Plusieurs raisons pourraient expliquer le caractère limité de l'assouplissement net des critères d'approbation des prêts bancaires.

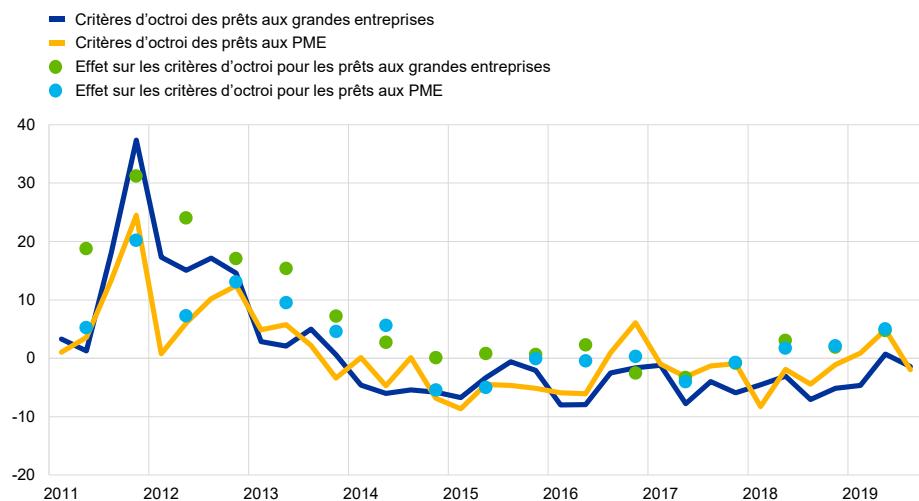
Premièrement, compte tenu des généreuses conditions de prêt observées avant la crise financière, la prise en compte des risques joue probablement un rôle plus important dans les décisions d'octroi de prêts bancaires depuis la crise. Parmi les déterminants des critères d'octroi précédemment mentionnés, la perception des risques par les banques et la propension à prendre des risques de crédit ont une grande importance. Ces facteurs peuvent contribuer à expliquer pourquoi les banques n'ont que modérément assoupli leurs critères d'octroi depuis la crise financière. En fait, alors que des critères d'octroi laxistes ont pu contribuer à alimenter la forte croissance du crédit aux SNF avant le début de la crise financière, rien n'indique actuellement que la tolérance au risque des banques de la zone euro se soit accrue (cf. section 2.2).

⁷⁵ Cf. le site internet de la BCE sur [l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro](#). Dans le même temps, il conviendrait de reconnaître que les banques peuvent avoir des difficultés à évaluer le niveau actuel des critères d'octroi par rapport à la série de long terme débutant en 2003 et que cette évaluation doit donc être considérée avec prudence.

Graphique 5

Critères d'octroi des prêts aux SNF et effet des exigences prudentielles et réglementaires sur les critères d'octroi

(pourcentages nets de banques)



Source : BCE (enquête BLS).

Notes : Cf. graphique 1. La question fait référence aux mesures réglementaires ou prudentielles liées aux fonds propres, à l'endettement, à la liquidité ou au provisionnement qui ont récemment été adoptées/mises en œuvre ou qui devraient être adoptées/mises en œuvre dans un proche avenir. PME correspond aux petites et moyennes entreprises.

Deuxièmement, la nécessité, pour les banques, de satisfaire à des exigences prudentielles et réglementaires supplémentaires à la suite de la crise financière a eu un effet restrictif sur les critères d'octroi. Les banques de la zone euro ont déclaré que les nouvelles exigences réglementaires et prudentielles ont exercé en moyenne depuis 2011 (quand la question a été introduite) un effet de durcissement sur leurs critères d'octroi (cf. graphique 5). Au cours de la période d'assouplissement net des critères d'octroi des prêts aux SNF qui a commencé en 2014, l'impact des exigences réglementaires et prudentielles a été neutre en moyenne, ce qui suggère que le précédent effet de durcissement ne s'est pas inversé. Cette observation est cohérente avec l'impact globalement neutre de la situation des banques en matière de fonds propres sur les critères d'octroi de prêts bancaires aux SNF au cours de la période d'assouplissement net des critères d'octroi observée depuis 2014.

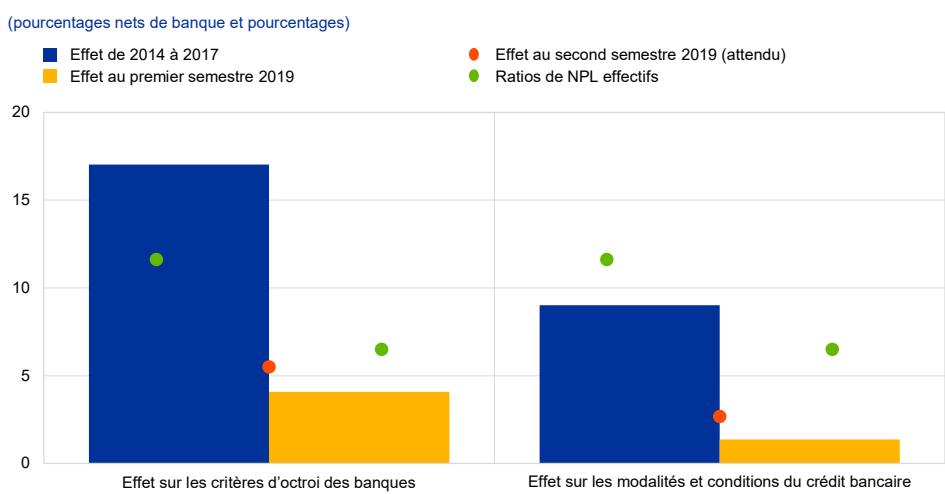
Troisièmement, en lien avec la nécessité pour les banques d'assainir leurs bilans, les ratios de prêts non performants (ratios de NPL) ont également exercé un effet de durcissement sur les critères d'octroi des banques. Selon les banques de la zone euro⁷⁶, cet effet a été particulièrement important sur la période 2014-2017, en ligne avec le niveau des ratios de NPL effectifs des banques, mais, plus récemment, les créances douteuses ont également continué d'exercer un effet de durcissement sur les critères d'octroi (cf. graphique 6). Globalement, les banques ont renforcé leurs bilans et en particulier, réduit leurs ratios de prêts non performants depuis 2014, soutenues par les mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE. La capacité de résistance des banques s'en est

⁷⁶ Cf. également sur le site de la BCE le rapport correspondant à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro de juillet 2018 pour l'impact des prêts non performants sur la politique de prêt des banques de 2014 à 2017 et l'enquête de juillet 2019 pour des données plus récentes.

trouvée améliorée. Même si cela devrait contribuer à des conditions de crédit favorables à moyen terme⁷⁷, les efforts réalisés par les banques pour accroître leur capacité de résistance permettent d'expliquer pourquoi l'assouplissement net des critères d'octroi n'a pas été plus important.

Graphique 6

Effet des ratios de NPL sur les conditions de crédit et ratios de NPL effectifs pour les prêts aux SNF



Source : BCE (enquête BLS et statistiques bancaires prudentielles).

Notes : Dans l'enquête BLS, le ratio de NPL est défini comme l'encours brut de NPL au bilan des banques en pourcentage de la valeur comptable brute des prêts. Les ratios effectifs de NPL font référence aux établissements importants de la zone euro et sont définis comme la valeur comptable brute des prêts et avances non performants en pourcentage du total des prêts et avances. Ils sont calculés comme une moyenne sur les périodes respectives (respectivement T2 2015-T4 2017 et le second semestre 2019).

2.4 Modalités et conditions de crédit pratiquées sur les prêts aux entreprises de la zone euro

Les modalités et conditions de crédit pratiquées par les banques sur les nouveaux prêts signalent un assouplissement considérable des conditions effectives convenues dans les contrats de prêt, plus marqué que celui des critères d'octroi. Alors que les critères d'octroi correspondent aux directives internes des banques ou à leurs critères d'approbation des prêts, les modalités et conditions pratiquées par les banques sont les modalités et conditions effectives pratiquées sur les nouveaux prêts, telles que convenues dans le contrat de prêt. L'analyse des modalités et conditions de crédit pratiquées par les banques complète donc l'analyse des critères d'octroi pour fournir une vue d'ensemble des conditions d'octroi du crédit bancaire⁷⁸. À la suite d'un important élargissement net des marges bancaires sur les prêts qui présentent un risque de crédit moyen (défini comme l'écart entre les taux débiteurs bancaires et un taux de marché de référence pertinent) pendant les crises financière et de la dette souveraine, les marges se sont resserrées depuis le

⁷⁷ Cf. Altavilla (C.), Boucinha (M.), Holton (S.), Ongena (S.), « *Credit supply and demand in unconventional times* », Working Paper Series, n° 2202, Banque centrale européenne, 2018.

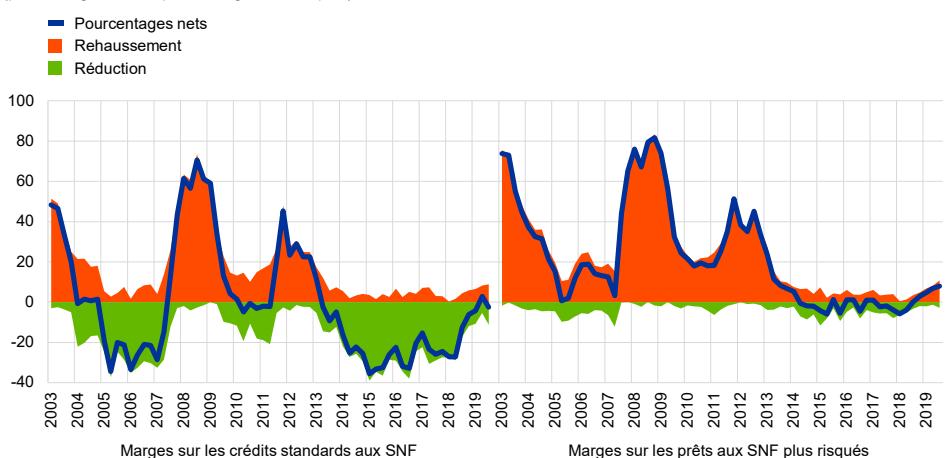
⁷⁸ Les données relatives aux modalités et conditions générales pratiquées par les banques n'étant disponibles que depuis le premier trimestre 2015, l'accent est mis ici sur les marges sur les prêts des banques, qui sont une composante importante des modalités et conditions générales.

deuxième trimestre 2013 (cf. graphique 7). Cette tendance s'est accentuée depuis le deuxième trimestre 2014 à la lumière de la nouvelle vague de mesures non conventionnelles de la BCE (cf. graphique 8), ce qui indique une amélioration de la transmission des mesures de politique monétaire aux taux débiteurs bancaires. Selon les banques déclarantes, les marges sur les crédits standard aux SNF se sont continuement resserrées de 2014 au premier trimestre 2019. Aux deuxième et troisième trimestres 2019, les modalités et conditions générales pratiquées par les banques se sont légèrement durcies. En particulier, les marges bancaires sur les prêts aux SNF les plus risqués se sont élargies, alors qu'au total, les marges sur les crédits standard se sont globalement stabilisées.

Graphique 7

Marges sur les prêts aux SNF

(pourcentages nets et pourcentages de banques)



Source : BCE (enquête BLS).

Notes : « Marges » correspond à l'écart par rapport à un taux de marché de référence. Les pourcentages nets correspondent à la différence entre la somme des pourcentages des banques ayant répondu « durcies/sensiblement rehaussées » et « durcies/légèrement rehaussées » et la somme des pourcentages des banques ayant répondu « assouplies/légèrement réduites » et « assouplies/sensiblement réduites ».

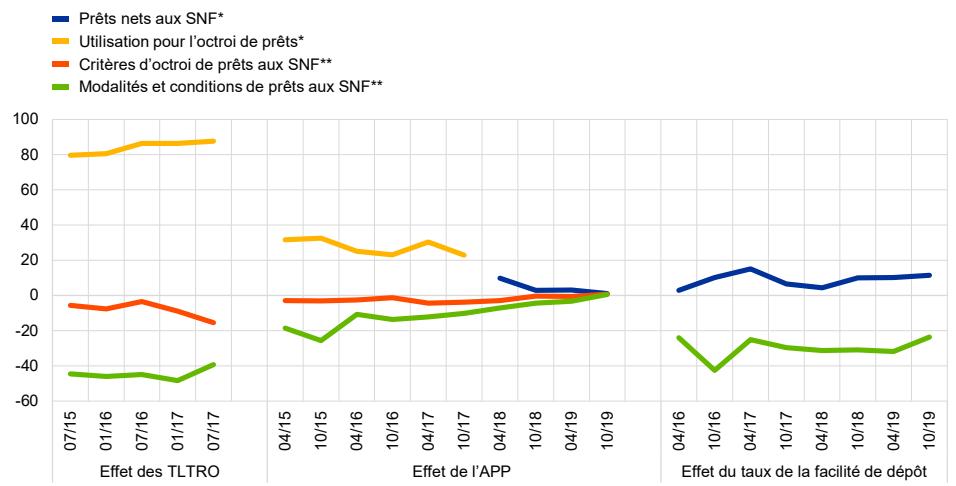
Par conséquent, si les banques de la zone euro n'ont que modérément assoupli leurs critères d'octroi des prêts aux SNF depuis 2014, elles ont nettement assoupli les modalités et conditions effectives pratiquées sur les nouveaux prêts aux SNF présentant un risque moyen. Les emprunteurs ayant satisfait aux critères d'approbation des prêts ont bénéficié de conditions effectives de crédit nettement plus favorables pour les crédits standards aux SNF. Cela est conforme aux réponses des banques indiquant que les mesures de politique monétaire de la BCE ont exercé un important effet d'assouplissement net sur les modalités et conditions effectives de crédit bancaire, alors que ces mesures n'ont eu qu'un effet plus limité sur les critères d'octroi (cf. graphique 8)⁷⁹.

⁷⁹ Pour une analyse de l'effet des mesures de politique monétaire de la BCE, cf., par exemple, Demiralp (S.), Eisenschmidt (J.), Vlassopoulos (T.), « Negative interest rates, excess liquidity and retail deposits: banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area », Working Paper Series, n° 2283, Banque centrale européenne, 2019 ; Altavilla (C.), Burlon (L.), Giannetti (M.), Holton (S.), « Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms », Working Paper Series, n° 2289, Banque centrale européenne, 2019.

Graphique 8

Effet des mesures non conventionnelles de la BCE sur les conditions d'octroi de prêts bancaires

(pourcentages nets et pourcentages de banques ; effet sur les six mois précédents)



Source : BCE (enquête BLS).

Notes : L'axe horizontal correspond aux campagnes d'enquête sur la distribution du crédit bancaire pendant lesquelles les questions respectives ont été incluses. La question *ad hoc* sur les TLTRO II a été incluse jusqu'en juillet 2017.

*Utilisation de liquidités provenant des TLTRO pour octroyer des prêts. Utilisation de l'augmentation de la liquidité provenant du programme d'achats d'actifs par la BCE (APP) pour octroyer des prêts à partir de cessions d'actifs négociables et de l'augmentation des dépôts jusqu'en octobre 2017. Effet net de l'APP sur les volumes de prêts à compter d'avril 2018. Effet net du taux négatif de la facilité de dépôt sur les volumes de prêts.

**La question sur les TLTRO ne porte que sur l'effet d'assouplissement. Effet d'assouplissement net pour l'APP et le taux de la facilité de dépôt. L'assouplissement net est défini comme l'effet d'assouplissement moins l'effet de durcissement. Les marges sur prêts remplacent les modalités et conditions générales pour le taux de la facilité de dépôt.

Contrairement aux marges sur les crédits standard aux SNF, les marges sur les prêts les plus risqués ne se sont resserrées que faiblement en termes nets depuis 2014 (cf. graphique 7). L'attitude de plus grande prudence vis-à-vis des prêts plus risqués peut indiquer que les banques n'ont pas souhaité prendre des risques majeurs en prêtant à des entreprises pour doper les rendements dans un environnement de taux d'intérêt bas. Cela concorde également avec l'assouplissement net limité des critères d'octroi dans un contexte d'exigences réglementaires accrues et, dans certaines juridictions, avec des niveaux toujours très élevés de prêts non performants, ainsi qu'avec une tolérance au risque plus modérée de la part des banques à la suite de la crise financière.

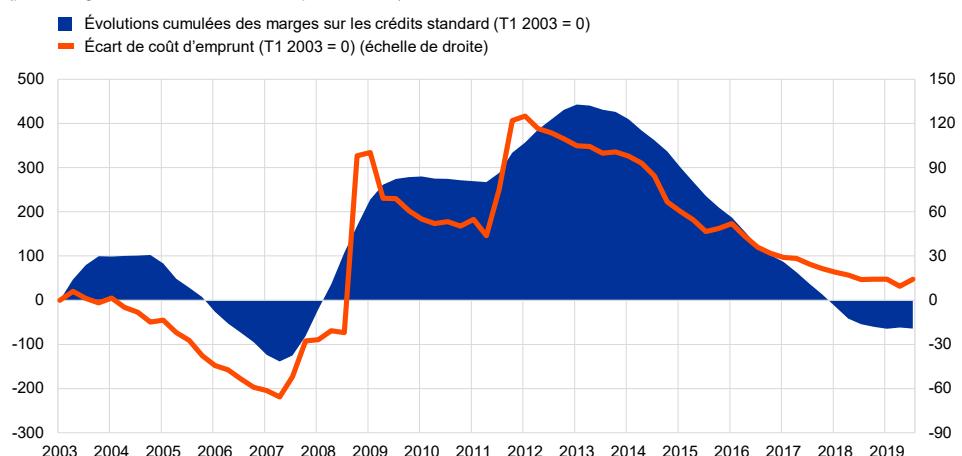
Dans une perspective à plus long terme, les marges pratiquées par les banques sur les nouveaux prêts consentis aux entreprises présentant un profil de risque moyen sont revenues à des niveaux proches de ceux qui prévalaient vers le début de la crise financière, alors qu'auparavant elles étaient plus faibles. Les évolutions cumulées des marges sur prêts (c'est-à-dire l'écart entre les taux débiteurs bancaires et un taux de marché de référence) indiquées par les banques déclarantes peuvent être utiles à l'évaluation de l'état actuel des conditions d'octroi du crédit bancaire aux entreprises. Comme le montre le graphique 9, l'élargissement des marges sur les crédits standard aux SNF durant la crise financière et de la dette souveraine a été largement compensé par la réduction des marges sur prêts depuis le deuxième trimestre 2013. Calculées sur la base des taux débiteurs effectifs appliqués aux prêts consentis aux SNF et des taux du marché monétaire, les marges sur prêts ne sont pas revenues aux niveaux très faibles qui prévalaient avant le début de la

crise financière, qui représentait peut-être à l'époque une sous-tarification du risque de crédit des emprunteurs. Il est intéressant de noter que les évolutions cumulées des marges sur prêts des SNF ont évolué globalement en phase avec les écarts des taux débiteurs bancaires effectifs, conformément à la définition des marges sur prêt (cf. graphique 9). Cela suggère que les marges appliquées par les banques aux nouveaux prêts ont renoué avec des niveaux proches de ceux qui ont été observés au début de la crise financière, alors qu'auparavant ils étaient plus faibles.

Graphique 9

Évolutions cumulées des marges sur les crédits standard aux SNF et écart de coût d'emprunt pour les prêts aux SNF

(pourcentages nets cumulés et écarts en point de base)



Source : BCE.

Notes : Les marges sont définies comme l'écart entre les taux débiteurs bancaires et un taux de marché de référence pertinent. Les pourcentages nets pour les marges sur les crédits standard ont été cumulés à partir du premier trimestre 2003. L'écart est calculé comme la différence entre l'indicateur du coût d'emprunt pour les prêts consentis aux SNF et le taux des swaps au jour le jour à trois mois. Il a été indexé à T1 2003 = 0, correspondant à l'évolution cumulée de l'écart depuis T1 2003. L'indicateur de coût d'emprunt pour les prêts consentis aux SNF est calculé en agrégant les taux à court et à long terme en utilisant une moyenne mobile sur 24 mois des nouveaux volumes d'activité.

3 Conditions de crédit en fonction des modèles d'activité bancaire

Un nouveau jeu de données sur les modèles d'activité bancaire permet de déceler des différences affectant les conditions d'offre de prêts bancaires en fonction des différents types de modèles adoptés par les banques déclarantes participant à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire⁸⁰.

L'analyse de cette section repose sur un jeu de données confidentielles au niveau de chaque banque couvrant 13 pays de la zone euro. Les données bancaires individuelles ont été agrégées suivant la méthodologie de l'enquête BLS pour déclarer des évolutions agrégées des conditions d'octroi du crédit bancaire au niveau de la

⁸⁰ Pour une explication méthodologique de la classification des modèles d'activité et une vue d'ensemble des structures d'actifs et de passifs par modèle d'activité, cf. Altavilla (C.), Andreeva (D.C.), Boucinha (M.) et Holton (S.), « Monetary policy, credit institutions and the bank lending channel in the euro area », Occasional Paper Series, n° 222, Banque centrale européenne, 2019.

zone euro pour les différents modèles d'activité⁸¹. Dans ce jeu de données, les banques universelles constituent le modèle d'activité dominant, aussi bien du point de vue du nombre de banques et que de celui des principaux actifs. Les banques d'importance systémique mondiale (G-SIBs) détiennent également beaucoup d'actifs, alors que si les banques de détail jouent un rôle important en raison de leur nombre, leur rôle est moins important en termes d'actifs. En revanche, les banques de financement et d'investissement et les prêteurs spécialisés en particulier ne jouent qu'un rôle limité dans ce jeu de données.

Globalement, alors que l'orientation des évolutions des critères d'octroi au fil du temps a été cohérente pour les différents modèles d'activité, des variations notables ont été observées (cf. graphique 10). Sur l'ensemble des modèles d'activité bancaire, un durcissement prononcé des critères d'octroi des prêts aux SNF sur la période 2007-2014 a précédé une période plus récente d'assouplissement modéré, reflétant des changements au niveau de la zone euro (cf. section 2.1). Les banques universelles et les banques de détail ont, en moyenne, durci davantage leurs conditions de crédit que les autres bailleurs de fonds pendant la période de crise. Pour ces deux modèles d'activité, on a également assisté à un élargissement sensible des marges sur les prêts aux SNF (cf. graphique 11) reflétant l'augmentation du risque de crédit auxquels les emprunteurs ont été confrontés pendant la crise. En revanche, de 2007 à 2014, le durcissement net moyen des critères d'octroi a été limité pour les prêteurs spécialisés en raison d'intenses pressions concurrentielles.

Pour toutes les catégories de banques, la perception des risques a été le principal facteur de modification des critères d'octroi des prêts aux SNF sur la période 2007-2014, reflétant le risque de crédit accru des emprunteurs.

Si ce facteur a généralement contribué à un assouplissement des critères d'octroi depuis 2014 pour la plupart des modèles d'activité, il a continué de contribuer à un durcissement net des critères d'octroi pour les banques de financement et d'investissement. C'est peut-être lié au modèle d'activité spécifique de ce type de banque spécialisée dans le financement de grands projets d'investissement qui tendent à présenter un profil de risque plus élevé.

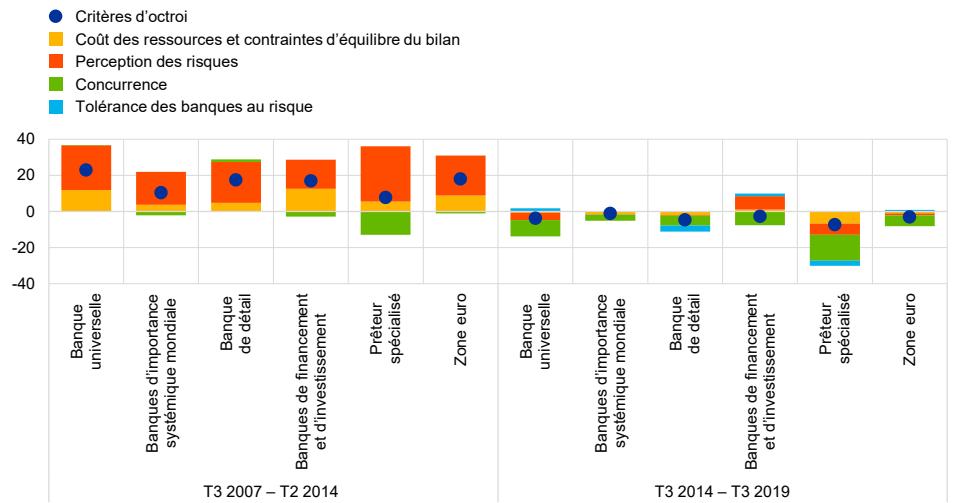
Pour certains types de banques, en particulier les banques universelles et les banques de financement et d'investissement, les coûts de financement et les contraintes de bilan ont constitué un facteur important de durcissement des critères d'octroi. La corrélation de ce facteur avec la perception des risques signale l'interconnexion entre le risque accru de crédit des emprunteurs et les contraintes de bilan des banques, la qualité de crédit plus faible des emprunteurs se traduisant par une fragilité des bilans bancaires. Si la perception des risques a joué un rôle clé dans le resserrement des critères d'octroi pour les prêts aux entreprises sur l'ensemble des modèles d'activité bancaire, la concurrence a apporté la principale contribution lors de la période d'assouplissement net enregistrée depuis 2014. Enfin, la tolérance au risque des banques a eu un effet relativement faible sur les évolutions des critères d'octroi pour l'ensemble des modèles d'activité bancaires.

⁸¹ On trouvera sur le site de l'[enquête sur la distribution du crédit bancaire](#), dans le guide utilisateur (*BLS user guide*), une explication de la méthodologie d'agrégation utilisée. De plus, pour certaines parties de l'analyse, les données relatives aux différentes banques ayant répondu à l'enquête ont été fusionnées avec les données de bilan et de taux d'intérêt.

Graphique 10

Critères d'octroi de prêts aux SNF selon les modèles d'activité bancaire

(pourcentages nets moyens de banques)



Source : BCE (enquête sur la distribution du crédit bancaire).

Notes : Cf. graphiques 1 et 2. Les chiffres relatifs aux modèles d'activité bancaire reposent sur un jeu de données confidentiel au niveau de chaque banque couvrant les données de 13 pays de la zone euro. Les chiffres relatifs à la zone euro correspondent à l'ensemble des pays de la zone euro.

Reproduisant l'assouplissement net des conditions d'octroi de l'échantillon global, les marges sur les crédits standard se sont réduites sur l'ensemble des modèles d'activité depuis 2014, évolution qui s'est accompagnée d'une diminution parallèle des coûts des ressources des banques, à la suite de mesures d'assouplissement du crédit mises en œuvre par la BCE

(cf. graphique 11). Après un élargissement des marges sur les prêts aux SNF observé pendant la crise financière, les banques universelles et les prêteurs spécialisés ont répercuté sur leur clientèle la baisse significative du coût de leurs ressources, ces deux catégories affichant le plus grand pourcentage net de banques indiquant une réduction des marges sur prêt. Les prêteurs spécialisés semblent avoir particulièrement bénéficié de rendements obligataires réduits en raison de leur dépendance plus forte vis-à-vis du financement par émission de titres de créance. Il est important de noter que les emprunts auprès de la BCE selon des modalités attractives dans le cadre des TLTRO II ont, de plus, profité à toutes les catégories de banques. Aux deuxième et troisième trimestres 2019, les banques d'importance systémique mondiale (G-SIBs) ont durci leurs critères d'octroi des prêts aux SNF et indiqué une augmentation de leurs marges sur les crédits standard aux SNF, alors que les évolutions étaient plus contrastées pour les autres types de banques.

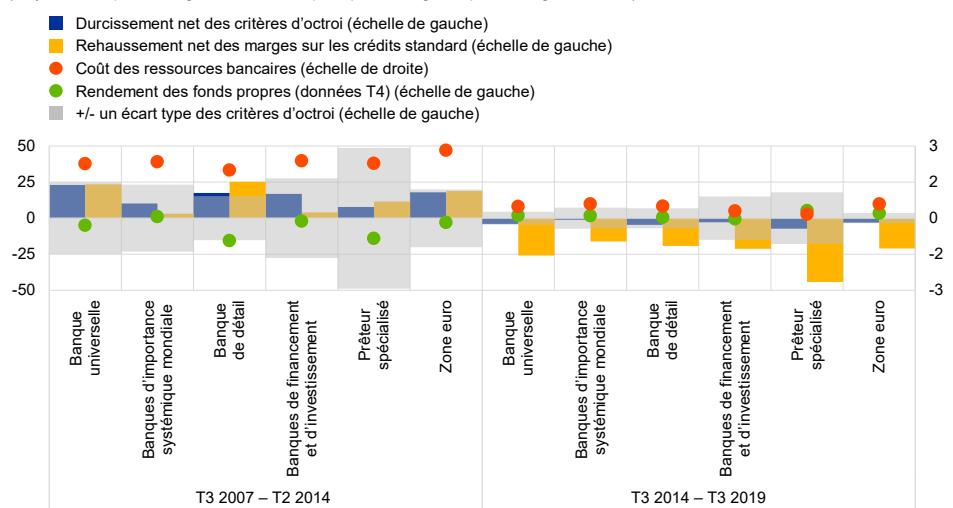
Les différences relatives à la clientèle et aux compartiments de marché spécifiques sur lesquels sont fondés les modèles d'activité peuvent être reliées à l'hétérogénéité des évolutions de l'offre de prêts ainsi que des conditions de financement et de la rentabilité globale. Les banques d'importance systémique mondiale et les banques de détail ont présenté la variation la plus faible des critères d'octroi et des marges sur crédits standard aux SNF au fil du temps (mesurée par l'écart type, cf. graphique 11). Cela tient probablement au fait que les banques qui ont adopté le premier modèle d'activité sont en général plus diversifiées et moins

exposées aux variations conjoncturelles des variables macroéconomiques (ce qu'implique également leurs structures d'actifs et de passifs), et que les prêteurs qui appartiennent au dernier groupe de banques tendent à entretenir des relations de relativement longue durée avec leur clientèle. Les banques de détail ont aussi présenté la variation la plus faible du coût des ressources, en raison de leur plus forte dépendance aux financements de détail et donc de leur plus faible exposition aux conditions de financement prévalant sur le marché. En ligne avec cette structure de financement relativement stable, les banques de détail ont durci leurs critères d'octroi de prêts aux entreprises plus modérément que les catégories de banques plus dépendantes des financements de marché en réaction immédiate à la faillite de Lehman Brothers au troisième trimestre 2008. Le durcissement considérable des critères d'octroi par les banques de détail observé, en moyenne, de 2007 à 2014, comme mentionné précédemment, peut en revanche s'expliquer par un durcissement continu mais limité des critères d'octroi pendant la crise. En revanche, les banques de financement et d'investissement et les prêteurs spécialisés ont présenté une variabilité importante non seulement de leurs critères d'octroi et des marges sur les crédits standard mais aussi du coût de leurs ressources sur la durée de l'échantillon, en raison de leur dépendance considérable vis-à-vis de l'émission de titres de créance et, par conséquent, des variations de rendements obligataires. Le contraire se vérifie quand on examine de plus près les évolutions de la rentabilité des fonds propres (ROE), le modèle de la banque de détail enregistrant la plus forte diminution et la plus grande variabilité pendant la crise, reflétant largement leur plus faible diversification et la dépendance considérable au produit net bancaire qui y est associée.

Graphique 11

Offre de prêts aux SNF, coût des ressources bancaires et rentabilité des banques en fonction des modèles d'activité bancaire

(moyennes de pourcentages nets des banques, pourcentages et pourcentages annuels.)



Sources : BCE, Markit iBoxx, S&P Market Intelligence (SNL Financial) et calculs de la BCE.

Notes : Cf. graphiques 1 et 7. Le rendement des fonds propres correspond aux résultats du quatrième trimestre de l'année respective et a été agrégé sur la base des données bancaires pondérées du total des actifs des banques. Les coûts des ressources bancaires correspondent à une moyenne pondérée du coût des dépôts des banques et des rendements des obligations bancaires. Il a été agrégé sur la base des données bancaires individuelles, pondérées par le total des actifs des banques. Les résultats pour les modèles d'activité bancaire sont fondés sur un jeu de données confidentielles couvrant 13 pays de la zone euro. L'écart type correspond à l'écart type de l'indicateur de pourcentages nets de critères d'octroi pour chaque catégorie.

4 Conclusions

Cet article évalue les conditions de l'offre de prêts bancaires aux entreprises de la zone euro sur la base d'indicateurs tirés de l'enquête BLS pour les critères d'octroi et les modalités et conditions appliquées aux nouveaux prêts. Si les marges moyennes sur les nouveaux prêts consentis aux SNF semblent être revenues aux conditions qui prévalaient vers le début de la crise financière, les critères d'approbation des prêts et les marges sur les prêts plus risqués sont demeurés globalement plus restrictifs, en raison de l'assainissement des bilans bancaires, des exigences réglementaires et prudentielles plus strictes et d'une attitude prudente vis-à-vis du risque. Depuis 2014, les conditions d'octroi du crédit aux entreprises de la zone euro ont été considérablement assouplies, soutenues par les conditions de financement favorables auxquelles les mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE ont apporté une contribution positive.

De plus, l'enquête BLS fournit des informations sur les facteurs qui déterminent les évolutions de l'offre de crédit bancaire, permettant une compréhension plus approfondie des évolutions des conditions d'octroi du crédit bancaire. L'importance de ces facteurs varie au fil du temps. Si les perceptions des risques ont joué un rôle de premier plan, principalement pendant les périodes de durcissement, les pressions concurrentielles ont prédominé lors des périodes d'assouplissement.

Enfin, cet article apporte un nouvel éclairage sur l'évolution des conditions d'octroi du crédit bancaire et sur les facteurs qui y contribuent en fonction des modèles d'activité bancaire. Alors que les évolutions générales sont en phase avec les évolutions globales de la zone euro pour l'ensemble des modèles d'activité bancaire, l'intensité des évolutions des critères d'octroi et l'importance relative des facteurs qui les déterminent varient selon les catégories de banques. Il est intéressant de noter que si la variation des conditions d'octroi du crédit bancaire aux SNF a été généralement plus modérée pour les banques de détail et les banques d'importance systémique mondiale, elle a été plus prononcée pour les autres types de banques qui sont plus dépendantes des ressources du marché financier et moins diversifiées.

2

Les effets des changements dans la composition de l'emploi sur la croissance des salaires dans la zone euro

Omiros Kouavas, Friderike Kuik, Gerrit Koester et Christiane Nickel

1 Introduction

Jusqu'à récemment, la croissance des salaires dans la zone euro était faible et sous-estimée. Sur la période 2013-2017, cette faiblesse peut s'expliquer dans une large mesure par les facteurs habituellement retenus dans une analyse de courbe de Phillips, tels que la sous-utilisation des capacités productives de l'économie et les anticipations d'inflation. Les capacités inutilisées sur le marché du travail peuvent être mesurées par un grand nombre d'indicateurs différents, notamment des indicateurs « étroits » (par exemple, le taux de chômage) ou des mesures moins conventionnelles comme le taux de chômage au sens large. Celui-ci inclut également la population de la zone euro en âge de travailler rattachée de façon marginale à la population active – c'est-à-dire les personnes classées comme inactives mais toujours à la recherche d'un emploi, quoique de façon moins active, sur le marché du travail⁸². D'une manière générale, il semble que les mesures plus larges de la sous-utilisation des capacités sur le marché du travail aient contribué de façon marginale à expliquer la hausse modérée des salaires observée dans la zone euro au cours de la période 2013-2017⁸³. Toutefois, les facteurs habituellement retenus dans une analyse de courbe de Phillips ne dressent pas un tableau complet⁸⁴.

Les changements dans la composition de l'emploi pourraient-ils également avoir contribué à la faible croissance des salaires dans la zone euro ?

Par exemple, les salaires diffèrent d'un secteur à l'autre et dépendent des caractéristiques personnelles des salariés et des types de contrat. Ces « effets de composition » peuvent signifier qu'un changement dans la composition de l'emploi risque d'affecter la croissance moyenne des salaires dans une économie. Ils dépendent également du degré de changement dans la composition de l'emploi et de l'ampleur des différences de salaires.

Dans la zone euro, des changements importants sont intervenus dans la composition de l'emploi depuis le début de la crise. Il s'agit notamment de glissements entre les tranches d'âge et les niveaux d'instruction, ainsi que dans la prépondérance des différents types de contrats, reflétant le caractère temporaire ou

⁸² Cf., par exemple, l'encadré intitulé « *Évaluation des capacités inutilisées sur le marché du travail* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2017.

⁸³ Cf., par exemple, Lane (P.R.) et al., « *The Phillips Curve at the ECB* », discours prononcé à l'occasion de la 50th Anniversary Conference of the Money, Macro & Finance Research Group, London School of Economics, 4 septembre 2019 ; Cœuré (B.), « *Scars or scratches? Hysteresis in the euro area* », discours prononcé au Centre international d'études monétaires et bancaires, Genève, 19 mai 2017 ; et la section 2.2. de Nickel (C.), Bobeica (E.), Koester (G.), Lis (E.) et Porqueddu (M.) (eds.), « *Understanding low wage growth in the euro area and European countries* », Occasional Paper Series, n° 232, BCE, Francfort-sur-le-Main, septembre 2019.

⁸⁴ Pour les résultats d'un groupe d'experts SEBC sur les salaires, cf. Nickel (C.), Bobeica (E.), Koester (G.), Lis (E.) et Porqueddu (M.) (eds.), *op. cit.*

permanent de l'emploi⁸⁵. La composition sectorielle de l'emploi a également changé sous l'effet de glissements entre secteurs à salaires élevés et secteurs faiblement rémunérés de l'économie.

Les changements dans la composition de l'emploi peuvent résulter d'évolutions tendancielles et d'évolutions conjoncturelles. Un exemple type est la structure par âge des salariés : celle-ci peut être affectée par des évolutions tendancielles, telles que le vieillissement de la population, mais également par des évolutions conjoncturelles, comme le risque plus élevé pour les travailleurs plus jeunes de perdre leur emploi en période de récession.

D'après la littérature économique, les effets de composition peuvent avoir une forte incidence sur la croissance des salaires. Les premières études ont montré que l'impact des changements dans la composition de l'emploi pouvait être important⁸⁶, et les études plus récentes portant plus particulièrement sur la période de la crise donnent des résultats similaires⁸⁷.

Ces effets de composition peuvent-ils nous aider à comprendre l'évolution de la croissance des salaires au cours du cycle ? C'est le cas, par exemple, si les effets de composition sont fortement influencés par le cycle, poussant la croissance des salaires à la hausse en période de récession ou à la baisse en phase de reprise. D'après la littérature, les changements dans la composition de l'emploi peuvent effectivement aboutir à un effet contracyclique de ce type sur les salaires agrégés⁸⁸.

Le présent article évalue la manière dont les effets de composition ont affecté la croissance des salaires dans la zone euro et ses pays membres depuis 2007⁸⁹. Notre analyse s'appuie essentiellement sur des microdonnées tirées de l'enquête de l'UE sur le revenu et les conditions de vie (SRCV-EU). L'article effectue également des recoupements avec l'enquête de l'UE sur les forces de travail (EU-LFS) et les données des comptes nationaux. Après avoir examiné certains fondements conceptuels, nous présentons les données utilisées et illustrons les récents changements intervenus dans la composition de l'emploi dans la zone euro. Ensuite,

⁸⁵ Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé « *Les changements de composition à l'origine de la croissance de l'emploi dans la zone euro pendant la reprise* », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2018, et l'article intitulé « *Offre de main-d'œuvre et croissance de l'emploi* », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2018.

⁸⁶ Cf., par exemple, Coleman (T.), « *Essays on Aggregate Labor Market Business Cycle Fluctuations* », *PhD Thesis*, University of Chicago, 1984, Barsky (R.) et Solon (G.), « *Real Wages over the Business Cycle* », *Working Paper Series*, NBER, 1988, Blank (R.M.), « *Why are Wages Cyclical in the 1970s* », *Journal of Labor Economics*, 8(1):17-47, 1990, et Kydland (F.E.) et Prescott (E.C.), « *Cyclical Movements of the Labor Input and its Implicit Real Wage* », *Economic Review*, (deuxième trimestre):12-23, 1993.

⁸⁷ Pour des études ultérieures, cf. l'encadré intitulé « *Real wages and employment composition effects during the crisis* », « *Euro area labour markets and the crisis* », *Occasional Paper Series*, n° 138, BCE, Francfort-sur-le-Main, octobre 2012, ainsi que l'encadré intitulé « *Real wage cyclical in the euro area: disentangling composition from wage structure effects* » dans « *Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets* », *Occasional Paper Series*, n° 159, BCE, Francfort-sur-le-Main, février 2015.

⁸⁸ Pour plus d'informations concernant l'agrégation et le biais de sélection, cf., par exemple, Stockman (A.C.), « *Aggregation Bias and the Cyclical Behavior of Real Wages* », *unpublished manuscript*, 1983, et Keane (M.), Moffitt (R.), et Runkle (D.), « *Real Wages over the Business Cycle: Estimating the Impact of Heterogeneity with Micro Data* », *Journal of Political Economy*, 96(6):1232-1266, 1988.

⁸⁹ Le point de départ de l'analyse a été choisi en fonction de la disponibilité et de la qualité des données – cf. également la discussion de l'encadré 2.

nous décrivons l'approche que nous utilisons pour évaluer les effets de composition et, enfin, nous examinons les éléments attestant le rôle des effets de composition pour l'ensemble de la zone euro et la contribution de chaque pays de la zone⁹⁰.

Le présent article constate que les effets de composition ont contribué à une réaction modérée des salaires dans la zone euro au cours du cycle d'activité – y compris durant la période de faible croissance des salaires. Les effets de composition ont poussé la croissance des salaires à la hausse au début de la crise, avant de diminuer et de devenir négatifs. Cette évolution a contribué à une réaction relativement modérée de la croissance salariale agrégée, face aussi bien au fort ralentissement sur le marché du travail au début de la crise qu'aux améliorations conjoncturelles observées ultérieurement, durant les années postérieures à 2013. Les plus fortes contributions aux effets de composition semblent être liées aux modifications de la structure par âge et par niveau d'instruction de l'emploi, qui ont eu une incidence à la fois conjoncturelle et sur le long terme. Le profil contracyclique des effets de composition résulte essentiellement d'un groupe de travailleurs jeunes et comparativement faiblement qualifiés dont les salaires sont relativement bas ; ce groupe a été particulièrement touché par les destructions d'emplois au début de la crise (poussant à la hausse la croissance moyenne des salaires durant la récession) et n'a connu une plus forte probabilité de réemploi que durant la période de reprise (avec un effet baissier sur la croissance moyenne des salaires). S'agissant des données propres à chaque pays, les résultats agrégés pour la zone euro ont été influencés en particulier par l'Espagne et par l'Italie.

D'un point de vue conceptuel, il serait intéressant d'estimer une courbe de Phillips pour la croissance des salaires nette des effets de composition, mais cela semble très difficile à mettre en œuvre. Du point de vue de la disponibilité des données, une approche de ce type est compliquée par (a) la fréquence annuelle des données nécessaires au calcul des effets de composition, (b) la faible longueur des séries chronologiques et (c) les décalages temporels substantiels dans la publication des données⁹¹.

2 Les effets des changements dans la composition de l'emploi sur la croissance des salaires dans la zone euro – fondements conceptuels

Des différences de salaires peuvent être observées dans diverses dimensions et varier en fonction des caractéristiques individuelles des travailleurs et d'un secteur à l'autre. Comme la productivité du travail diffère fortement d'un secteur à l'autre, les salaires varient. Ils tendent, par exemple, à être plus élevés dans le secteur industriel de l'économie que dans celui des services. Le niveau d'instruction est un autre facteur expliquant les différences de salaire : des niveaux d'instruction plus

⁹⁰ L'article s'appuie sur des analyses approfondies des effets de composition menées dans le cadre d'un groupe d'experts SEBC sur les salaires – cf. la section 3.1 de Nickel (C.), Bobeica (E.), Koester (G.), Lis (E.) et Porqueddu (M.) (eds., *op. cit.*)

⁹¹ En outre, les parties des effets de composition susceptibles d'influer sur les évolutions de la productivité moyenne du travail sont partiellement prises en compte dans l'analyse de la courbe de Phillips en incluant un paramètre de productivité.

élevés vont de pair avec des qualifications, et donc des salaires, plus élevés. Le type de contrat est également susceptible de jouer un rôle, selon qu'il est à temps plein ou à temps partiel, temporaire ou permanent⁹².

Sur la base des différences de salaires entre individus et secteurs, les changements dans la composition de l'emploi peuvent affecter aussi bien le niveau moyen que le taux de croissance des salaires dans une économie.

La rémunération par tête ou la rémunération horaire sont les indicateurs clés des salaires dans une économie. La rémunération par tête correspond à la somme de la rémunération des salariés divisée par le nombre total de salariés, et la rémunération horaire à la somme de la rémunération des salariés divisée par le nombre total d'heures travaillées dans l'économie. La rémunération des salariés recouvre les salaires et traitements non seulement en espèces mais également en nature, ainsi que les cotisations patronales. Les glissements sectoriels dans la composition de l'emploi dans le secteur industriel, où les salaires sont relativement élevés, peuvent par exemple entraîner une hausse de la rémunération par tête et de la rémunération horaire. De la même manière, une part croissante de salariés affichant un niveau d'instruction élevé peut également avoir un effet positif sur la rémunération par tête et la rémunération horaire moyennes dans une économie.

Les changements dans la composition de l'emploi peuvent avoir des implications pour la croissance des salaires du point de vue non seulement des différences de niveau de salaire mais également des différences de croissance salariale d'une catégorie de travailleurs à l'autre. On peut citer l'exemple des travailleurs plus âgés dont les niveaux de salaire ont tendance à être plus élevés mais dont la croissance salariale est moins rapide que chez les jeunes travailleurs. Si les deux types d'effets doivent être pris en compte, c'est cependant celui résultant de la différence de niveau de salaire qui semble dominer, au moins à court terme⁹³.

Si les effets de composition résultant des évolutions sectorielles peuvent, dans une certaine mesure, être analysés à l'aide de macrodonnées tirées des comptes nationaux, l'étude de l'impact des caractéristiques individuelles des salariés nécessite l'utilisation de microdonnées. Les effets des glissements sectoriels de l'emploi peuvent, jusqu'à un certain niveau de granularité, être analysés à l'aide des données des comptes nationaux pour l'emploi et la rémunération. Toutefois, des séries de données exhaustives et homogènes pour la zone euro comprenant des données relatives à la composition de l'emploi sur la base des caractéristiques individuelles des salariés et de leurs salaires, sont disponibles

⁹² Pour des études sur le type de contrat et les salaires, cf. Blanchard (O.) et Landier (A.), « *The perverse effect of partial labour market reform: fixed-term contracts in France* » *Economic Journal*, 112, 214-244, 2002, et Booth (A.L.), Francesconi (M.) et Frank (J.), « *Temporary jobs: stepping stones or dead ends* », *Economic Journal*, 112(480), 2002. Pour plus de détails concernant l'Allemagne, cf. Hagen (T.) « *Do temporary workers receive risk premiums? Assessing the wage effects of fixed-term contracts in West Germany by a matching estimator compared with parametric approaches* », *Labour*, 16(4), 667-705, 2002. Pour plus d'informations sur le type de contrat comme approximation de la durée du mandat, cf. Carneiro (A.), Guimarães (P.) et Portugal (P.), « *Real Wages and the Business Cycle: Accounting for Worker, Firm, and Job Title Heterogeneity* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(2) :133-152, 2012.

⁹³ Cf. l'encadré intitulé « Les changements dans la composition de l'emploi et leur incidence sur la croissance des salaires : un exemple à partir des tranches d'âge », *Bulletin économique*, n° 1, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2018.

uniquement à partir d'enquêtes (cf. l'encadré pour un examen des données disponibles).

Les déterminants des effets de composition peuvent être de nature cyclique ou structurelle. Les évolutions structurelles, comme le vieillissement de la population, sont susceptibles d'avoir un effet de composition à évolution lente sur la croissance des salaires, les salaires des travailleurs plus âgés tendant à être plus élevés.

Les évolutions conjoncturelles déterminent les effets de composition, notamment en raison des différences en termes de risque de perte d'emploi ou de recrutement. Le risque lié à l'emploi au cours du cycle d'activité est réparti de façon inégale en fonction des compétences et des caractéristiques des travailleurs. En période de récession et de reprise, c'est sur les travailleurs faiblement qualifiés et les jeunes que les pertes d'emploi et les recrutements exercent l'effet le plus important. C'est ce que confirment des études menées aux États-Unis ainsi qu'en Europe⁹⁴.

Les effets de composition peuvent être contracycliques et contribuer à une réaction modérée de la croissance des salaires au cycle d'activité. Si les travailleurs faiblement qualifiés et les jeunes, qui sont davantage susceptibles de percevoir un salaire relativement bas, sont tout particulièrement exposés au risque de perdre leur emploi en période de récession, la croissance moyenne des salaires (mesurée par la rémunération par tête et par la rémunération horaire, par exemple) est mécaniquement poussée à la hausse. En revanche, le retour à l'emploi de ces travailleurs en période de reprise pèse sur la croissance moyenne des salaires. Ces effets de composition contracycliques peuvent atténuer en partie la « vraie » réaction cyclique des salaires à un changement sur le marché du travail.

Des études empiriques constatent en effet un profil contracyclique des effets de composition dans la zone euro et dans certains pays de l'UE⁹⁵. Ces effets contracycliques ont été constatés dans des études empiriques sur la zone euro au début de la crise⁹⁶ et aussi dans des études spécifiques par pays, consacrées à la Belgique⁹⁷, à l'Italie⁹⁸ et au Royaume-Uni⁹⁹.

Les évolutions tendancielles peuvent avoir un fort impact sur les effets de composition mais ne devraient pas neutraliser les éventuels profils cycliques.

⁹⁴ Pour une analyse du risque lié au revenu et à l'emploi au cours du cycle d'activité, cf. l'encadré intitulé « *Le risque lié au revenu des ménages au cours du cycle d'activité* », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2019.

⁹⁵ Pour une revue détaillée de la littérature, cf. Christodouloupoulou (S.) et Kouavas (O.), « *Wages, compositional effects and the business cycle* », *Working Paper Series*, à paraître, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2019.

⁹⁶ Concernant le début de la crise, cf. Verdugo (G.), « *Real wage cyclicity in the Eurozone before and during the Great Recession: Evidence from micro data* », *European Economic Review*, 2016.

⁹⁷ De Sloover (F.) et Saks (Y.), « *Is job polarisation accompanied by wage polarisation?* », *Economic Review*, 2018.

⁹⁸ Adamopoulou (E.), Bobbio (E.), De Philippis (M.) et Giorgi (F.), « *Allocative efficiency and aggregate wage dynamics in Italy* », *Occasional Paper Series*, Banque d'Italie, 2016.

⁹⁹ Blundell (R.), Crawford (C.) et Jin (W.), « *What can wages and employment tell us about the UK's productivity puzzle?* », *Economic Journal*, 124:377-407, 2014, et Elsby (M.W.), Shin (D.) et Solon (G.), « *Wage Adjustment in the Great Recession and Other Downturns: Evidence from the United States and Great Britain* », *Journal of Labor Economics*, 2013.

Dans l'ensemble, les effets de composition reflètent sans doute les évolutions tendancielles comme les évolutions cycliques, dont le rôle peut varier au fil du temps selon l'ampleur de l'évolution tendancielle ou cyclique. Toutefois, même si les évolutions tendancielles sont très prononcées, elles ne devraient pas pour autant neutraliser d'éventuels profils contracycliques. Cela est dû au fait que les évolutions structurelles sont habituellement décorrélées du cycle d'activité.

Encadré 1

Les effets des changements dans la composition sectorielle de l'emploi sur la croissance des salaires

Katalin Bodnár et Gerrit Koester

Dans la mesure où les niveaux de salaires diffèrent d'un secteur à l'autre dans l'économie, les changements dans la composition sectorielle de l'emploi peuvent affecter la croissance salariale agrégée¹⁰⁰. Ces différences sont souvent liées aux variations de la productivité du travail. L'ampleur de ces effets sur la croissance salariale agrégée dépend de l'ampleur des glissements sectoriels de l'emploi ainsi que des différences de salaire. Par exemple, une augmentation de la part de l'emploi dans les secteurs à bas niveaux de salaire peut freiner la croissance salariale. Ces évolutions sectorielles peuvent être analysées à l'aide des données des comptes nationaux, qui sont disponibles pour dix principaux secteurs (cf. graphique A).

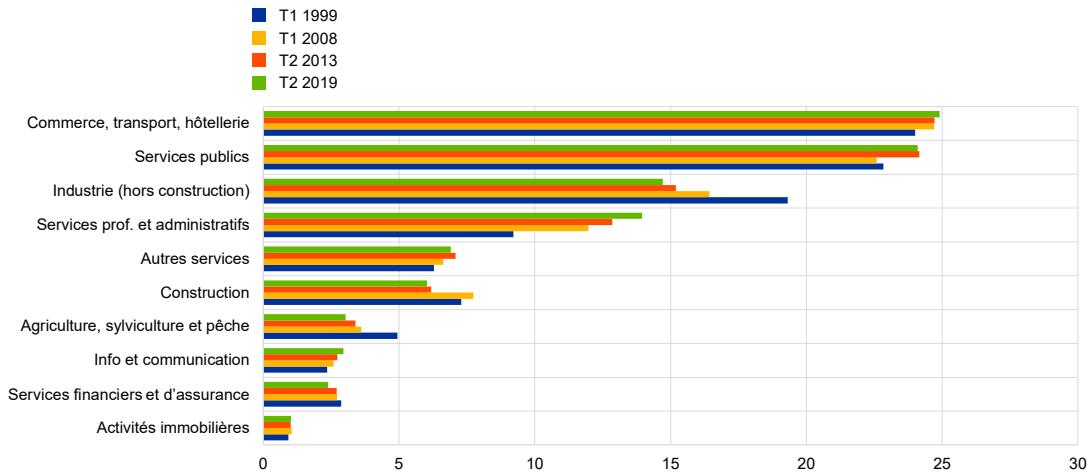
Les glissements sectoriels résultent à la fois des évolutions tendancielles et des évolutions cycliques. Par exemple, on observe sur le long terme une réallocation de l'emploi industriel vers les services marchands et le service public (cf. graphique A). Cette tendance de long terme est conforme aux évolutions en termes de valeur ajoutée, mais elle peut également être liée à l'automatisation croissante dans l'industrie et aux possibilités limitées à cet égard dans le secteur des services. Dans le secteur public, la demande de services de santé, qui est (notamment) liée au vieillissement d'une société, est probablement un des principaux déterminants structurels de la croissance de l'emploi. Le cycle d'activité influe également sur la composition sectorielle de l'emploi. Cela apparaît le plus clairement dans la concentration de l'ajustement du marché du travail durant la crise, principalement observé au sein du secteur industriel et de la construction.

¹⁰⁰ Cf. Abraham (K.G.) et Haltiwanger (J.C.), « *Real Wages and the Business Cycle* », *Journal of Economic Literature*, 33(3):1215-1264, 1995.

Graphique A

La composition de l'emploi dans la zone euro par secteurs

(part des secteurs dans l'emploi total, en pourcentage)



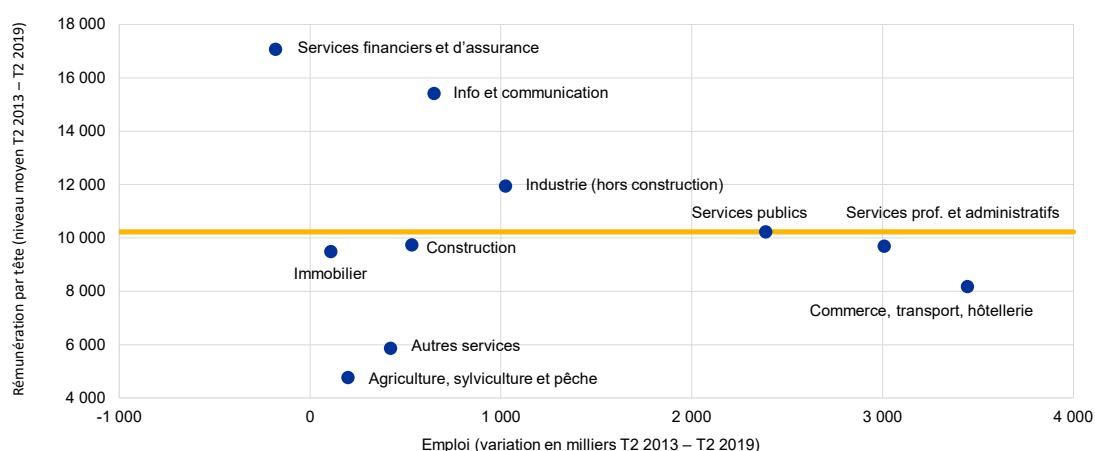
Source : Eurostat.

La composition sectorielle de la croissance de l'emploi dans la zone euro durant la période de reprise dénoterait un impact baissier sur la croissance globale des salaires. Depuis le deuxième trimestre 2013 – marquant le début de la reprise de l'économie et du marché du travail – c'est dans le secteur des services que l'emploi a connu la plus forte hausse. Les niveaux de salaire dans ces secteurs – comme dans les services professionnels et administratifs ou le commerce, les transports et l'hôtellerie – sont proches ou inférieurs aux moyennes de la zone euro (cf. graphique B). Dans le même temps, la croissance de l'emploi a été relativement faible, voire négative, dans certains secteurs caractérisés par de hauts niveaux de salaire, notamment les services financiers et d'assurance, les services d'information et de communication, et l'industrie (hors construction).

Graphique B

Évolution de l'emploi dans la zone euro par secteurs et par niveaux sectoriels de salaire durant la période de reprise

(axe des abscisses : évolution de l'emploi ; axe des ordonnées : rémunération trimestrielle moyenne en euros)



Source : Eurostat.

Toutefois, les glissements dans la composition sectorielle semblent n'avoir eu qu'un effet très limité sur la croissance salariale agrégée dans l'ensemble de la zone euro. Les effets des changements dans la composition sectorielle sur la croissance des salaires peuvent être identifiés en comparant la croissance salariale agrégée réalisée avec une série contrefactuelle dans laquelle les parts sectorielles dans l'emploi total sont constantes. La fixation des pondérations sectorielles à leur niveau de 2008 révèle que ces glissements sectoriels n'ont très probablement eu qu'un effet très limité sur la croissance globale des salaires (cf. graphique C).

Graphique C

Croissance de la rémunération par tête avec des pondérations sectorielles variables et fixes

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Le présent encadré constate que les glissements dans la composition sectorielle de l'emploi ne semblent pas avoir eu d'influence majeure sur la croissance des salaires. Cela pourrait également être considéré comme une indication de la capacité des études de microdonnées, comme celle menée dans le corps du texte, à apporter également de la lumière sur les glissements intrasectoriels¹⁰¹.

3 Évolutions de la composition des écarts d'emploi et de salaires selon les caractéristiques des salariés

Dans la zone euro, des changements importants ont affecté la structure de l'emploi par âge et niveau d'instruction (cf. graphique 1)¹⁰². On peut les illustrer à partir des microdonnées des statistiques de l'UE sur le revenu et les conditions de vie (SRCV-UE), qui sont disponibles jusqu'à 2016¹⁰³ (cf. l'encadré 2 pour des détails et

¹⁰¹ Ce constat est cohérent avec les analyses réalisées, par exemple, pour le Royaume-Uni – cf. Broadbent (B.), « *Compositional shifts in the labour market* », discours prononcé à l'occasion de la conférence « *Understanding the Great Recession: from micro to macro* », Banque d'Angleterre, 2015.

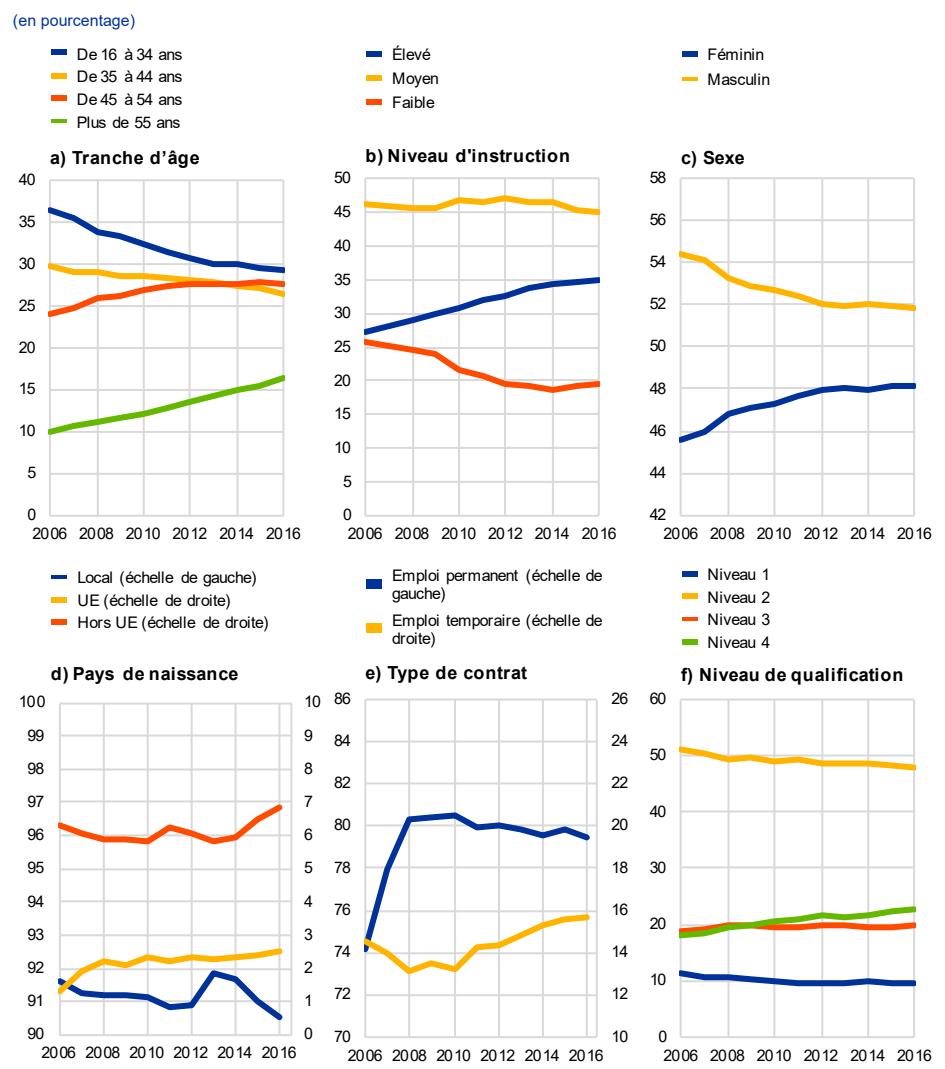
¹⁰² Tous les résultats présentés dans cette section sont calculés à partir de pondérations tirées d'enquêtes.

¹⁰³ Les données 2017 se rapportent à la situation des particuliers en 2016 dans la plupart des pays couverts par les SRCV-UE.

une comparaison des données des SRCV-UE avec d'autres ensembles de données disponibles ; cf. l'encadré 4 pour un recouplement avec les données de l'enquête de l'UE sur les forces de travail – EFT-UE). Point important, la part des salariés plus âgés s'est accrue, tandis que la part des travailleurs plus jeunes a nettement diminué. Dans le même temps, la part des salariés ayant un plus faible niveau d'instruction a diminué, tandis que la part des salariés ayant un niveau d'instruction plus élevé a augmenté.

Graphique 1

Évolution des principales caractéristiques de l'emploi dans la zone euro d'après les SRCV-UE



Sources : Eurostat (SRCV-UE) et calculs des services de la BCE.

Notes : Agrégation à l'échelle de la zone euro pondérée par les heures travaillées ; les chiffres dont le total est différent de 100 % indiquent des données manquantes. Les niveaux de qualification sont définis en regroupant différentes catégories professionnelles : le niveau 1 comprend les professions élémentaires ; le niveau 2 recouvre les employés de type administratif, le personnel des services directs aux particuliers, commerçants et vendeurs, les agriculteurs et ouvriers qualifiés de l'agriculture, de la sylviculture et de la pêche, les métiers qualifiés de l'industrie et de l'artisanat, et les conducteurs d'installations et de machines, et les ouvriers de l'assemblage ; le niveau 3 rassemble les professions intermédiaires et le niveau 4 les directeurs, cadres de direction et gérants, et les professions intellectuelles et scientifiques.

Ces évolutions peuvent s'expliquer en partie par des tendances à long terme (évolutions démographiques, réformes des systèmes de retraite, tendance à

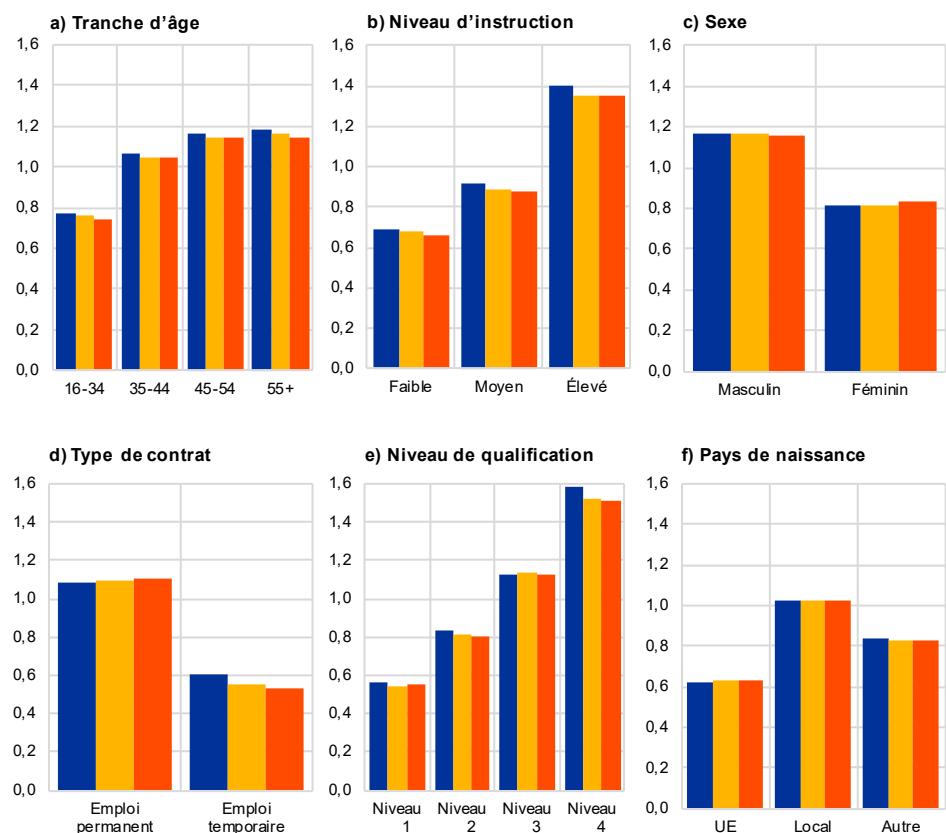
une hausse des niveaux d'instruction, etc.) mais peuvent aussi être liées aux évolutions conjoncturelles dans certains pays : les travailleurs plus jeunes et moins instruits/qualifiés ont été les premiers à perdre leur emploi pendant la crise, ce qui a encore accru la part des salariés plus âgés et plus instruits. Ce profil conjoncturel apparaît également dans les évolutions des contrats temporaires, dont le nombre a diminué au début de la crise dans un certain nombre de pays, mais dont la part s'est accrue pendant la reprise.

Graphique 2

Revenu moyen par groupe de salariés par rapport au revenu moyen global

(zone euro, 1 = revenu moyen)

- 2008
- 2012
- 2016



Sources : Eurostat (SRCV-UE) et calculs des services de la BCE.

Notes : Pondération en fonction des heures travaillées. Les niveaux de qualification sont définis en regroupant différentes catégories professionnelles : le niveau 1 comprend les professions élémentaires ; le niveau 2 recouvre les employés de type administratif, le personnel des services directs aux particuliers, commerçants et vendeurs, les agriculteurs et ouvriers qualifiés de l'agriculture, de la sylviculture et de la pêche, les métiers qualifiés de l'industrie et de l'artisanat, et les conducteurs d'installations et de machines, et les ouvriers de l'assemblage ; le niveau 3 rassemble les professions intermédiaires et le niveau 4 les directeurs, cadres de direction et gérants, et les professions intellectuelles et scientifiques. La variable utilisée pour les revenus est le salaire horaire calculé à partir des variables des SRCV-UE.

Les évolutions de la composition de l'emploi, conjuguées à des différences de revenu moyen considérables entre les différents groupes, justifient l'évaluation d'effets de composition sur la croissance des salaires. Une comparaison du revenu moyen dans la zone euro des différentes tranches d'âge avec le revenu moyen de l'ensemble des salariés (cf. graphique 2) montre que les revenus des travailleurs âgés de plus de 44 ans, en particulier, sont très supérieurs à ceux des travailleurs

âgés de 16 à 34 ans, dont les salaires sont en moyenne inférieurs à 80 % de la moyenne générale. La différence est encore plus nette si l'on compare les salariés selon les différents niveaux d'instruction : tandis que les salariés les moins instruits gagnent environ 60 % de la moyenne, les salariés plus instruits gagnent (selon l'année) entre 20 % et 40 % de plus que la moyenne. Des différences similaires peuvent être observées en comparant les emplois occupés, les niveaux de qualification, les sexes, les types de contrats et les nationalités.

Encadré 2

Microdonnées disponibles pour l'étude des effets de composition dans la croissance des salaires de la zone euro

Friderike Kuik

Les microdonnées qui comprennent des caractéristiques des travailleurs individuels et couvrent les pays de l'UE ou de la zone euro de manière homogène ne sont disponibles que sur la base d'enquêtes. Par exemple, les données administratives reposant sur des systèmes de sécurité sociale ne sont disponibles que dans certains pays¹⁰⁴, ce qui ne permet pas d'avoir une approche homogène couvrant l'ensemble des pays de la zone euro.

Les principales données individuelles tirées d'enquêtes qui peuvent être utilisées pour décrire les statistiques sur le marché du travail et les revenus dans les pays de l'UE sont les statistiques de l'Union européenne sur le revenu et les conditions de vie (SRCV-UE), l'enquête de l'UE sur les forces de travail (EFT-UE) et l'enquête sur la structure des salaires (ESS). Leurs principales caractéristiques sont présentées dans le tableau A. Contrairement aux données macroéconomiques, comme celles des comptes nationaux, qui fournissent des informations agrégées, ces ensembles de données comprennent des données microéconomiques au niveau individuel et/ou des ménages.

Tableau A

Caractéristiques principales des différents ensembles de microdonnées décrivant le marché du travail

	Enquête de l'UE sur les forces de travail (EFT-UE)	Enquête sur la structure des salaires (ESS)	Statistiques de l'UE sur le revenu et les conditions de vie (SRCV-UE)
Champ couvert	États membres de l'UE, plus certains pays tiers	États membres de l'UE, plus pays candidats et pays de l'AELE	États membres de l'UE et pays candidats, plus Islande, Norvège et Suisse
Entités concernées	Ménages et particuliers	Entreprises comptant au moins dix salariés	Ménages et particuliers
Fréquence	Trimestrielle	Tous les quatre ans	Annuelle
Disponibilité	La plupart des pays sont couverts depuis 2000, certains depuis 1983	Depuis 2002	Depuis 2004/2005

L'analyse présentée dans cet article s'appuie sur l'ensemble de données des SRCV-UE, qui est « la source de référence pour les statistiques comparatives sur la répartition des revenus et l'inclusion sociale dans l'Union européenne »¹⁰⁵. Il s'agit d'une enquête annuelle menée dans

¹⁰⁴ Pour plus de précisions sur l'Espagne, cf. Puente (S.) et Galán (S), « *Analysis of composition effects on wage behaviour* », *Economic Bulletin*, Banco de España, février 2014.

¹⁰⁵ Cf. Eurostat.

l'ensemble des pays de l'UE et dans certains pays hors UE¹⁰⁶. Les données sont recueillies par les instituts nationaux de statistique et diffusées par Eurostat. L'enquête offre un grand nombre de variables liées aux caractéristiques des individus, des emplois et des entreprises, présentées dans le tableau B. L'ensemble de données transversales¹⁰⁷ utilisées à des fins d'analyse dans le présent article est actuellement disponible pour les années d'enquête comprises entre 2005 et 2017¹⁰⁸.

Tableau B

Sélection de variables incluses dans les différents ensembles de microdonnées, y compris celles potentiellement importantes pour les effets de composition

	Enquête de l'UE sur les forces de travail (EFT-UE)	Enquête sur la structure des salaires (ESS)	Statistiques de l'UE sur le revenu et les conditions de vie (SRCV-UE)
Caractéristiques individuelles :			
Sexe	x	x	x
Âge	Tranche d'âge	Tranche d'âge	x
Instruction	x	x	x
Citoyenneté	x	-	x
Caractéristiques liées à l'emploi :			
Statut de l'emploi	x	Personnes employées uniquement	x
Revenu	Déciles de revenus	x	x
Emploi	x	x	x
Permanent/temporaire	x	x	x
Travailleurs indépendants	x	-	x
Temps plein/temps partiel	x	x	x
Ancienneté dans l'entreprise	x	x	-
Durée de travail totale	Peut être calculé	-	x
Caractéristiques des entreprises :			
Secteur	x	x	x

Par rapport aux données de l'EFT-UE et de l'ESS, les données des SRCV-UE présentent de nombreux avantages pour une analyse de la contribution des modifications de la composition de la population active à la croissance des salaires. Surtout, l'EFT-UE fournit seulement des informations sur les revenus sous forme de déciles de revenus pour l'ensemble d'un pays, ce qui ne permet pas

¹⁰⁶ Les données des SRCV-UE reposent sur un cadre commun et des définitions harmonisées, mais la mise en œuvre est différente au niveau national, notamment en ce qui concerne les méthodes d'échantillonnage et les sources de données. Par exemple, certains pays tirent les informations sur les revenus qu'ils intègrent dans les SRCV-UE essentiellement ou totalement de registres administratifs, tandis que d'autres procèdent exclusivement à des entretiens auprès des ménages et des particuliers. Les données sur les revenus sont brutes d'impôts et de cotisations sociales, mais plusieurs pays collectent des revenus nets et les convertissent en revenus bruts. Cette hétérogénéité peut entraîner des différences de qualité des données pour des pays différents. Pour plus d'informations, cf., par exemple, Atkinson (A.B.), Guio (A.-C) et Marlier (E.) (eds.), « *Monitoring social inclusion in Europe* », *Statistics Books*, Eurostat, 2017.

¹⁰⁷ Les SRCV-UE comprennent des données transversales et longitudinales. Tandis que les données transversales sont liées à une date ou à une période donnée, les données longitudinales enregistrent également les variations au niveau individuel sur une période de quatre ans. Toutefois, les données longitudinales ne couvrent pas tous les pays (notamment pas l'Allemagne) et incluent moins de variables.

¹⁰⁸ Disponibles à partir de 2004 pour l'Autriche, la Belgique, le Danemark, l'Estonie, la Finlande, la France, la Grèce, l'Islande, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, la Norvège, le Portugal, l'Espagne et la Suède, et progressivement pour tous les pays de l'UE.

d'analyser les effets des caractéristiques individuelles sur les salaires¹⁰⁹. Il s'agit toutefois d'une source de données précieuse qui, contrairement aux SRCV-UE, fournit des statistiques très rapides sur les évolutions du marché du travail (cf. également l'encadré 4). Quant à l'ESS, elle comprend des informations riches et détaillées sur la relation entre les salaires et les caractéristiques individuelles des travailleurs, mais elle n'est réalisée qu'une fois tous les quatre ans. Cela empêche d'effectuer des analyses des variations des effets de composition d'année en année. De plus, l'enquête couvre les personnes physiques appartenant à des entreprises comptant au moins dix salariés dans la plupart des pays (cf. tableau A) et exclut ainsi une large part des travailleurs individuels qui seraient idéalement inclus dans une analyse des effets de composition.

Les tendances de la croissance agrégée des salaires horaires calculées à partir des SRCV-UE sont globalement en phase avec la croissance salariale figurant dans les comptes nationaux. Dans certains cas, toutefois, il existe des différences¹¹⁰. Les asymétries peuvent être liées à des différences entre la population cible des enquêtes et les comptes nationaux, et à de légères différences dans les définitions des variables (notamment les salaires horaires). L'enquête pourrait, par exemple, ne pas rendre compte intégralement des ajustements de temps de travail particuliers (c'est-à-dire temporaires) ou des variations à court terme. En outre, la population cible des SRCV-UE est la population résidente des ménages privés du pays faisant l'objet d'une enquête à l'exception des travailleurs frontaliers et des « ménages collectifs », par exemple les immigrés dans le cadre de dispositifs temporaires de logement.

4 Signes attestant d'effets de composition dans la zone euro

4.1 Microdonnées attestant d'effets de composition fondés sur les caractéristiques individuelles de la zone euro

L'analyse des effets des variations de la composition de l'emploi sur la croissance globale des salaires nécessite de distinguer les variations des caractéristiques de l'emploi de celles des rendements individuels. Cette distinction peut être réalisée en utilisant la technique de « décomposition d'Oaxaca-Blinder », qui est l'approche générale que nous avons adoptée pour notre analyse.

L'effet de composition calculé à l'aide de la décomposition d'Oaxaca-Blinder mesure les différences mécaniques des salaires agrégés résultant uniquement des modifications de la composition des salariés. L'encadré 3 décrit la méthodologie plus en détail.

Dans notre analyse, la variable dépendante est la croissance des salaires horaires bruts, tandis que dans une configuration « de base » les variables indépendantes sont constituées des caractéristiques individuelles d'âge,

¹⁰⁹ Dans certains cas, des informations plus détaillées sur les revenus sont disponibles auprès des instituts nationaux de statistique.

¹¹⁰ Cf. également <https://ec.europa.eu/eurostat/web/experimental-statistics/ic-social-surveys-and-national-accounts>

d'instruction, de sexe et de nationalité¹¹¹. En raison de la nature de l'enquête, les données représentent des moyennes annuelles. Nous pondérons tous les résultats des heures travaillées¹¹² au cours de la décomposition¹¹³.

Les caractéristiques des secteurs et des entreprises ne sont pas incluses dans l'analyse, car elles font partie de la structure de marché et entraîneraient une augmentation « artificielle » de l'effet de composition. Plusieurs arguments militent contre l'inclusion de ces caractéristiques : premièrement, les caractéristiques des secteurs et des entreprises peuvent être corrélées aux caractéristiques individuelles, réduisant l'incidence de ces dernières. En outre, l'ajout d'une covariable corrélée aux salaires accroîtra l'effet de composition estimé global, entraînant une surestimation¹¹⁴. Enfin, comme le montre l'encadré 1, les modifications de la composition sectorielle ne semblent pas avoir eu une incidence décisive sur la croissance des salaires dans la zone euro.

Encadré 3

Estimation des effets de composition sur la croissance des salaires de la zone euro fondée sur les microdonnées issues des statistiques de l'UE sur le revenu et les conditions de vie (SRCV-UE)

Omiros Kouvavas

La décomposition d'Oaxaca-Blinder¹¹⁵ est l'approche standard utilisée pour étudier les effets des modifications de la composition sur la situation du marché du travail. Cette méthode a été utilisée dans des études couvrant un large éventail de sujets, de l'inégalité à la discrimination et à la démographie, afin d'expliquer la variation de la moyenne d'une variable de résultat selon les groupes. Cet écart est décomposé entre la partie due aux variations des déterminants d'un résultat et la partie résultant des variations des effets de ces déterminants. Dans le cas présent, la variable résultat est le salaire, et les déterminants sont les qualifications et les caractéristiques des travailleurs.

La décomposition d'Oaxaca-Blinder de la croissance globale des salaires distingue les effets dus à une modification de la pondération des groupes (variation de composition), à une variation des rendements individuels (effet rendements) et, pour les deux, à une modification simultanée (terme d'interaction).

L'estimation des effets de composition nécessite la disponibilité de données individuelles portant sur les caractéristiques des salaires et des qualifications. Afin de déterminer, par exemple, si une hausse du salaire moyen résulte d'une augmentation nominale des rendements des qualifications ou d'une modification de la répartition des compétences dans l'emploi, une estimation précise des rendements des qualifications est nécessaire chaque année. Comme le montre le graphique A, si les qualifications moyennes (S) et les rendements des qualifications (R) changent en même temps (figure de droite), la croissance observée des salaires ($\bar{W}(t+1) - \bar{W}(t)$) peut être sous-estimée.

¹¹¹ Des variables muettes sont utilisées pour les différents sous-groupes de chaque caractéristique.

¹¹² Ainsi que les pondérations de l'enquête.

¹¹³ Pour une explication détaillée de la pondération correcte des SRCV-UE pour les salaires agrégés, cf. Christodouloupolou (S.) et Kouvavas (O.), « *Wages, compositional effects and the business cycle* », *Working Paper Series*, à paraître, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2019.

¹¹⁴ Une autre approche consiste à inclure les caractéristiques des entreprises comme variables de contrôle et à ne pas les inclure dans les effets de composition.

¹¹⁵ Oaxaca (R.), « *Male-Female Wage Differentials in Urban Labour Markets* », *International Economic Review* 14(3): 693-709, 1973.

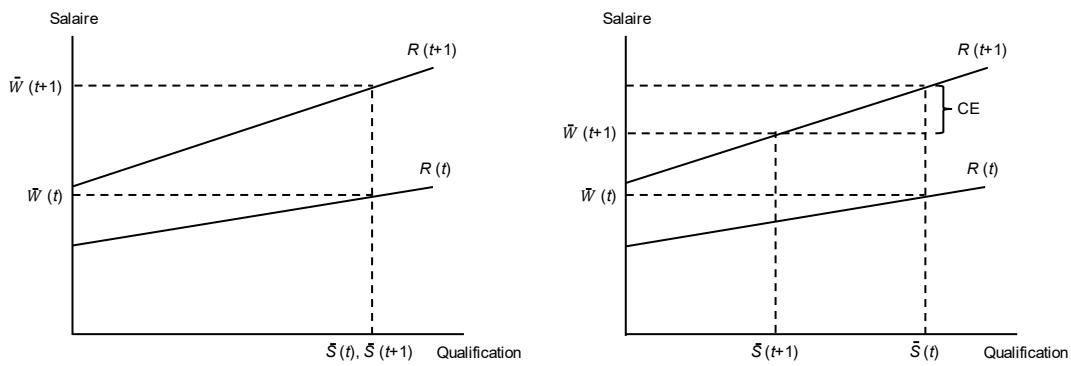
Ainsi, pour estimer avec précision l'incidence des modifications de composition, nous devons d'abord déterminer les rendements des qualifications en utilisant des salaires et des caractéristiques au niveau individuel.

Graphique A

Décomposition de la croissance des salaires entre croissance des rendements et niveau de qualification moyen

Salaires et niveaux de qualification agrégés sur deux années consécutives

(salaire moyen, niveau de qualification moyen)



Note : Illustration des auteurs.

La décomposition d'Oaxaca-Blinder utilise une série de régressions pour dissocier les effets de composition des variations des rendements individuels. Premièrement, les deux années sont définies comme deux groupes de personnes employées (le groupe t et le groupe $t + 1$), le salaire individuel (Y) et les caractéristiques des travailleurs (X). La différence de salaire moyen peut s'écrire :

$$\Delta E(Y) = E(Y_{t+1}) - E(Y_t) \quad (1)$$

Selon un modèle linéaire :

$$Y_T = X'_T \beta_T + \epsilon_T, E(\epsilon_T) = 0 \quad T \in (t, t+1) \quad (2)$$

il peut être prouvé que :

$$\Delta E(Y) = \underbrace{[E(X_{t+1}) - E(X_t)]' \beta_t}_{\text{Effet de composition}} + \underbrace{E(X_t)(\beta_{t+1} - \beta_t)}_{\text{Rendement des qualifications}} + \underbrace{[E(X'_{t+1}) - E(X'_t)](\beta_{t+1} - \beta_t)}_{\text{Terme d'interaction}} \quad (3).$$

Le premier terme de la partie droite de l'équation (3) est l'effet de composition, qui mesure les différences entre prévisions de salaires résultant uniquement de variations de la composition de la population active employée. Le deuxième terme est l'effet de coefficient, qui mesure la différence entre les salaires (ou les rendements des covariables) si l'ensemble des qualifications des travailleurs reste inchangé. Le dernier terme est l'effet d'interaction, qui tient compte du fait que des différences de qualifications et de rendements coexistent.

Le terme d'interaction rend compte des variations des salaires résultant indirectement d'un changement de composition de la population active. Par exemple, l'immigration peu qualifiée diminuerait le salaire moyen des travailleurs domestiques (par suite d'une augmentation de l'offre de main-d'œuvre dans ce segment). Dans cet article, nous excluons ce terme, car il va au-delà des

effets directs (mécaniques) des modifications de la composition de l'emploi sur la croissance des salaires et pourrait également rendre compte d'effets autres que ceux liés aux modifications de la composition de l'emploi. En effet, les chocs qui se produisent en même temps que la modification de la composition pourraient, dans une certaine mesure, être représentés par le terme d'interaction. Par exemple, si un choc technologique ne frappe que les salariés à revenus faibles (c'est-à-dire le groupe spécifique qui ressent la variation de composition d'une manière différente des autres groupes), les effets seront pris en compte par le terme d'interaction. De plus, ce terme est généralement faible¹¹⁶ et ne modifierait les résultats qu'à la marge. Néanmoins, nous choisissons de ne pas l'inclure dans l'effet de composition, car il reflète également une variation endogène des conditions du marché en raison du changement de composition.

4.2 Résultats pour la zone euro

Les résultats agrégés pour la zone euro¹¹⁷ laissent penser que les effets de composition ont entraîné une hausse des salaires au début de la crise, mais leur incidence s'est atténuée depuis avant de devenir négative, contribuant ainsi à une réponse relativement modérée de la croissance agrégée des salaires aux améliorations de la conjoncture (cf. graphique 3). D'après les résultats découlant de la configuration « de base » (cf. la partie a du graphique 3), la contribution positive la plus importante des effets de composition peut être observée entre 2008 et 2012, les effets de composition contribuant à hauteur de plus de 1 point de pourcentage, jusqu'à quelque 1,5 point de pourcentage, à la croissance des salaires¹¹⁸. Cet effet s'est progressivement dissipé depuis, devenant négatif en 2015 et 2016.

La contribution la plus importante à l'effet global provient des modifications de composition de la structure par âge et par niveau d'instruction. Ce résultat est conforme aux évolutions agrégées de la composition de l'emploi, examinées à la section 3, les modifications de la structure par âge et par niveau d'instruction étant prédominantes.

L'incidence en baisse et, au final, négative des effets de composition est en phase avec une contribution des effets de composition à la croissance modérée des salaires dans la zone euro ces dernières années. Dès lors, les effets de composition ont pu contribuer à la réaction mesurée de la croissance des salaires aux évolutions conjoncturelles sur le marché du travail, les effets de composition

¹¹⁶ En moyenne, d'un ordre de grandeur moindre que les deux autres termes.

¹¹⁷ Les résultats pour les pays de la zone euro sont pondérés à l'aide des heures travaillées tirées des données des comptes nationaux.

¹¹⁸ Les deux spécifications les plus basses sont également intégrées dans le graphique 15 de l'article Nickel (C.), Bobeica (E.), Koester (G.), Lis (E.) et Porqueddu (M.) (eds.), *op. cit.* Les résultats présentés dans le graphique 3 ajoutent une année de données supplémentaire (2016). Par ailleurs, les résultats sont fondés sur une méthodologie de pondération améliorée qui ne repose pas seulement sur les pondérations de l'enquête mais utilise également les heures travaillées pour les différentes observations afin de déterminer les pondérations intra-pays. Cette méthode reflète plus précisément les pondérations intra-pays, les différences de profil des heures travaillées étant expliquées. Si le profil général des résultats n'est pas affecté, cette approche améliorée conduit à un effet légèrement plus négatif pour 2015 concernant l'ensemble des spécifications.

favorisant une croissance des salaires au début de la crise et la forte reprise du marché du travail à partir de 2013 modérant cette croissance.

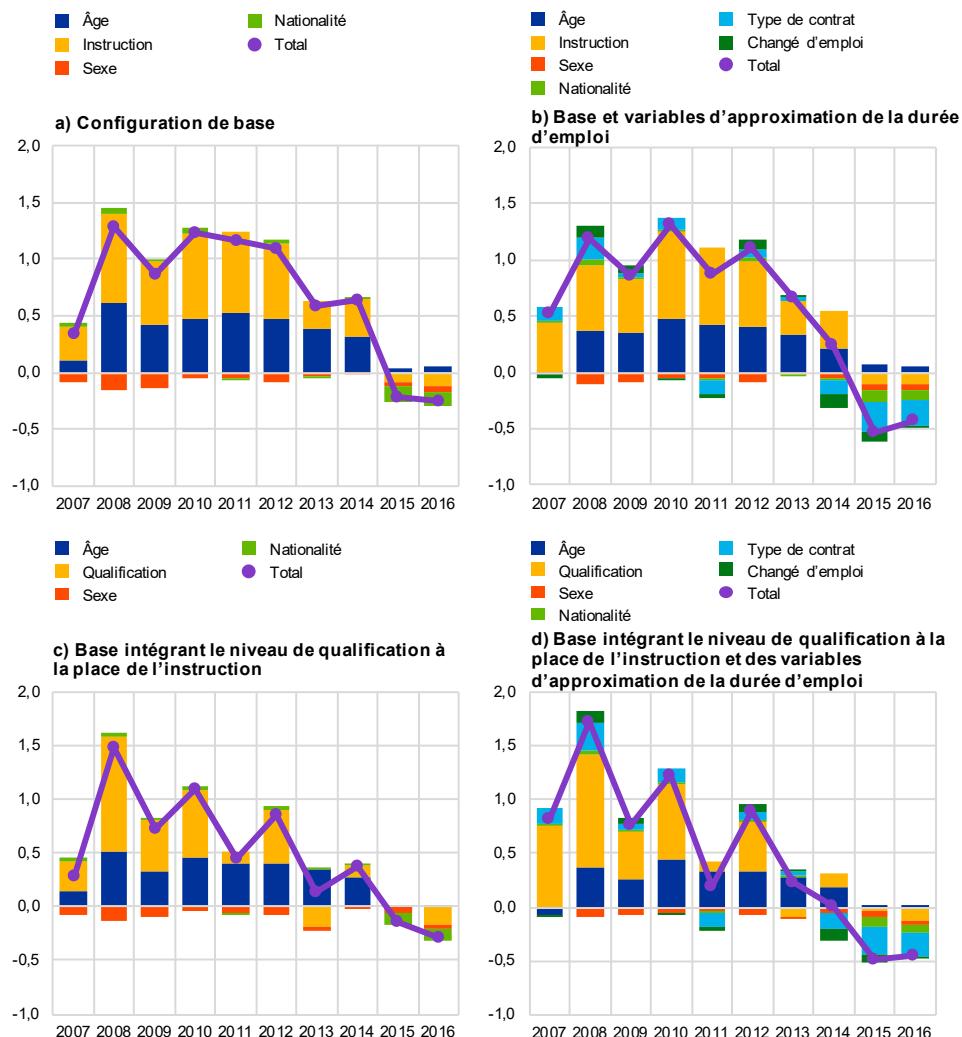
Différentes spécifications sont utilisées comme tests de robustesse, y compris la qualification des travailleurs, et différentes approximations de la durée d'emploi comme variables indépendantes. Le premier recouplement consiste à remplacer le niveau d'instruction par le niveau de qualification selon la profession du salarié (cf. la partie c du graphique 3). Cela s'avère utile dans les cas où un pourcentage important de salariés occupent des postes qui ne sont pas en adéquation avec leur niveau d'instruction. Le deuxième recouplement évalue l'incidence d'un ajout de variables d'approximation de la durée d'emploi, notamment si l'individu dispose d'un contrat permanent ou temporaire et s'il a changé d'emploi au cours de l'année écoulée (cf. les parties b et d du graphique 3). Ces recouplements sont ajoutés à la configuration de base. Toutefois, il est important de noter que ces approximations ne peuvent que partiellement rendre compte du concept de « durée d'emploi », durée de service auprès du même employeur.

Graphique 3

Effets de composition moyens de la zone euro sur la croissance des salaires

Résultats obtenus à partir de quatre spécifications différentes

(points de pourcentage)



Sources : Eurostat (SRCV-UE) et calculs de la BCE.

Note : Agrégats pour l'UE pondérés des heures travaillées.

Lorsqu'on remplace l'instruction par la profession comme approximation du niveau de qualification, l'effet global devient plus volatile et présente un profil moins prononcé pour de nombreux pays. Cela indique que l'utilisation de la profession comme approximation du niveau de qualification dans les SRCV-UE semble n'être significative que dans une mesure limitée. Cela peut être dû en partie à des difficultés affectant les données. Néanmoins, les résultats sont conformes au profil global d'évolution du signe et de l'amplitude des effets de composition.

L'ajout de variables représentatives de la durée d'emploi s'est traduit par des effets de composition plus négatifs ces dernières années. L'effet est illustré dans les figures des parties b et d du graphique 3 et pourrait s'expliquer par les nouveaux recrutements (potentiellement sur des contrats temporaires) à des salaires plus bas de personnes entrées dans la vie active après la crise.

Plusieurs tests supplémentaires ont été effectués mais ne se sont pas traduits par des évolutions notables des résultats. Nous avons testé le remplacement de « citoyenneté » par « pays de naissance », cette valeur semblant fournir une meilleure approximation de l'immigration. Toutefois, comme les modifications de la citoyenneté et du pays de naissance dans les SRCV-UE suivent majoritairement les mêmes tendances, cela n'a pas eu d'incidence sur les résultats que ce soit au niveau agrégé pour la zone euro ou pour une sélection de pays test¹¹⁹.

4.3 Microdonnées pour les pays de la zone euro considérés isolément

Sur une base individuelle par pays, nos analyses montrent une tendance générale des effets de composition comparable à celle observée pour l'ensemble de la zone euro, mais avec une certaine hétérogénéité entre les pays concernant le signe et l'ampleur des effets au cours des différentes années (cf. graphique 4). Dans la configuration qui inclut les variables d'approximation de la durée d'emploi, les effets de composition ont été positifs dans l'ensemble des pays en 2008 (en vert dans le graphique 4), les effets s'atténuant entre 2009 et 2013. Ces observations sont conformes aux résultats agrégés pour la zone euro, qui montrent que, au début de la crise, les effets de composition ont favorisé une hausse des salaires avant de s'atténuer. Pour un nombre important de pays, les résultats ont changé de signe en 2014 et 2015 (en rouge dans le graphique 4). Des effets de composition importants ont été observés pour certains pays du sud de l'Europe en particulier (comme l'Espagne, le Portugal et l'Italie), mais leur incidence s'est également atténuée et est même devenue négative dans ces pays en 2015 et 2016. Là encore, le changement de signe se reflète dans les données agrégées pour la zone euro et s'explique dans une mesure importante par des modifications de la composition par âge et par niveau d'instruction.

L'Espagne et l'Italie semblent être les principaux pays contributeurs à l'effet de composition agrégé pour la zone euro (cf. graphique 5). La contribution de l'Espagne a été particulièrement importante en 2008 avant de diminuer, tandis que celle de l'Italie a été relativement importante en 2012. En 2015 et 2016, l'Italie et Espagne ont enregistré des effets de composition très négatifs ; cela peut s'expliquer par les hausses de l'emploi enregistrées respectivement par ces pays, qui se sont concentrées au bas de l'échelle des salaires. Ces résultats illustrent le fait que les effets de composition semblent s'expliquer pour l'essentiel par les effets observés dans les pays qui ont enregistré les plus fortes évolutions conjoncturelles de l'emploi¹²⁰. En phase avec ces résultats, l'Allemagne et la France semblent avoir enregistré des effets de composition moins marqués (s'agissant de l'emploi total) sur toute la durée du cycle.

¹¹⁹ Il faut noter que dans notre analyse cette variable « immigration » n'explique que des différences potentielles au-delà de ce qui peut déjà être expliqué par l'instruction, l'âge et les autres caractéristiques.

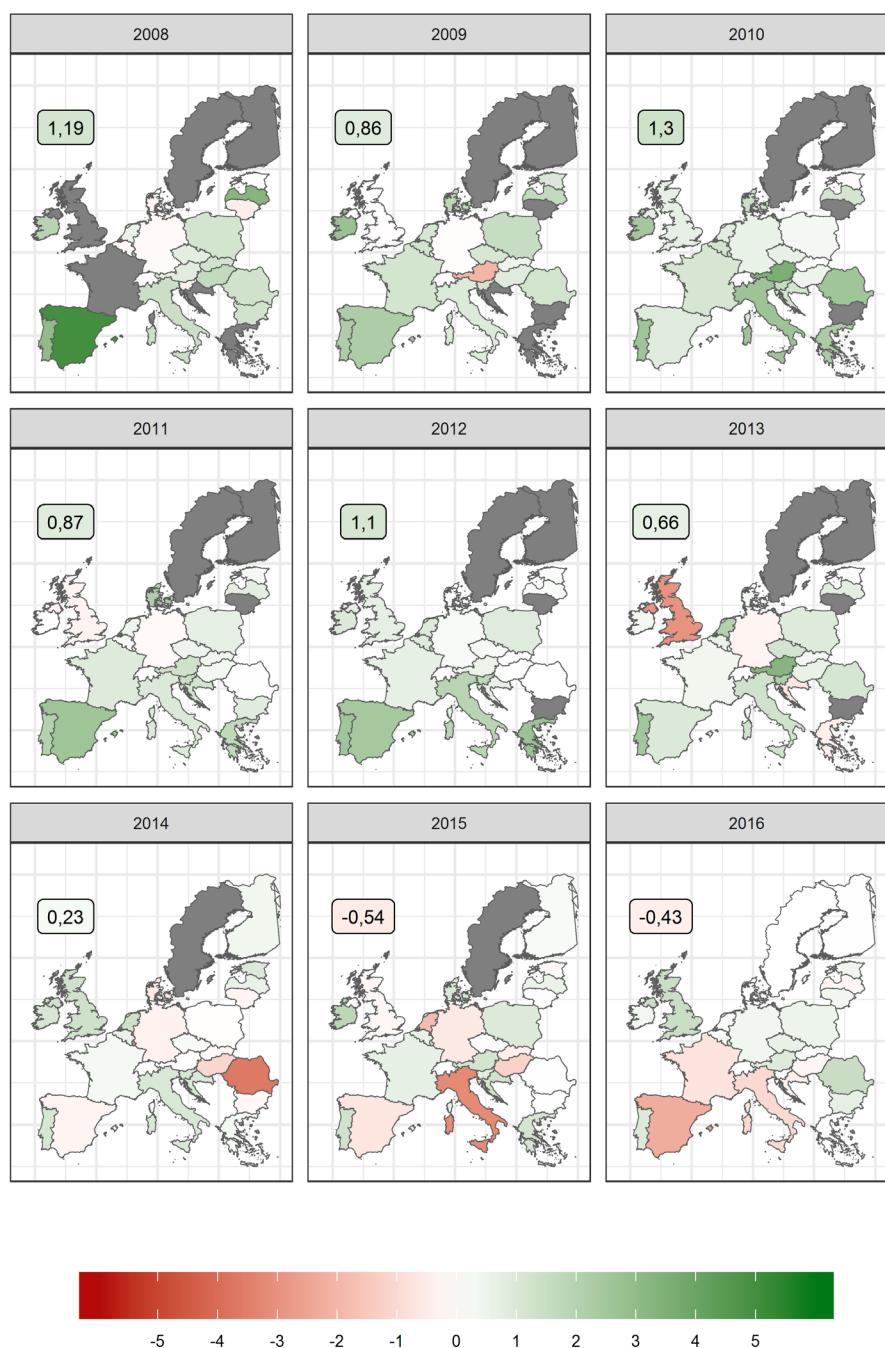
¹²⁰ L'ampleur des évolutions de l'emploi enregistrées par ces pays est affectée par la part élevée de contrats temporaires, entre autres (le Portugal et l'Espagne en ont entre 20 % et 25 %, comparativement à l'Allemagne, qui en a moins de 15 %), ce qui favorise un accroissement des flux et une plus grande flexibilité du marché du travail.

Graphique 4

Croissance moyenne des salaires de la zone euro attribuée aux changements de composition

Résultats obtenus pour une configuration intégrant l'âge, l'instruction, le sexe, la nationalité et des approximations de la durée d'emploi

(points de pourcentage, les chiffres encadrés se rapportent à la moyenne pondérée de la zone euro)



Sources : Eurostat (SRCV-UE) et calculs de la BCE.

Notes : Agrégats pour l'UE pondérés des heures travaillées. Le gris correspond à des données manquantes.

Les effets de composition négatifs ces dernières années sont dus pour l'essentiel à l'instruction et à l'effet réduit de l'âge. En Espagne et en Italie notamment, les deux pays principalement à l'origine des effets de composition négatifs, l'instruction a eu l'incidence la plus élevée, l'emploi des salariés dont le niveau d'instruction est plus faible ayant fortement augmenté. En outre, l'incidence de la pyramide des âges est devenue négative pour les deux pays au cours des deux dernières années, après avoir exercé un fort effet positif.

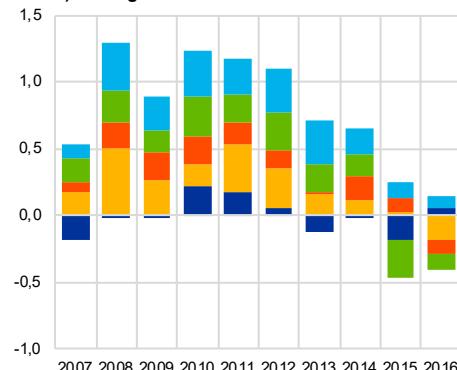
Graphique 5

Contributions par pays aux effets de composition de la zone euro sur la croissance des salaires

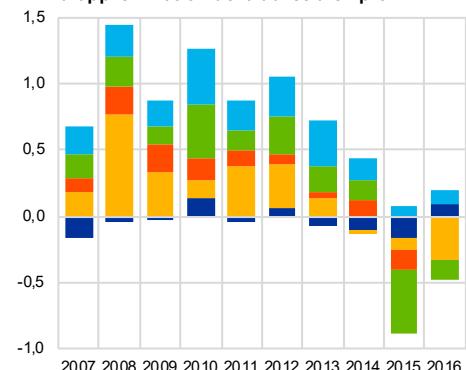
(points de pourcentage)

■ Allemagne	■ Italie
■ Espagne	■ Divers
■ France	

a) Configuration de base



b) Configuration de base et variables d'approximation de la durée d'emploi



Note : Calculs de la BCE.

Nos résultats sont cohérents avec les études sur différents pays, comme l'Italie et l'Espagne. Cette analyse montre des effets de composition positifs significatifs en Italie¹²¹ et en Espagne¹²² au cours de la période 2008-2013¹²³.

Encadré 4

Modifications de la composition de la main-d'œuvre à partir de l'enquête sur les forces de travail (EFT-UE)

Katalin Bodnár et Friderike Kuik

Le présent encadré vérifie dans quelle mesure les conclusions sur les modifications intervenues dans la composition de l'emploi tirées de la série de données des SRCV-UE sont cohérentes avec les données tirées de l'EFT-UE. Au-delà de ce test de robustesse, les données de l'EFT-UE – qui, contrairement aux données des SRCV-UE, sont déjà disponibles pour 2017 et 2018 – permettent

¹²¹ Cf., par exemple, D'Amuri (F.), « *Composition effects and average wage dynamics in Italy* », Mimeo, 2014, et Adamopoulou (E.), Bobbio (E.), De Philippis (M.) et Giorgi (F.), « *Allocative Efficiency and Aggregate Wage Dynamics in Italy* », Occasional Paper Series, Banca d'Italia, 2016.

¹²² Cf., par exemple, Puente (S.) et Galán (S.), « *Analysis of Composition Effects on Wage Behaviour* », *Economic Bulletin*, Banco de España, 2014, et Orsini (K.), « *Wage Adjustment in Spain: Slow, Inefficient and Unfair?* » ECFIN Country Focus, Commission européenne, 2014.

¹²³ L'incidence de l'immigration sur la croissance des salaires en Allemagne est analysée dans « *Wage growth in Germany: assessment and determinants of recent developments* », Monthly Report, Deutsche Bundesbank, avril 2018, p. 18.

également d'examiner les évolutions les plus récentes dans la composition de l'emploi et une évaluation préliminaire de leurs répercussions possibles sur la croissance des salaires en 2017 et 2018.

L'EFT-UE consiste en une série de microdonnées fournissant des informations détaillées sur la composition de l'emploi à l'aide de plusieurs caractéristiques (cf. encadré 2). Il s'agit d'une enquête auprès des ménages menée dans tous les pays de la zone euro de façon harmonisée. Un échantillon représentatif de personnes sont interrogées à intervalles réguliers au sujet de leur situation sur le marché du travail, de leurs caractéristiques personnelles et des caractéristiques de leur emploi (pour celles qui occupent un emploi). Cette série de données est régulièrement utilisée pour suivre la composition de la croissance de l'emploi dans la zone euro mais ne fournit pas d'informations sur les salaires de façon harmonisée¹²⁴. L'EFT-UE étant représentative de la population active, une comparaison de l'emploi dans cette série de données avec les SRCV-UE est un test de robustesse important pour les résultats présentés dans le présent article¹²⁵.

Comme pour les évolutions indiquées par les données des SRCV-UE, les données de l'EFT-UE vont dans le sens de modifications importantes de la composition de la population active dans la zone euro. Le changement le plus marquant peut être observé en termes de composition par âge de l'emploi. Sous l'effet des évolutions démographiques et d'une hausse importante du taux d'activité, les travailleurs âgés (de plus de 55 ans) représentent une part croissante de l'emploi. La part de cette tranche d'âge dans le stock d'emplois de la zone euro est passée de quelque 12 % à 20 % depuis 2006¹²⁶. Dans le même temps, la part de l'emploi des travailleurs plus qualifiés a elle aussi nettement augmenté, de quelque 10 points de pourcentage, tandis que celle des travailleurs moins qualifiés a reculé. La composition de l'emploi par sexe s'est encore rapprochée de l'égalité, l'offre de main-d'œuvre féminine ayant considérablement augmenté ; toutefois, la plus grande part de cette évolution est intervenue avant 2013. L'EFT-UE dénote également une augmentation de la part des travailleurs ressortissants d'États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro. Selon les caractéristiques des contrats et les missions exécutées, il y a eu un glissement modeste vers les postes temporaires dans les années allant jusqu'à 2018 et vers des professions nécessitant des niveaux de qualification plus élevés.

Globalement, les tendances des évolutions des caractéristiques individuelles des travailleurs, telles qu'elles ressortent de l'EFT-UE, confirment le tableau brossé par les données des SRCV-UE.

Les deux séries de données brossent des tableaux très similaires, tant dans la composition de l'emploi selon les caractéristiques individuelles qu'en termes de changements observés dans la période où toutes deux sont disponibles (cf. graphique A). Par exemple, bien que l'EFT-UE dénote

¹²⁴ Si l'EFT-UE est utilisée pour une ventilation détaillée de l'emploi, ce n'est pas la première source. Les comptes nationaux représentent la principale source pour les niveaux d'emploi dans l'économie. Si ces deux séries de statistiques ont une dynamique similaire, les niveaux d'emploi et les taux de croissance cumulés qui en résultent sont légèrement différents pour des raisons méthodologiques. Pour une explication détaillée, cf. « *Relation between employment in the labour force survey and in national accounts* » d'Eurostat.

¹²⁵ Si l'analyse dans le corps du texte ne tient pas compte du travail indépendant, la comparaison des séries de données de l'EFT-UE et des SRCV-UE dans le présent encadré est réalisée essentiellement sur la base des données relatives à l'emploi, qui incluent le travail indépendant. La principale explication de cette différence entre l'encadré et le corps du texte tient au fait que toutes les ventilations relatives à l'emploi ne sont pas disponibles dans les données de l'EFT-UE, ce qui vaut pour le travail indépendant. Toutefois, cela ne doit pas affecter la fiabilité du test de robustesse de cet encadré, car il analyse toujours l'emploi de la même manière, y compris le travail indépendant, avec les données de l'EFT-UE aussi bien qu'avec les données des SRCV-UE. En outre, une comparaison des données des SRCV-UE montre que la prise en compte du travail indépendant n'a qu'un effet très limité sur le tableau d'ensemble.

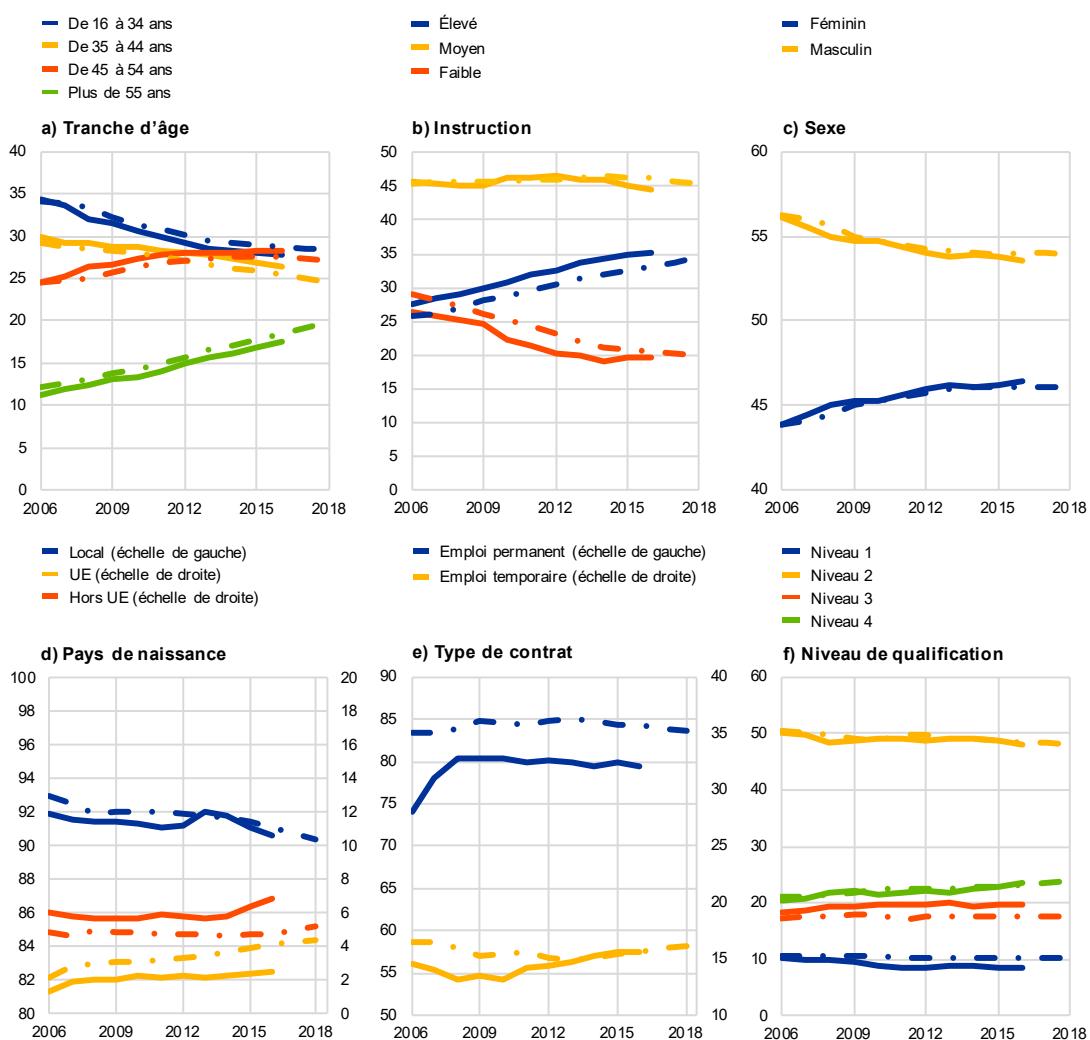
¹²⁶ Cf. « *Les changements de composition à l'origine de la croissance de l'emploi dans la zone euro pendant la reprise* », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2018.

une proportion légèrement plus forte de travailleurs avec un niveau d'instruction élevé que celle qui ressort des SRCV-UE, l'évolution de cette proportion au fil du temps est très comparable dans les deux séries de données. Les différences qui subsistent entre les deux séries de données peuvent s'expliquer par des différences de définition des variables, des différences d'échantillons et de méthodes d'échantillonnage, et d'autres difficultés affectant les données comme des données manquantes¹²⁷.

Graphique A

Composition de l'emploi par caractéristiques des travailleurs d'après l'EFT-UE et les SRCV-UE

(SRCV-UE = ligne continue, EFT-UE = ligne en pointillés)



Sources : Eurostat (SRCV-EU et EFT-UE) et calculs des services de la BCE.

Notes : Agrégats pour la zone euro pondérés des heures travaillées ; les chiffres dont le total est différent de 100 % indiquent des données manquantes.

La décomposition par type de contrat (permanent ou temporaire) se rapporte aux salariés, tandis que les autres décompositions s'appliquent à l'emploi total (couvrant les salariés, les travailleurs non salariés et les membres de leur famille participant à l'exploitation). La première catégorie, en fonction de l'âge, couvre les personnes de 15 à 34 ans dans l'EFT-UE et de 16 à 34 ans dans les SRCV-UE.

Des données plus récentes de l'EFT-UE indiquent que certains changements dans la composition de l'emploi se poursuivent depuis 2016, les données des SRCV-UE s'y rapportant n'étant pas encore disponibles (cf. graphique A). Par exemple, la part des travailleurs plus âgés a continué de croître et

¹²⁷ Par exemple, jusqu'à 50 % des informations relatives au type de contrat (permanent/temporaire) sont manquantes dans les SRCV-UE pour certains pays et certaines années.

la part des travailleurs ayant des niveaux d'instruction et de qualification plus faibles a continué de diminuer. Il a été constaté qu'il s'agissait là des principaux déterminants des changements de composition en termes de dynamique agrégée des salaires d'après l'analyse des microdonnées utilisée dans cet article. Ainsi, la poursuite de ces tendances laisse penser que nous pouvons encore déceler des effets de composition dans la dynamique des salaires de ces dernières années. Toutefois, à certains égards (en termes de sexe, par exemple) la composition de l'emploi n'a pas varié considérablement ces dernières années. Dans l'ensemble, les changements plus limités dans la composition de l'emploi – surtout par rapport aux premières années de la crise – semblent indiquer que les effets de composition sur la croissance des salaires seraient relativement limités en 2017 et 2018 et n'ont vraisemblablement pas été un facteur déterminant de la reprise relativement soutenue de la croissance des salaires observée dans la zone euro au cours de cette période. Toutefois, ces éléments sont à considérer seulement comme des résultats préliminaires et devront être réévalués une fois que les données des SRCV-UE seront disponibles pour 2017 et 2018.

5 Conclusion

Dans la zone euro, des changements importants dans la composition de l'emploi sont intervenus depuis 2007. La part des travailleurs plus âgés et plus instruits a augmenté, tandis que la part des travailleurs plus jeunes et de ceux ayant un niveau d'instruction plus faible a diminué. Ces évolutions peuvent s'expliquer en partie par des tendances de long terme (changements démographiques, réformes des régimes de retraite et tendances à des niveaux d'instruction plus élevés, notamment), mais ils peuvent également être associés aux évolutions conjoncturelles dans certains pays : les travailleurs plus jeunes et moins instruits/qualifiés ont été les premiers à perdre leur emploi pendant la crise, ce qui a encore accru la part des salariés plus âgés et plus instruits. Ces tendances sont confirmées par les données des SRCV-UE et de l'EFT-UE.

Ces changements dans la composition de l'emploi semblent avoir entraîné une hausse des salaires durant la crise et contribué à la croissance modérée des salaires ces dernières années. Une décomposition d'Oaxaca-Blinder appliquée aux microdonnées des SRCV-UE laisse penser que ces effets de composition ont été maximaux entre 2008 et 2012, mais sont devenus négatifs en 2015 et 2016.

Une prise en compte pays par pays des effets de composition fait ressortir une tendance générale comparable à la tendance pour l'ensemble de la zone euro mais avec une certaine hétérogénéité selon les pays concernant l'ampleur des effets au cours des années considérées. L'Espagne et l'Italie semblent être les principaux pays contributeurs à l'effet de composition agrégé pour la zone euro, tandis que les contributions de l'Allemagne et de la France sont peu importantes s'agissant de l'emploi total.

Dans l'ensemble, les résultats sont robustes pour les différentes spécifications appliquées à la décomposition et les changements dans la composition de l'emploi se reflètent également dans les différentes séries de microdonnées. Cela indique que les principales évolutions des effets de composition dans la zone

euro semblent être bien représentées, dans l'ensemble, par les analyses présentées dans cet article.

3

La performance des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE depuis la crise financière

Kyriacos Lambrias et Adrian Page

Le présent article évalue la performance des projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE dans le contexte des fortes volatilité et incertitude macroéconomiques qui prédominent depuis la crise financière. Il constate une variabilité considérable des erreurs de projection au fil du temps. Les erreurs de projection relatives à la croissance du PIB en volume, qui étaient substantielles durant la crise de la dette souveraine, sont devenues plus limitées ces dernières années. S'agissant de l'inflation totale, les fluctuations inattendues des prix du pétrole – les projections macroéconomiques prennent comme hypothèse qu'ils suivent l'évolution des contrats à terme sur le pétrole – ont joué un rôle prépondérant dans l'explication des erreurs, comme c'était le cas durant les années précédant la crise. En revanche, l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires a constamment été surestimée dans les projections depuis 2013. Si ces erreurs de projection peuvent aussi être attribuées en partie à des erreurs dans les hypothèses techniques qui conditionnent les projections, d'autres facteurs (comme des erreurs de modélisation, une modification des relations économiques ou de l'analyse) ont également joué un rôle clé à différents moments. La qualité prédictive des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE est globalement comparable à celle des projections issues d'autres institutions internationales ainsi que des prévisionnistes du secteur privé, laissant à penser que les erreurs de projection résultent essentiellement d'éléments communs. Il peut s'agir notamment de chocs économiques qu'aucun prévisionniste n'est en mesure de prévoir et d'évolutions qui ont pris davantage d'importance depuis la crise financière, comme par exemple les réformes structurelles, la modification de la relation entre capacités inutilisées et prix, la mondialisation et la digitalisation. L'article est structuré comme suit : la section 1 explique comment les projections macroéconomiques sont construites/élaborées, la section 2 fournit une vue d'ensemble des erreurs de projection relatives au PIB en volume et à l'inflation mesurée par l'IPCH depuis 2010¹²⁸, la section 3 passe en revue certaines des sources d'erreur, la section 4 établit une comparaison avec la qualité prédictive des projections établies par d'autres institutions et prévisionnistes du secteur privé.

1 Introduction

Chaque trimestre, la BCE publie des projections relatives à la croissance du PIB en volume, à l'inflation et à plusieurs autres variables macroéconomiques ;

¹²⁸ Le présent article traite plus particulièrement de la période postérieure à la crise financière, à partir de 2010. Les projections macroéconomiques pour l'année 2009 qui, comme pour la plupart des autres prévisionnistes, font gravement exception dans l'histoire de l'exercice de prévision, sont analysées ailleurs en détail. Cf., par exemple, Kenny (G.) et Morgan (J.), « *Some lessons from the financial crisis for the economic analysis* », Occasional Paper Series, n° 130, BCE, octobre 2011.

ces projections apportent une contribution essentielle au processus décisionnel de la politique monétaire¹²⁹. En mars et en septembre, ces **projections macroéconomiques** sont produites par les services de la BCE et, en juin et en septembre, elles sont établies conjointement par les services de la BCE et de l'ensemble des banques centrales nationales de l'Eurosystème. Les projections sont publiées pour l'année en cours et pour les deux années civiles suivantes¹³⁰; elles constituent un rapprochement cohérent de l'ensemble des informations disponibles sur la base d'un large éventail de modèles économétriques et d'hypothèses techniques conditionnelles (concernant, par exemple, les prix du pétrole, les taux de change et les taux d'intérêt), auquel peut également s'ajouter une analyse des services de la BCE ou de l'Eurosystème. Il convient de souligner que les projections ne sont pas approuvées par le Conseil des gouverneurs et ne reflètent pas nécessairement son opinion quant aux perspectives pour la zone euro. Elles reflètent plutôt l'opinion des services de l'Eurosystème et de la BCE. Cela étant, elles sont un élément clé du processus décisionnel de la politique monétaire et il est important qu'elles fournissent des indications fiables du profil d'évolution économique future le plus probable.

Les évaluations, menées régulièrement¹³¹, **de la performance des projections répondent à deux objectifs principaux.** Premièrement, identifier un profil des erreurs de projection et comprendre la raison de ces erreurs peut permettre d'améliorer les projections futures. Par exemple, la persistance d'erreurs de même signe peut signifier que les modèles économétriques utilisés pour produire les projections ne rendent pas compte de certaines évolutions structurelles dans l'économie et que les modèles ou les outils utilisés pour les projections peuvent nécessiter des ajustements. Deuxièmement, les erreurs de projection passées peuvent fournir une indication du degré d'incertitude qui entoure les projections sur divers horizons¹³².

2 Vue d'ensemble des erreurs de projection relatives au PIB en volume et à l'IPCH

La croissance du PIB a été largement surestimée dans les projections durant la crise de la dette souveraine, mais l'exactitude des projections s'est améliorée au cours des dernières années. Le graphique 1 présente les projections relatives à la croissance annuelle moyenne du PIB en volume pour chacun des exercices

¹²⁹ Pour de plus amples informations concernant les projections macroéconomiques, cf. « *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises* », BCE, juillet 2016.

¹³⁰ Depuis 2017, l'horizon de projection a été étendu au mois de décembre, de sorte que les projections publiées ce même mois incluent l'année en cours et les trois années civiles suivantes.

¹³¹ Pour une précédente analyse de la qualité prédictive des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème, cf. l'article intitulé « *An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections* », *Bulletin mensuel*, BCE, mai 2013, et, plus récemment, Kontogeorgos (G.) et Lambrias (K.), « *An analysis of the Eurosystem/ECB projections* », *Working Paper Series*, n° 2291, BCE, juin 2019, qui fournit une évaluation complète des projections macroéconomiques sur plus longue période (de 1999 à 2018) à l'aide d'une batterie de tests statistiques formels.

¹³² Outre les estimations ponctuelles, la BCE publie des fourchettes de projection pour les perspectives relatives à la croissance du PIB en volume et à l'inflation. Ces fourchettes sont construites à partir des erreurs de projection passées. Pour plus d'informations, cf. « *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* », BCE, décembre 2009.

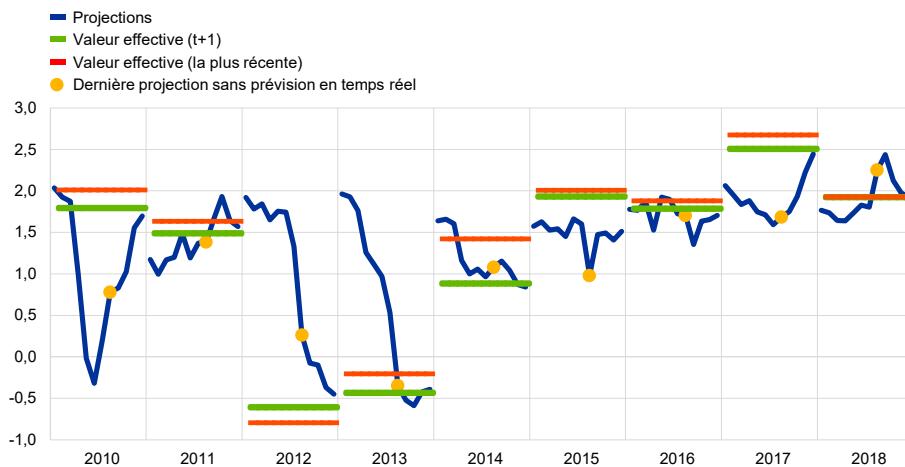
trimestriels de projections macroéconomiques réalisés depuis 2010, ainsi que les résultats effectifs. Pour chaque année, douze projections sont indiquées, depuis la projection produite au premier trimestre deux ans avant l'année de référence, jusqu'à celle produite au dernier trimestre de l'année de référence. Les projections produites au dernier trimestre de l'année précédant l'année de référence sont indiquées par un point (par exemple, les projections produites au quatrième trimestre 2014 pour l'année 2015). C'est le dernier exercice de projection pour lequel aucun indicateur quantitatif ou qualitatif n'est disponible pour l'année sur laquelle porte la projection¹³³. Les données économiques, en particulier les estimations du PIB, ayant tendance à faire l'objet de révisions, le graphique 1 présente deux types de résultats : l'historique des valeurs effectives disponibles un an après leur publication initiale et l'historique des valeurs les plus récentes. Comme on pouvait s'y attendre, dans la plupart des cas, l'exactitude des projections s'améliore successivement au fur et à mesure que l'horizon de projection diminue et que la disponibilité des données augmente, à l'exception de l'année 2010, pour laquelle les projections initialement produites en 2008 étaient assez précises, mais ont été révisées nettement à la baisse au début de la crise financière en 2009, avant d'être révisées de nouveau à la hausse avec le raffermissement de la reprise. Les plus grosses erreurs constatées après 2010 sont apparues avec l'intensification de la crise de la dette souveraine entre 2012 et 2013, qui s'est traduite par une croissance beaucoup plus faible que prévu. Au cours des années suivantes, en dépit de la nette amélioration de l'exactitude des projections relatives à la croissance, il y a eu une tendance à sous-estimer la croissance, en particulier pour 2017. Cette tendance a été accentuée par les révisions à la hausse persistantes des données officielles (comme illustré dans le graphique 1 par l'écart entre la valeur effective de la variable un an après la publication initiale et sa valeur la plus récente).

¹³³ Après cette date, les projections sont produites avec un nombre croissant de données relatives aux évolutions économiques pour l'année concernée (y compris des indicateurs à court terme permettant le recours à des outils de prévision en temps réel et des informations trimestrielles sur le PIB). Comme on pouvait s'y attendre, l'intégration d'un plus grand nombre d'informations contribue généralement à améliorer considérablement l'exactitude des projections.

Graphique 1

Projections et valeurs effectives de la croissance du PIB en volume depuis 2010

(variations annuelles moyennes en pourcentage)



Sources : Projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE et Eurostat.

Notes : La valeur effective ($t+1$) fait référence à la valeur pour l'année, telle que disponible un an après la publication initiale. La valeur effective (la plus récente) fait référence aux données actuellement disponibles pour l'année. Pour chaque année, douze projections sont indiquées, depuis celles produites au premier trimestre de l'année $t-2$ jusqu'au quatrième trimestre de l'année t . Les points jaunes (dernière projection sans prévision en temps réel) indiquent la projection réalisée au quatrième trimestre de l'année précédente, c'est-à-dire la dernière projection pour laquelle aucun indicateur quantitatif ou qualitatif n'est disponible pour l'année sur laquelle porte la projection.

Les projections établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE ont sous-estimé l'inflation mesurée par l'IPCH au début de l'échantillon et l'ont surestimée entre 2013 et 2016, avant de devenir globalement exactes plus récemment. Le graphique 2 montre les projections et les résultats effectifs pour l'inflation mesurée par l'IPCH depuis 2010. Les projections réalisées après la crise financière ont nettement sous-estimé l'inflation, que l'on s'attendait à voir baisser de manière plus significative face à l'augmentation des capacités inutilisées dans l'économie durant cette période, caractéristique commune aux économies avancées à l'époque¹³⁴. Au cours des années suivantes, notamment entre 2014 et 2016, l'inflation s'est constamment révélée plus faible que prévu. Pour chaque année, les projections initiales étaient de l'ordre de 1,5 %, mais elles ont continuellement été révisées à la baisse, notamment en raison des fortes diminutions des prix du pétrole, pour finalement aboutir à des valeurs comprises entre 0,2 % et 0,5 % environ entre 2014 et 2016. Plus récemment, en 2017 et 2018, les valeurs effectives de l'inflation ont été plus conformes aux projections.

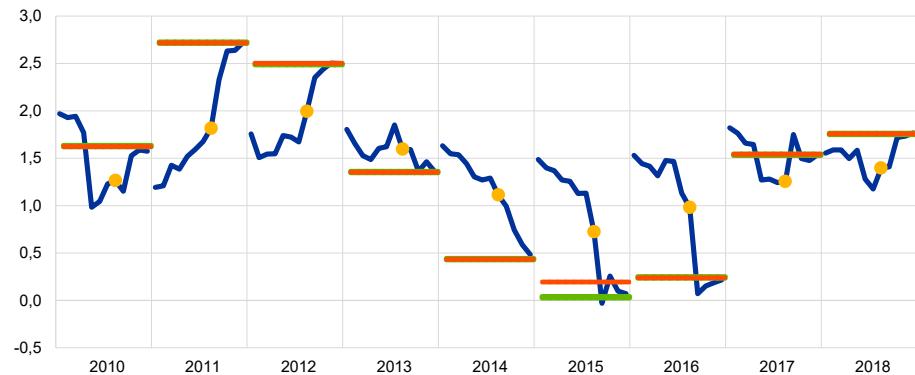
¹³⁴ Cf., par exemple, « [Telle l'histoire du chien qui n'a pas aboyé : l'inflation a-t-elle été muselée, ou s'est-elle simplement assoupie ?](#) », *Perspectives de l'économie mondiale*, FMI, avril 2013, chapitre 3.

Graphique 2

Projections et valeurs effectives de l'inflation mesurée par l'IPCH depuis 2010

(variations annuelles moyennes en pourcentage)

- Projections
- Valeur effective (t+1)
- Valeur effective (la plus récente)
- Dernière projection sans prévision en temps réel



Sources : Projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE et Eurostat.

Notes : La valeur (t+1) fait référence à la valeur pour l'année, telle que disponible un an après la publication initiale. La valeur (la plus récente) fait référence aux données actuellement disponibles pour l'année. Pour chaque année, douze projections sont indiquées, depuis celles produites au premier trimestre de l'année t-2 jusqu'au quatrième trimestre de l'année t. Les points jaunes (dernière projection sans prévision en temps réel) indiquent la projection réalisée au quatrième trimestre de l'année précédente, c'est-à-dire la dernière projection pour laquelle aucun indicateur quantitatif ou qualitatif n'est disponible pour l'année sur laquelle porte la projection.

3 Sources des erreurs de projection

Cette section examine certains des principaux facteurs à l'origine des erreurs de projection pour la croissance et l'inflation. Les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème et de la BCE reposent sur un certain nombre d'hypothèses techniques qui peuvent jouer un rôle important dans l'explication des erreurs constatées. Les principales hypothèses sont celles relatives aux prix des matières premières (tels que les prix du pétrole) et les hypothèses financières (taux d'intérêt et prix des actions), qui s'appuient sur les anticipations des marchés, ainsi que les hypothèses relatives aux taux de change, qui restent constantes sur l'horizon de projection¹³⁵. Les projections pour la zone euro dépendent également de l'évaluation par les services des perspectives relatives à l'environnement international, qui peuvent être une source d'erreur supplémentaire. Pour les besoins du présent article, les erreurs correspondent à la valeur effective moins la projection : une erreur positive indique une valeur effective plus élevée que prévu (sous-estimation) et une erreur négative, une valeur effective plus faible qu'attendu (surestimation).

Les erreurs de projection relatives aux évolutions internationales et les erreurs affectant les hypothèses techniques expliquent en partie seulement les erreurs de projection relatives à la croissance du PIB en volume. Le graphique 3 décompose les erreurs de projection dans les projections de mars pour l'année civile suivante. Les données de PIB officielles étant normalement disponibles jusqu'au

¹³⁵ Pour plus de détails sur la manière dont les projections sont élaborées, cf. « *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises* », op. cit.

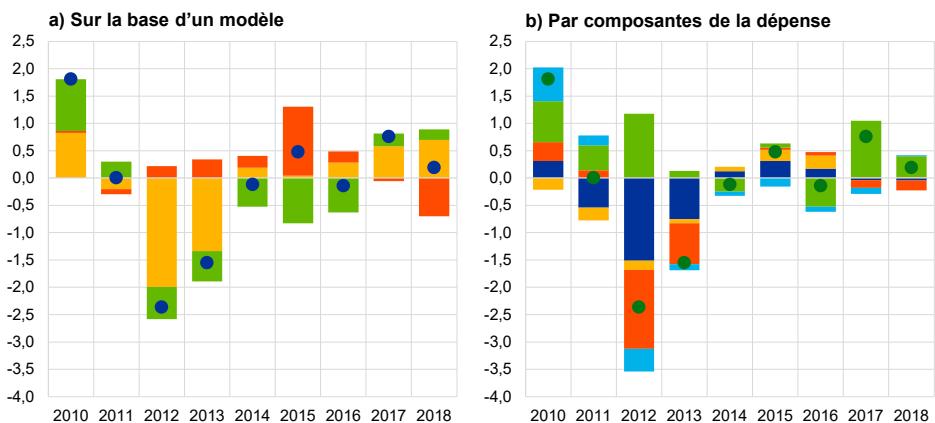
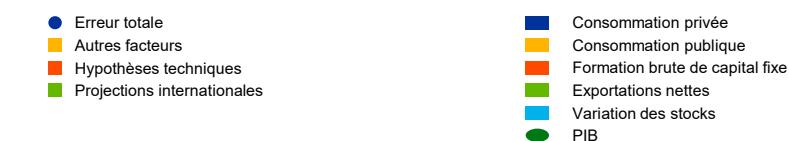
quatrième trimestre de l'année précédente, cela correspond à un horizon de projection de deux ans. La partie a) du graphique utilise les élasticités des modèles macroéconomiques de l'Eurosystème afin de décomposer les erreurs en ce qui peut s'expliquer par (a) des erreurs dans les hypothèses techniques sur lesquelles reposent les projections ; (b) des erreurs dans les perspectives relatives à l'environnement international ; et (c) tous les autres facteurs. La décomposition révèle que les erreurs dans les hypothèses techniques ont joué un rôle limité pour expliquer les erreurs de projection relatives à la croissance du PIB, à l'exception de 2015 où une forte baisse des prix du pétrole a stimulé la croissance de façon inattendue, et en 2018, lorsque l'appréciation du taux de change de l'euro au cours de l'année 2017 et début 2018 a pesé sur les exportations. Les erreurs de projection relatives aux perspectives internationales (c'est-à-dire la demande étrangère adressée à la zone euro) expliquent en partie les sous-estimations de la croissance pour 2010 et 2017, années durant lesquelles les exportations de la zone euro ont fortement augmenté. Le commerce mondial a été constamment plus faible que prévu entre 2012 et 2016, mais l'impact sur les projections relatives à la croissance a été en partie contrebalancé par d'autres erreurs de signe opposé concernant les hypothèses techniques. Les surestimations relatives au commerce mondial, en particulier dans le cas des économies de marché émergentes, sont liées en partie à un changement structurel dans l'intensité commerciale de l'activité économique mondiale. Ces changements structurels sont difficiles à anticiper en temps réel, mais depuis 2016, les projections sont ancrées autour de l'opinion selon laquelle – à moyen terme – le taux de croissance des importations mondiales est globalement comparable à celui de l'activité mondiale¹³⁶. Depuis cette année-là, l'exactitude des projections relatives au commerce mondial s'est améliorée. Les « autres facteurs » du graphique 3 font référence à toutes les autres sources d'erreurs, notamment une mauvaise spécification de modèle, des facteurs domestiques – tels que les politiques budgétaires, structurelles et monétaires (au-delà des effets contenus dans les hypothèses techniques) – et les analyses réalisées par les services de l'Eurosystème et de la BCE. Dans la plupart des cas, les erreurs de projection relatives aux perspectives internationales évoluent dans la même direction que les autres erreurs, ce qui reflète probablement des effets indirects au-delà des canaux commerciaux directs. Par exemple, les chocs affectant les perspectives mondiales pourraient également avoir eu une incidence négative sur la confiance domestique, entraînant une baisse de la demande intérieure.

¹³⁶ L'élasticité des échanges commerciaux par rapport au revenu a diminué au cours de la période postérieure à la crise, dans un contexte de changements de composition dans la structure des échanges commerciaux et d'essoufflement de l'élan donné par les facteurs structurels à plus long terme qui avaient auparavant favorisé l'expansion rapide du commerce mondial, comme la libéralisation des échanges, le développement des chaînes de valeur mondiales et la réduction des droits de douane et des coûts de transport. Cf., par exemple, IRC Trade Task Force, « *Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?* », Occasional Paper Series, n° 178, BCE, septembre 2016.

Graphique 3

Décomposition des erreurs dans les projections de mars relatives à la croissance du PIB en volume pour l'année civile suivante

(en points de pourcentage)



Source : Projections macroéconomiques établies par les services de la BCE.

Notes : Les erreurs correspondent à la valeur effective, disponible un an après la publication initiale, moins la projection. Les hypothèses techniques font référence à la contribution des erreurs dans les hypothèses conditionnelles relatives aux prix du pétrole, aux taux de change, aux taux d'intérêt et aux prix des actions par rapport à l'erreur totale. Les projections internationales font référence à la contribution des erreurs dans les projections de la BCE relatives à la demande étrangère adressée à la zone euro par rapport à l'erreur totale. Les contributions des erreurs dans les hypothèses techniques et dans l'environnement international sont calculées à l'aide des élasticités tirées des modèles macroéconométriques utilisés pour produire les projections macroéconomiques réalisées par les services de l'Eurosystème.

S'agissant des erreurs de projection relatives aux composantes de la dépense du PIB, les surestimations ont concerné l'ensemble de ces composantes durant la crise de la dette souveraine, alors que les erreurs récentes ont été concentrées sur les exportations nettes. La partie b) du graphique 3 montre une décomposition selon les contributions des erreurs de projection relatives aux composantes de la dépense à l'erreur de projection globale relative à la croissance du PIB en volume. En 2012 et 2013, toutes les composantes de la demande intérieure se sont révélées plus faibles que prévu, tandis que la surprise négative du côté des importations a été plus importante que celle concernant les exportations, aboutissant à une contribution plus positive que prévu des exportations nettes. Au cours des années suivantes, les composantes de la demande intérieure ont affiché des résultats légèrement meilleurs que prévu, soutenues par les baisses des prix du pétrole mentionnées précédemment et également par les trains successifs de mesures de politique monétaire qui ont assoupli les coûts de financement pour les ménages et les entreprises. Très récemment, les erreurs de projection ont concerné essentiellement

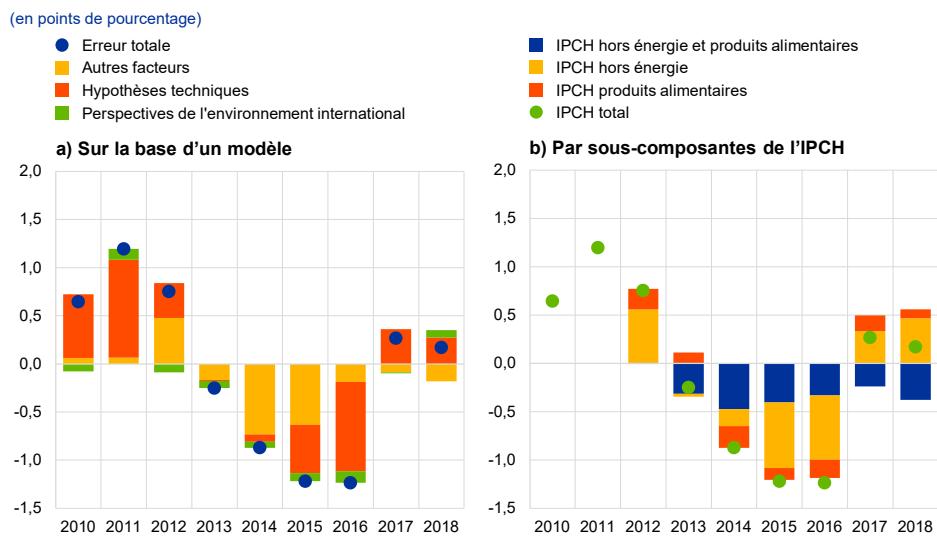
la contribution des exportations nettes, qui a surpris défavorablement en 2016 puis favorablement en 2017 et (dans une moindre mesure) en 2018¹³⁷.

S'agissant de l'inflation, les erreurs dans les hypothèses techniques sur lesquelles reposent les projections, en particulier celles concernant le pétrole et les taux de change, jouent un rôle significatif. Le graphique 4 présente des décompositions similaires pour les erreurs de projection relatives à l'inflation. Comme le montre la partie a), en général, les erreurs dans les hypothèses expliquent dans une plus large mesure les erreurs de projection relatives à l'inflation que celles relatives à la croissance. En particulier, les importantes fluctuations inattendues des prix du pétrole ont joué un rôle prépondérant dans la sous-estimation par les prévisions de l'inflation mesurée par l'IPCH en 2010-2011 et 2017-2018, ainsi que dans les surestimations en 2015 et 2016. Les fluctuations du taux de change ont également contribué aux erreurs de projection. En particulier, la forte dépréciation de l'euro en 2014-2015 a contrebalancé en partie l'impact baissier d'un niveau plus faible qu'attendu des prix du pétrole en 2015. Outre les hypothèses techniques, d'autres facteurs ont apporté une contribution qui, depuis 2013, a été constamment négative, mais plutôt faible ces deux dernières années.

¹³⁷ À noter qu'il n'y a pas de correspondance directe entre la contribution des erreurs dans les projections internationales, dans la décomposition obtenue par modélisation, et la contribution des erreurs dans les exportations nettes. La première a eu un impact non seulement sur les exportations nettes mais également sur d'autres composantes, notamment l'investissement, alors que la deuxième est également affectée par la modification des parts de marché à l'exportation et par l'évolution des importations. Ces dernières années, les erreurs de projection relatives à l'investissement et aux importations de la zone euro ont été contrebalancées en partie par l'évolution des importations irlandaises, en liaison avec les activités des entreprises multinationales ; ces données compliquent l'interprétation des erreurs de projection pour ces composantes du PIB.

Graphique 4

Décomposition des erreurs dans les projections de mars relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH pour l'année civile suivante



Source : Projections macroéconomiques établies par les services de la BCE.

Notes : Les erreurs correspondent à la valeur effective, disponible un an après la publication initiale, moins la projection. Les hypothèses techniques font référence à la contribution des erreurs dans les hypothèses conditionnelles relatives aux prix du pétrole, aux taux de change, aux taux d'intérêt et aux prix des actions par rapport à l'erreur totale. Les projections internationales font référence à la contribution des erreurs dans les projections de la BCE relatives à la demande étrangère adressée à la zone euro par rapport à l'erreur totale. Les contributions des erreurs dans les hypothèses techniques et dans l'environnement international sont calculées à l'aide des élasticités tirées des modèles macroéconométriques utilisés pour produire les projections macroéconomiques réalisées par les services de l'Eurosystème. La décomposition par sous-composantes de l'IPCH est disponible depuis 2012 seulement.

Depuis 2013, les valeurs effectives de l'inflation mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie se sont constamment révélées plus faibles que prévu. La partie b) du graphique 4 montre la décomposition des erreurs de projection relatives à l'inflation selon les principales sous-composantes de l'IPCH ; elle montre également que les composantes volatiles (produits alimentaires et énergie) expliquent la majorité de ces erreurs de projection, largement dues à des erreurs dans les hypothèses techniques. Les erreurs de projection relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie, bien que nettement moins importantes que celles des composantes volatiles, ont affiché un biais négatif persistant (surestimation) au cours des six dernières années. Les erreurs dans les hypothèses techniques y ont probablement contribué, comme par exemple les effets indirects des baisses inattendues des prix du pétrole ces dernières années sur les biens de consommation hors énergie et les services ainsi que l'appréciation de l'euro en 2017 et début 2018. Néanmoins, même après prise en compte des erreurs dans les hypothèses techniques, la surestimation persiste encore.

Plusieurs éléments ont été avancés pour expliquer le faible niveau persistant et inattendu de l'inflation sous-jacente au cours des dernières années ¹³⁸.

Le niveau de sous-utilisation des capacités productives sur le marché du travail et sur le marché des biens et services a probablement été sous-estimé, ce qui peut avoir contribué à une croissance plus faible que prévu des salaires et donc à une atténuation des pressions exercées par les coûts sur les prix. On peut l'expliquer aussi

¹³⁸ Pour une vue d'ensemble, cf. l'article intitulé « [Les facteurs de l'inflation sous-jacente dans l'économie de la zone euro : une perspective basée sur la courbe de Phillips](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2019.

par des « limitations latentes » : si les baisses des prix et des salaires ont été limitées durant la crise de la dette souveraine en raison de rigidités nominales à la baisse (contribuant aux valeurs effectives plus élevées que prévu de l'inflation durant cette période), la hausse des prix et des salaires au cours des années suivantes aura probablement été tout aussi modérée¹³⁹. Elle peut également avoir été le résultat d'un renforcement de la relation entre capacités inutilisées et prix : un niveau donné de sous-utilisation des capacités s'est probablement traduit par un plus fort impact baissier sur les évolutions de prix. Cela peut, par exemple, refléter le rôle et l'impact des réformes structurelles menées dans certains pays dans le but de réduire les rigidités nominales. Une autre explication a trait à l'incidence des influences mondiales sur l'inflation domestique, qui pourrait s'étendre au-delà de ce dont rendent compte les prix des importations et des matières premières habituellement retenus dans les projections macroéconomiques. La faible inflation peut refléter en partie l'accroissement des flux commerciaux, l'intégration des économies émergentes dans l'économie mondiale et la délocalisation de certaines parties de la production à l'étranger due au développement des chaînes de valeur mondiales¹⁴⁰. Au sein de l'Eurosystème, un groupe de travail dédié a pour mission d'améliorer les modèles utilisés pour produire les projections en examinant les dernières avancées des techniques de prévision, de mener des analyses régulières des erreurs de prévision et d'identifier et modéliser les ruptures et non-linéarités structurelles¹⁴¹. Les services de l'Eurosystème ont également tenté de remédier à la forte contribution des erreurs dans les hypothèses techniques en étudiant d'autres moyens que les contrats à terme sur le pétrole pour réaliser des projections relatives au prix du pétrole. Ils constatent qu'une approche fondée sur une combinaison de modèles d'évolution des prix du pétrole donne des résultats relativement satisfaisants sur certaines périodes d'échantillonnage. Toutefois, jusqu'à présent aucune méthode n'a été trouvée qui permette d'obtenir des résultats systématiquement meilleurs sur plus longue période que ceux obtenus à l'aide des contrats à terme sur les prix du pétrole¹⁴².

4 Comparaison avec les autres prévisionnistes

Les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème/de la BCE pour la croissance et l'inflation ont affiché des performances proches de celles des prévisionnistes du secteur privé et des autres institutions internationales. Le graphique 5 représente la racine carrée de l'erreur quadratique moyenne (RMSFE) et le biais (erreur moyenne) des projections pour la prochaine année civile établies par

¹³⁹ Cf. Praet (P.), « *Price stability: a sinking will-o'-the-wisp?* », intervention à l'occasion du IMF Spring Meetings Seminar, Washington, D.C., avril 2015.

¹⁴⁰ Cf. l'article intitulé « *Les déterminants domestiques et mondiaux de l'inflation dans la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2017, et Nickel (C.), « *The role of foreign slack in domestic inflation in the Eurozone* », VOX, CEPR Policy Portal, juillet 2017.

¹⁴¹ Dans ce contexte, un groupe d'experts de l'Eurosystème a étudié les causes de la faible inflation ; cf. Ciccarelli (M.) et Osbat (C.) (eds.), « *Low inflation in the euro area: Causes and consequences* », *Occasional Paper Series*, n° 181, BCE, janvier 2017. Un deuxième groupe d'experts a étudié les causes de la faible croissance des salaires ; cf. Nickel (C.), Bobeica (E.), Koester (G.), Lis (E.) et Porqueddu (M.) (eds.), « *Understanding low wage growth in the euro area and European countries* », *Occasional Paper Series*, n° 232, BCE, septembre 2019.

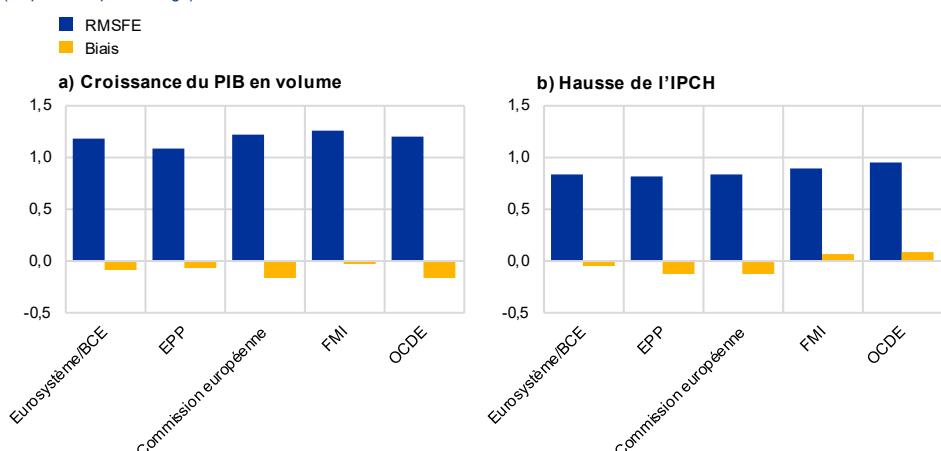
¹⁴² Pour de plus amples détails, cf. l'article intitulé « *Prévoir le prix du pétrole* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2015.

les services de l'Eurosystème/de la BCE comparés aux chiffres de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), de la Commission européenne, du Fonds monétaire international (FMI) et de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), relevés pour chaque organisme parmi les prévisions publiées au deuxième trimestre de l'année. Les publications des différentes institutions interviennent à des moments différents du deuxième trimestre. Les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème étant les dernières à être publiées (en juin), elles peuvent bénéficier d'un avantage comparatif en raison de la disponibilité de données économiques plus récentes. Pour corriger cet effet, les chiffres présentés pour les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème/de la BCE sont la RMSFE et le biais moyen des projections publiées en mars et en juin de chaque année. Le graphique 5 montre que, depuis 2010, les prévisions des différents prévisionnistes sont d'une précision assez similaire et que leur (faible) degré de biais est comparable. S'agissant de la croissance, la RMSFE des projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème/de la BCE est supérieure à celle de l'EPP (ce qui indique une moins bonne performance), mais inférieure à celle de la Commission européenne et du FMI, et proche de celle de l'OCDE. Au cours de cette période, l'erreur moyenne relative à la croissance a été faible pour l'ensemble des prévisionnistes, mais légèrement négative (dénotant une surestimation dans les prévisions), et comprise entre 0,0 point de pourcentage pour le FMI et – 0,16 point de pourcentage pour l'OCDE, celle des projections macroéconomiques de l'Eurosystème/de la BCE ressortant à – 0,08 point de pourcentage.

Graphique 5

Comparaison des erreurs dans les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème/de la BCE pour la prochaine année civile avec celles du secteur privé et des autres institutions

(en points de pourcentage)



Sources : Projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème/de la BCE, EPP, Commission européenne, FMI et OCDE.
Notes : Les graphiques se rapportent à la période 2010-2018. Les erreurs sont définies comme étant le résultat disponible un an après la publication initiale moins la projection. Les projections macroéconomiques de l'Eurosystème/de la BCE font référence à la RMSFE et au biais moyen des projections de mars et de juin pour la prochaine année civile. Pour les autres prévisionnistes, les statistiques se rapportent aux prévisions publiées au deuxième trimestre pour la prochaine année civile.

En ce qui concerne l'inflation, la RMSFE des projections macroéconomiques de l'Eurosystème/de la BCE est égale à celle de l'EPP et inférieure à celle des autres

prévisionnistes, ce qui atteste d'une meilleure performance des projections macroéconomiques de l'Eurosystème/de la BCE. L'erreur moyenne des projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème/de la BCE est la plus proche de zéro (– 0,04 point de pourcentage), indiquant le biais le plus faible, tandis que le biais le plus important est relevé pour la Commission européenne et l'EPP (– 0,12 point de pourcentage) ¹⁴³. Néanmoins, comme le montre le graphique 6, toutes les institutions et le secteur privé ont régulièrement fait des erreurs de prévision d'inflation dans le même sens sur la période comprise entre 2010 et 2018, à des degrés différents toutefois. Plus précisément, tous les prévisionnistes ont sous-estimé la hausse de l'IPCH de 2010 à 2012, ainsi qu'en 2017 et en 2018 (erreurs de prévision positives), mais l'inflation a surpris tout le monde à la baisse de 2013 à 2016 (erreurs négatives). Cela pourrait indiquer que la source de l'erreur était commune à tous les prévisionnistes, qu'elle pourrait comprendre des chocs économiques fondamentaux qui étaient imprévisibles et/ou des changements dans les relations économiques, mais qu'il est peu probable qu'elle soit liée à des erreurs de jugement. La partie c) du graphique 6 montre également que la surestimation persistante de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie dans les projections de l'Eurosystème/de la BCE ces dernières années est une caractéristique partagée avec les prévisions établies par les autres institutions. Les performances des projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème/de la BCE relatives au PIB et à l'inflation sur un échantillon beaucoup plus long ont été étudiées dans un document de travail récent de la BCE dont les résultats sont examinés dans l'encadré 1.

¹⁴³ Une note récente indique que les anticipations d'inflation tirées des instruments de marché donnent des résultats comparables à l'EPP à des horizons similaires à ceux analysés ici (un à deux ans), mais fait valoir que les marchés peuvent avoir été plus rapides à ajuster les anticipations d'inflation à long terme, ce qui a induit de meilleures prévisions à long terme ces dernières années. Cf. Kirker (M.) et de-Muizon (M.), « *The post-crisis performance of inflation expectations and forecasts* », Deutsche Bank Research, septembre 2019.

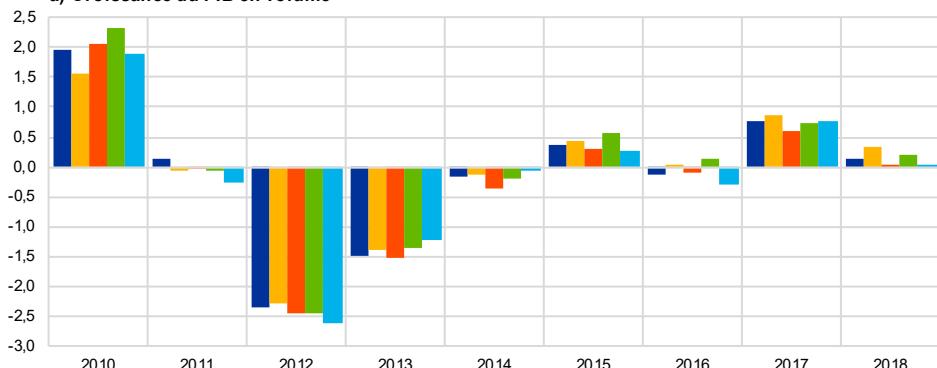
Graphique 6

Comparaison des erreurs dans les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème/de la BCE pour la prochaine année civile avec celles du secteur privé et des autres institutions

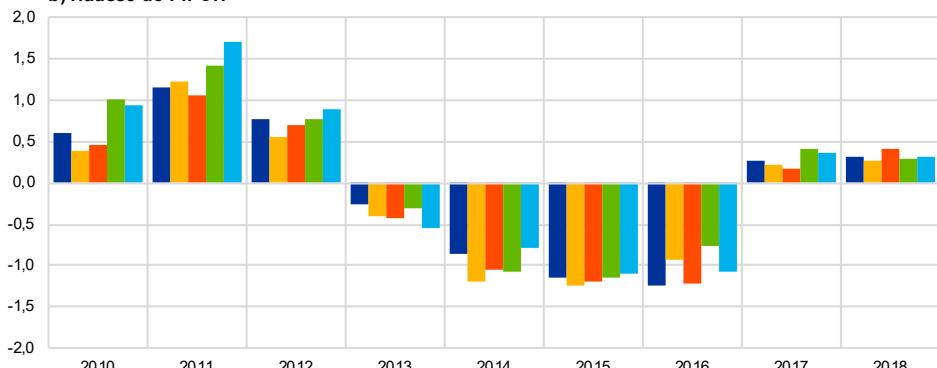
(en points de pourcentage)

- Eurosystème/BCE
- EPP
- Commission européenne
- FMI
- OCDE

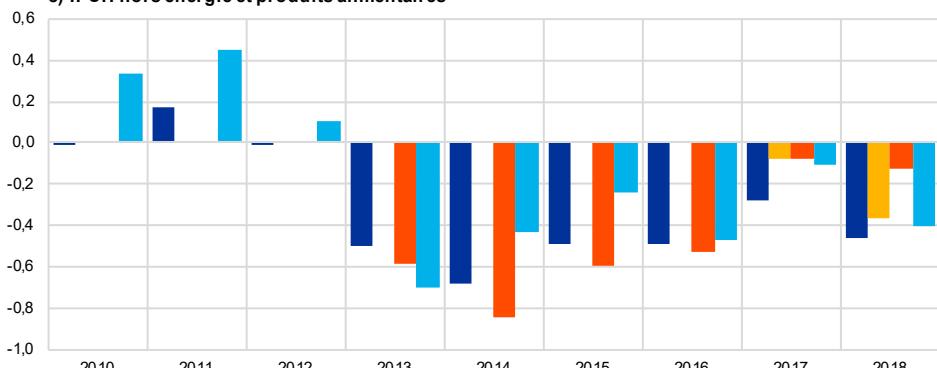
a) Croissance du PIB en volume



b) Housse de l'IPCH



c) IPCH hors énergie et produits alimentaires



Sources : Projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème/de la BCE, EPP, Commission européenne, FMI et OCDE.
 Notes : Les erreurs sont définies comme étant le résultat disponible un an après la publication initiale moins la projection. Les projections macroéconomiques de l'Eurosystème/de la BCE font référence à l'erreur moyenne des projections de mars et de juin pour la prochaine année civile. Pour les autres prévisionnistes, les statistiques se rapportent aux prévisions publiées au deuxième trimestre pour la prochaine année civile. Pour la Commission européenne, l'IPCH hors énergie et produits alimentaires se rapporte à la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés.

Encadré 1

Performances des projections macroéconomiques de l'Eurosystème/de la BCE sur plus longue période

Kyriacos Lambrias

Un document de travail récent de la BCE¹⁴⁴ a analysé plus en détail les performances prédictives des services de l'Eurosystème/de la BCE en remontant presque au début de l'union monétaire.

Un échantillon de longue durée et de périodicité trimestrielle permet une évaluation plus approfondie des performances prédictives, au moyen de tests et de critères statistiques souvent utilisés dans la littérature relative à l'évaluation des prévisions. De tels exercices ont été réalisés par d'autres institutions telles que la Commission européenne, le FMI et la Banque d'Angleterre.

L'une des principales questions abordées dans le document de travail est de savoir si les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème/de la BCE sont biaisées, c'est-à-dire s'il existe une tendance persistante à faire des erreurs dans le même sens. L'étude conclut que les projections des services de l'Eurosystème/de la BCE en matière d'inflation ne sont pas biaisées. Cette conclusion n'est pas en contradiction avec la constatation d'erreurs de prévision persistantes dans une même direction examinée précédemment lors de l'évaluation de la période plus récente.

Une analyse d'un échantillon plus long, avec davantage d'informations et la mise en œuvre d'outils statistiques, suggère que cette période plus récente de surestimation persistante dans les prévisions est relativement limitée. Il est intéressant de noter que les projections de croissance du PIB semblent avoir été affectées par un biais plus important que les projections relatives à l'IPCH, et les auteurs concluent que ce biais (surestimation) est persistant et significatif à un horizon de deux ans, de sorte que l'on ne peut pas conclure que les projections relatives au PIB ne sont pas biaisées. Les auteurs ont également examiné le degré de biais dans un contexte de variation au cours du temps.

Le graphique A représente le biais estimé sur des fenêtres glissantes de 25 trimestres à deux horizons de prévision différents, de quatre trimestres ($h = 4$) et de huit trimestres ($h = 8$), les lignes vertes et rouges représentant les intervalles de confiance autour des estimations. Le graphique A présente un profil clair des projections de l'inflation mesurée par l'IPCH : le biais s'est progressivement réduit au fil du temps, passant d'une sous-estimation persistante, dans les premières années de l'union monétaire et jusqu'à la crise financière, à une surestimation persistante ces dernières années. Ces biais « s'annulent » quand on analyse l'ensemble de l'échantillon, aboutissant ainsi à la conclusion précédente d'une absence générale de biais. D'autre part, les projections relatives au PIB semblent avoir été constamment biaisées dans un seul sens (surestimation)¹⁴⁵.

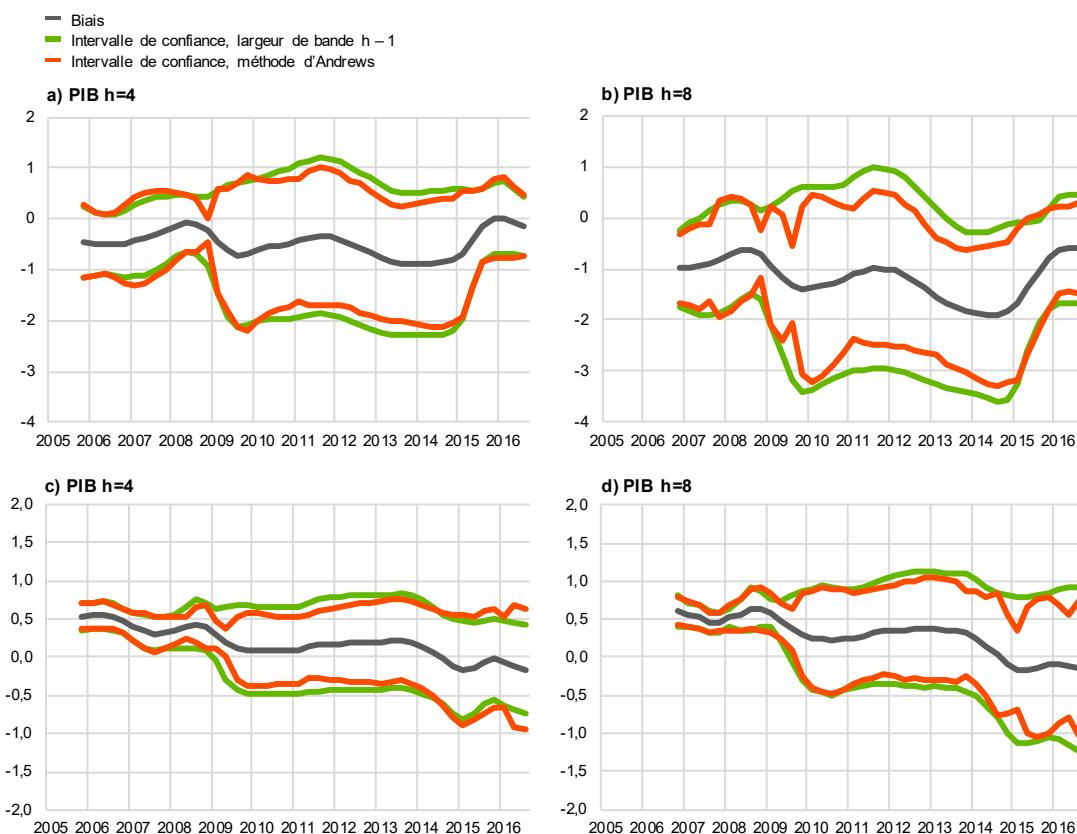
¹⁴⁴ Kontogeorgos (G.) et Lambrias (K.), *op. cit.*

¹⁴⁵ Même si, dans un contexte de variation au cours du temps, comme dans le graphique A, le biais n'apparaît pas statistiquement significatif, il le devient quand on examine l'ensemble de l'échantillon.

Graphique A

Estimations de biais variables dans le temps dans les prévisions de croissance du PIB et de hausse de l'IPCH dans la zone euro à un horizon de quatre trimestres ($h = 4$) et de huit trimestres ($h = 8$)

(en points de pourcentage)



Source : Kontogeorgos et Lambrias (2019).

Notes : Erreur moyenne (biais, ligne grise) dans les projections des variations annuelles en pourcentage du PIB en volume et de l'IPCH sur des fenêtres glissantes de 25 trimestres. Un biais positif indique une sous-prédiction et un biais négatif une surestimation. Les lignes vertes et rouges représentent des intervalles de confiance estimés selon différentes méthodes, c'est-à-dire avec une largeur de bande fixée à $h-1$ (ligne verte) ou choisie de manière optimale selon la méthode d'Andrews (ligne rouge) (cf. Andrews (D.W.K.), « Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix Estimation », *Econometrica*, vol. 59, n°3, mai 1991, p. 817-858).

5 Conclusions

Globalement, l'article suggère que, ces dernières années, les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème/de la BCE ont donné de bons résultats, conformes aux prévisions des autres institutions. Dans le même temps, des efforts constants sont nécessaires pour améliorer les projections :

- en étudiant d'autres méthodes susceptibles d'accroître l'exactitude des hypothèses techniques ;
- en s'assurant que les modèles économiques utilisés pour les projections suivent les dernières avancées des techniques de prévision ; et,
- point important, en évaluant ou en anticipant mieux les changements fondamentaux des relations économiques résultant, par exemple, de l'incidence des réformes structurelles, de la mondialisation et de la digitalisation de l'économie.

Pour traiter ces questions, un groupe d'experts spécifique au sein de l'Eurosystème examine régulièrement la qualité des projections de ses services et affine les outils utilisés pour produire les projections.

Statistiques

Table des matières

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

Informations complémentaires

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

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

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

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

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

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

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

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

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

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

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

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

Conventions utilisées dans les tableaux

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

1 Environnement extérieur

1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

	PIB ¹⁾ (variations en pourcentage d'une période sur l'autre)						IPC (variations annuelles en pourcentage)						
	G20	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Pays de l'OCDE		États-Unis	Royaume-Uni (IPCH)	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro ²⁾ (IPCH)
							Total	Hors produits alimentaires et énergie					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	3,3	1,6	1,9	0,6	6,7	1,9	1,1	1,9	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,9	2,4	1,9	1,9	6,8	2,5	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,7	2,9	1,4	0,8	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2018 T4	0,7	0,3	0,3	0,4	1,5	0,3	2,8	2,3	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
2019 T1	0,8	0,8	0,6	0,5	1,4	0,4	2,2	2,2	1,6	1,9	0,3	1,8	1,4
T2	0,7	0,5	-0,2	0,4	1,6	0,2	2,3	2,2	1,8	2,0	0,8	2,6	1,4
T3	.	0,5	0,3	0,1	1,5	0,2	1,9	2,2	1,8	1,8	0,3	2,9	1,0
2019 Juin	—	—	—	—	—	—	2,1	2,2	1,6	2,0	0,7	2,7	1,3
Juillet	—	—	—	—	—	—	2,1	2,3	1,8	2,1	0,5	2,8	1,0
Août	—	—	—	—	—	—	1,9	2,3	1,7	1,7	0,3	2,8	1,0
Septembre	—	—	—	—	—	—	1,6	2,1	1,7	1,7	0,2	3,0	0,8
Octobre	—	—	—	—	—	—	1,6	2,0	1,8	1,5	0,2	3,8	0,7
Novembre ³⁾	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1,0

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

1) Données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes.

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

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

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

	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs)								Importations de marchandises ¹⁾			
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat ²⁾			Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes
	Mondial ²⁾	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Secteur manufacturier	Services	Nouvelles commandes à l'exportation			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,7	52,0	50,1	1,2	1,4	1,0
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,8	3,1	7,6
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,9	4,4	3,1	5,2
2018 T4	53,1	54,7	51,4	52,3	51,5	52,3	52,0	53,5	49,9	-0,8	1,5	-2,2
2019 T1	52,8	54,8	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	-0,7	0,0	-1,1
T2	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,8	49,4	-0,6	-1,4	-0,2
T3	51,4	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,7	48,5	0,8	1,3	0,5
2019 Juin	51,0	51,5	49,7	50,8	50,6	52,2	49,6	51,5	49,2	-0,6	-1,4	-0,2
Juillet	51,7	52,6	50,7	50,6	50,9	51,5	49,9	52,4	49,0	-0,9	0,3	-1,6
Août	51,1	50,7	50,2	51,9	51,6	51,9	50,4	51,4	47,7	-0,5	0,1	-0,9
Septembre	51,2	51,0	49,3	51,5	51,9	50,1	50,9	51,4	48,6	0,8	1,3	0,5
Octobre	50,8	50,9	50,0	49,1	52,0	50,6	51,0	50,7	49,5	.	.	.
Novembre	51,6	52,0	49,3	49,8	53,2	50,6	51,6	51,6	49,4	.	.	.

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)

	Taux à court terme de l'euro (€STR) ²⁾	Zone euro ¹⁾						États-Unis	Japon
		Dépôts à vue (Eonia)	Dépôts à 1 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Euribor)	Dépôts à 6 mois (Euribor)	Dépôts à 12 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Libor)	Dépôts à 3 mois (Libor)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2016	-	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02	
2017	-	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02	
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05	
2019 Mai	-0,45	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,53	-0,07	
Juin	-0,45	-0,36	-0,38	-0,33	-0,28	-0,19	2,40	-0,07	
Juillet	-0,45	-0,37	-0,40	-0,36	-0,35	-0,28	2,29	-0,07	
Août	-0,45	-0,36	-0,41	-0,41	-0,40	-0,36	2,16	-0,10	
Septembre	-0,49	-0,40	-0,45	-0,42	-0,39	-0,34	2,13	-0,09	
Octobre	-0,55	-0,46	-0,46	-0,41	-0,36	-0,30	1,98	-0,11	
Novembre	-0,54	-0,45	-0,45	-0,40	-0,34	-0,27	1,90	-0,10	

Source : BCE.

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

2) La BCE a publié le taux à court terme de l'euro (€STR) pour la première fois le 2 octobre 2019, reflétant l'activité de négociation du 1^{er} octobre 2019. Les données relatives aux périodes précédentes se rapportent au pré-€STR qui a été publié à titre d'information seulement et non pour être utilisé comme référence ou taux de référence pour les transactions de marché.

2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux				Taux à terme instantanés			
	Zone euro ^{1), 2)}					Zone euro ^{1), 2)}	États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro ^{1), 2)}				
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35	
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56	
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17	
2019 Mai	-0,57	-0,64	-0,69	-0,56	-0,13	0,51	-0,08	0,24	-0,72	-0,72	-0,17	0,64	
Juin	-0,60	-0,69	-0,75	-0,64	-0,26	0,43	0,07	0,14	-0,78	-0,79	-0,29	0,44	
Juillet	-0,67	-0,74	-0,79	-0,72	-0,39	0,35	0,02	0,09	-0,82	-0,84	-0,45	0,25	
Août	-0,84	-0,88	-0,93	-0,92	-0,65	0,23	-0,27	0,03	-0,94	-1,00	-0,73	-0,12	
Septembre	-0,70	-0,76	-0,81	-0,77	-0,52	0,24	-0,10	0,03	-0,83	-0,86	-0,58	-0,02	
Octobre	-0,67	-0,69	-0,69	-0,62	-0,36	0,32	0,17	-0,01	-0,70	-0,69	-0,41	0,14	
Novembre	-0,61	-0,63	-0,65	-0,57	-0,30	0,34	0,18	0,04	-0,66	-0,65	-0,33	0,23	

Source : BCE.

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

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

2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2016	321,6	3003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2094,7	16920,5
2017	376,9	3491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2449,1	20209,0
2018	375,5	3386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2746,2	22310,7
2019 Mai	369,4	3385,4	710,2	267,4	721,6	324,7	157,0	643,9	519,6	312,0	290,9	732,7	2854,7	21218,4
Juin	369,7	3406,0	722,6	264,9	728,5	323,2	152,0	652,3	517,5	323,9	296,6	734,0	2890,2	21060,2
Juillet	380,0	3507,8	739,6	271,8	752,7	329,3	155,8	666,2	548,2	326,4	292,2	769,2	2996,1	21593,7
Août	363,6	3355,3	704,2	262,0	722,8	303,0	144,1	639,4	523,4	325,7	281,9	778,9	2897,5	20629,7
Sept.	379,7	3514,5	738,2	271,3	751,1	319,7	151,8	669,4	545,0	338,5	294,7	804,3	2982,2	21585,5
Oct.	382,8	3551,2	748,2	273,3	742,2	316,6	157,0	671,1	556,8	341,4	306,7	791,7	2977,7	22197,5
Nov.	398,4	3693,1	794,5	283,0	761,3	328,8	163,6	711,6	585,2	339,4	304,8	837,7	3104,9	23278,1

Source : BCE.

2 Évolutions financières

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

	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 :				Par période de fixation initiale du taux	TAEG ³⁾	Par période de fixation initiale du taux			Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans			
			≤ 2 ans	> 2 ans					Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2018	Novembre	0,04	0,45	0,29	0,73	5,93	16,67	4,94	5,68	6,19	2,37	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81	
	Décembre	0,03	0,44	0,30	0,78	5,87	16,68	4,92	5,47	5,99	2,27	1,61	1,80	1,91	1,84	2,11	1,80	
2019	Janvier	0,03	0,43	0,33	0,74	5,92	16,63	5,32	5,82	6,33	2,36	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82	
	Février	0,03	0,43	0,32	0,70	5,97	16,61	5,28	5,71	6,27	2,41	1,59	1,84	1,87	1,84	2,09	1,80	
	Mars	0,03	0,41	0,30	0,76	5,90	16,65	5,41	5,61	6,18	2,36	1,60	1,80	1,83	1,81	2,06	1,78	
	Avril	0,03	0,41	0,32	0,75	5,88	16,66	5,56	5,63	6,19	2,36	1,60	1,77	1,77	1,77	2,02	1,75	
	Mai	0,03	0,44	0,31	0,79	5,81	16,67	5,61	5,76	6,34	2,33	1,58	1,79	1,73	1,74	1,99	1,72	
	Juin	0,03	0,44	0,32	0,82	5,81	16,63	5,42	5,67	6,25	2,31	1,56	1,73	1,67	1,65	1,95	1,67	
	JUILLET	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,58	5,74	5,74	6,31	2,34	1,56	1,71	1,59	1,57	1,90	1,61	
	Août	0,03	0,43	0,28	0,78	5,75	16,60	6,15	5,76	6,35	2,25	1,52	1,68	1,53	1,50	1,84	1,56	
	Septembre	0,03	0,43	0,27	0,78	5,82	16,61	5,65	5,62	6,17	2,22	1,47	1,63	1,49	1,43	1,77	1,48	
	Octobre ^(p)	0,03	0,42	0,24	0,83	5,70	16,63	5,87	5,55	6,19	2,26	1,45	1,59	1,44	1,39	1,74	1,44	

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAEG).

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

	Dépôts			Crédits renouvelables et découverts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur composite du coût d'emprunt						
	À vue	D'une durée :			≤ 250 000 euros	> 250 000 euros et ≤ 1 million	> 1 million d'euros	≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million									
		≤ 2 ans	> 2 ans		Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux variable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14						
2018	Novembre	0,03	0,06	0,63	2,19	2,19	2,40	2,34	1,67	1,60	1,67	1,20	1,35	1,69	1,66					
	Décembre	0,03	0,07	0,53	2,18	2,20	2,29	2,25	1,60	1,59	1,67	1,21	1,39	1,59	1,63					
2019	Janvier	0,03	0,05	0,54	2,22	2,15	2,40	2,32	1,67	1,62	1,72	1,13	1,30	1,61	1,63					
	Février	0,03	0,03	0,52	2,21	2,15	2,41	2,33	1,65	1,64	1,69	1,13	1,39	1,56	1,64					
	Mars	0,03	0,07	0,62	2,17	2,17	2,38	2,30	1,66	1,58	1,68	1,19	1,36	1,57	1,65					
	Avril	0,03	0,06	0,54	2,19	2,19	2,36	2,26	1,67	1,60	1,64	1,16	1,33	1,44	1,62					
	Mai	0,03	0,04	0,46	2,15	2,18	2,38	2,29	1,66	1,59	1,63	1,09	1,17	1,50	1,57					
	Juin	0,03	0,03	0,56	2,17	2,13	2,33	2,25	1,63	1,55	1,56	1,09	1,28	1,39	1,55					
	JUILLET	0,03	0,04	0,57	2,11	2,07	2,50	2,20	1,66	1,57	1,54	1,16	1,32	1,39	1,56					
	Août	0,03	-0,04	0,54	2,08	2,07	2,36	2,19	1,64	1,59	1,53	1,06	1,32	1,40	1,52					
	Septembre	0,03	-0,05	0,88	2,16	2,03	2,25	2,15	1,61	1,51	1,44	1,10	1,26	1,29	1,54					
	Octobre ^(p)	0,02	-0,03	0,44	2,08	2,01	2,41	2,10	1,61	1,54	1,40	1,14	1,40	1,27	1,56					

Source : BCE.

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

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

2 Évolutions financières

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

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

	Encours							Émissions brutes ¹⁾							
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Court terme															
2016	1 241	518	135	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33	
2017	1 240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31	
2018	1 217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35	
2019	Mai	1 339	574	170	.	115	422	59	447	196	75	.	56	83	37
	Juin	1 314	557	173	.	100	428	56	380	152	78	.	45	71	35
	Juillet	1 340	577	173	.	110	424	57	457	205	75	.	56	76	45
	Août	1 368	588	180	.	113	424	63	405	181	76	.	39	71	38
	Septembre	1 387	593	182	.	106	439	66	404	153	81	.	48	81	41
	Octobre	1 349	576	173	.	106	424	69	422	197	53	.	52	75	45
Long terme															
2016	15 373	3 695	3 173	.	1 176	6 686	642	219	62	53	.	19	78	8	
2017	15 353	3 560	3 048	.	1 235	6 866	643	247	66	73	.	18	83	7	
2018	15 745	3 688	3 149	.	1 260	7 022	627	228	64	68	.	16	75	6	
2019	Mai	16 052	3 767	3 199	.	1 297	7 153	636	246	62	79	.	13	86	7
	Juin	16 113	3 768	3 217	.	1 305	7 190	633	245	61	76	.	23	80	5
	Juillet	16 182	3 789	3 257	.	1 315	7 184	636	253	70	72	.	25	78	8
	Août	16 191	3 784	3 255	.	1 312	7 200	639	120	25	40	.	8	41	6
	Septembre	16 264	3 805	3 285	.	1 339	7 200	634	277	82	83	.	34	74	4
	Octobre	16 202	3 795	3 292	.	1 339	7 153	623	260	60	84	.	24	85	6

Source : BCE.

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

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

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

	Titres de créance							Actions cotées						
	Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM			Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM		Sociétés non financières		
			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale	Autres administrations publiques			Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
Encours														
2016	16 613,8	4 213,4	3 308,6	.	1 235,2	7 151,7	704,9	7 089,5	537,6	1 084,2	5 467,7			
2017	16 593,1	4 079,4	3 203,3	.	1 304,8	7 304,7	700,8	7 954,7	612,5	1 249,6	6 092,6			
2018	16 961,8	4 192,1	3 318,4	.	1 332,1	7 445,8	673,4	7 027,2	465,1	1 099,4	5 462,7			
2019	Mai	17 390,8	4 341,0	3 369,2	.	1 412,0	7 574,3	694,5	7 586,6	470,9	1 208,1	5 907,6		
	Juin	17 426,9	4 324,6	3 390,4	.	1 405,1	7 617,7	689,1	7 940,6	493,3	1 246,0	6 201,3		
	Juillet	17 522,2	4 366,2	3 429,6	.	1 425,5	7 607,8	693,1	7 980,2	484,0	1 252,8	6 243,4		
	Août	17 559,1	4 372,7	3 435,0	.	1 425,0	7 624,6	702,0	7 841,0	462,4	1 183,0	6 195,6		
	Septembre	17 650,6	4 398,7	3 467,3	.	1 445,4	7 639,6	699,8	8 182,3	496,1	1 335,6	6 350,6		
	Octobre	17 550,8	4 370,6	3 464,6	.	1 445,4	7 577,4	692,8	8 257,7	508,2	1 348,6	6 400,8		
Taux de croissance														
2016	0,3	-3,0	-1,2	.	6,2	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4			
2017	1,3	-0,5	0,1	.	6,0	2,2	0,4	1,0	6,1	2,8	0,2			
2018	1,9	1,7	2,9	.	3,4	1,9	-4,3	0,7	-0,1	2,4	0,4			
2019	Mai	2,6	3,9	2,2	.	3,7	2,1	0,6	0,0	-0,2	-0,2	0,0		
	Juin	2,9	4,5	2,3	.	4,5	2,3	1,0	0,0	-0,1	0,0	0,0		
	Juillet	3,0	5,2	2,0	.	4,7	2,0	1,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1		
	Août	3,2	5,0	2,9	.	5,6	2,2	1,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1		
	Septembre	3,1	4,3	3,6	.	5,3	1,8	3,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1		
	Octobre	2,9	3,9	3,9	.	5,3	1,5	1,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2		

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs¹⁾

(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)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2016	94,4	89,5	90,9	85,2	80,0	90,2	109,7	88,9
2017	96,6	91,4	91,9	86,0	78,8	90,6	112,0	90,0
2018	98,9	93,4	93,4	87,4	79,2	91,5	117,9	93,8
2018 T4	98,5	93,0	92,9	86,9	79,1	91,0	118,4	93,8
2019 T1	97,4	91,7	92,1	85,7	78,3	89,6	116,7	92,1
T2	97,3	91,4	91,7	85,5	78,6	89,3	116,8	91,8
T3	97,7	91,4	91,8	-	-	-	116,9	91,5
2019 Juin	97,9	91,9	92,1	-	-	-	117,4	92,2
Juillet	97,5	91,3	91,6	-	-	-	116,5	91,3
Août	98,1	91,9	92,1	-	-	-	117,6	92,0
Septembre	97,4	91,1	91,7	-	-	-	116,7	91,2
Octobre	97,4	90,8	91,6	-	-	-	116,6	90,9
Novembre	96,7	90,2	91,1	-	-	-	116,0	90,3
variation en pourcentage par rapport au mois précédent								
2019 Novembre	-0,6	-0,7	-0,6	-	-	-	-0,6	-0,7
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente								
2019 Novembre	-1,6	-2,9	-1,8	-	-	-	-1,6	-3,4

Source : BCE.

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

2.9 Taux de change bilatéraux

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

	Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2018 T4	7,895	7,420	25,864	7,462	322,995	128,816	4,299	0,887	4,6605	10,320	1,137	1,141
2019 T1	7,663	7,422	25,683	7,464	317,907	125,083	4,302	0,873	4,7358	10,419	1,132	1,136
T2	7,672	7,418	25,686	7,467	322,973	123,471	4,282	0,875	4,7480	10,619	1,126	1,124
T3	7,800	7,394	25,734	7,463	328,099	119,323	4,318	0,902	4,7314	10,662	1,096	1,112
2019 Juin	7,794	7,408	25,605	7,467	322,559	122,081	4,264	0,891	4,7250	10,626	1,117	1,129
Juillet	7,715	7,390	25,548	7,466	325,269	121,406	4,260	0,899	4,7286	10,560	1,108	1,122
Août	7,858	7,390	25,802	7,460	326,906	118,179	4,347	0,916	4,7280	10,736	1,089	1,113
Septembre	7,832	7,401	25,868	7,463	332,448	118,242	4,353	0,891	4,7381	10,697	1,090	1,100
Octobre	7,845	7,436	25,689	7,469	331,462	119,511	4,301	0,875	4,7538	10,802	1,098	1,105
Novembre	7,757	7,440	25,531	7,472	333,617	120,338	4,285	0,858	4,7698	10,650	1,098	1,105
variation en pourcentage par rapport au mois précédent												
2019 Novembre	-1,1	0,0	-0,6	0,0	0,7	0,7	-0,4	-2,0	0,3	-1,4	0,0	0,0
2019 Novembre	-1,7	0,2	-1,6	0,1	3,5	-6,6	-0,4	-2,7	2,3	3,5	-3,5	-2,8

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

		Total ¹⁾			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute
		Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
		1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)													
2018	T3	26 129,9	26 707,7	-577,8	11 198,5	9 161,6	8 890,1	11 147,7	-72,5	5 439,9	6 398,4	673,9	14 502,9
	T4	25 399,7	25 891,3	-491,6	10 895,1	9 041,6	8 475,2	10 508,5	-87,9	5 398,2	6 341,2	719,1	14 197,4
2019	T1	26 652,9	26 908,5	-255,6	11 179,5	9 124,4	9 114,2	11 251,0	-91,4	5 709,4	6 533,1	741,1	14 629,3
	T2	26 837,0	27 084,1	-247,1	11 064,3	9 096,4	9 232,2	11 424,4	-78,2	5 847,8	6 563,3	770,8	14 695,5
encours en pourcentage du PIB													
2019	T2	229,0	231,1	-2,1	94,4	77,6	78,8	97,5	-0,7	49,9	56,0	6,6	125,4
Flux													
2018	T4	-407,0	-470,9	63,8	-303,9	-195,0	-28,2	-158,2	29,6	-110,4	-117,6	5,8	-
2019	T1	355,0	303,6	51,4	90,6	35,7	58,6	141,8	2,2	200,7	126,1	2,8	-
	T2	217,7	180,7	37,0	-47,3	12,0	49,5	91,3	30,2	182,6	77,4	2,6	-
	T3	251,7	174,4	77,2	-23,0	-8,1	154,4	170,6	5,3	113,4	11,9	1,7	-
2019	Avril	157,3	173,7	-16,3	21,4	49,0	-7,6	-10,6	10,6	129,8	135,3	3,2	-
	Mai	86,0	73,8	12,2	9,0	16,1	-0,5	60,3	12,6	63,2	-2,6	1,8	-
	Juin	-25,6	-66,8	41,2	-77,7	-53,1	57,6	41,7	7,1	-10,3	-55,4	-2,3	-
	Juillet	184,1	172,3	11,8	-16,7	1,4	50,1	74,3	8,1	135,5	96,6	7,1	-
	Août	43,8	13,8	30,0	-20,2	-24,9	28,8	12,9	3,4	31,1	25,7	0,7	-
	Septembre	23,8	-11,6	35,4	14,0	15,4	75,5	83,4	-6,3	-53,3	-110,4	-6,2	-
flux cumulés sur 12 mois													
2019	Septembre	417,4	187,8	229,6	-283,6	-155,4	234,4	245,5	67,3	386,3	97,8	13,0	-
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2019	Septembre	3,5	1,6	1,9	-2,4	-1,3	2,0	2,1	0,6	3,3	0,8	0,1	-

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 ¹⁾		
	Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks ²⁾	Total	Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2016	10 817,0	10 339,5	5 858,7	2 235,3	2 193,0	1 038,2	675,1	473,5	52,5	477,5	4 928,9	4 451,4
2017	11 200,9	10 707,5	6 036,9	2 296,7	2 304,3	1 101,6	707,0	489,2	69,6	493,4	5 297,9	4 804,5
2018	11 561,2	11 060,8	6 207,5	2 363,9	2 405,9	1 175,2	742,2	481,7	83,5	500,4	5 547,4	5 047,0
2018 T4	2 922,9	2 805,7	1 566,8	597,5	619,7	302,8	189,0	126,2	21,6	117,2	1 410,5	1 293,3
2019 T1	2 945,1	2 814,9	1 575,3	602,3	626,0	310,8	190,2	123,3	11,3	130,2	1 422,3	1 292,2
T2	2 967,3	2 868,9	1 588,8	608,6	661,4	311,4	192,2	155,9	10,1	98,4	1 426,5	1 328,1
T3	2 981,9	2 878,3	1 599,6	613,0	666,4	314,1	192,0	158,5	-0,6	103,6	1 432,7	1 329,2
en pourcentage du PIB												
2018	100,0	95,7	53,7	20,4	20,8	10,2	6,4	4,2	0,7	4,3	-	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2018 T4	0,3	0,4	0,4	0,4	1,6	1,2	0,4	4,5	-	-	0,9	1,2
2019 T1	0,4	0,2	0,4	0,4	0,4	1,6	0,5	-2,6	-	-	0,9	0,3
T2	0,2	1,4	0,2	0,5	5,7	0,0	1,4	26,5	-	-	0,2	2,8
T3	0,2	0,3	0,5	0,4	0,3	0,3	-0,5	1,2	-	-	0,4	0,6
variations annuelles en pourcentage												
2016	1,9	2,4	2,0	1,9	4,0	2,7	5,8	4,5	-	-	2,9	4,1
2017	2,5	2,2	1,7	1,3	3,5	3,6	4,0	2,4	-	-	5,5	5,0
2018	1,9	1,6	1,4	1,1	2,3	3,4	4,3	-2,8	-	-	3,3	2,7
2018 T4	1,2	1,8	1,1	1,1	4,1	3,3	2,3	8,8	-	-	1,7	3,1
2019 T1	1,4	1,5	1,1	1,4	4,1	4,9	3,2	3,6	-	-	3,0	3,6
T2	1,2	2,5	1,1	1,5	8,8	3,4	3,2	30,7	-	-	2,3	5,3
T3	1,2	2,3	1,5	1,7	8,1	3,2	1,8	30,2	-	-	2,4	5,0
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB; en points de pourcentage												
2018 T4	0,3	0,4	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,1	-	-
2019 T1	0,4	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,3	-	-
T2	0,2	1,4	0,1	0,1	1,2	0,0	0,1	1,1	-0,1	-1,2	-	-
T3	0,2	0,3	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,1	-	-
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB; en points de pourcentage												
2016	1,9	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,0	-0,4	-	-
2017	2,5	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,2	0,5	-	-
2018	1,9	1,5	0,7	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,4	-	-
2018 T4	1,2	1,7	0,6	0,2	0,8	0,3	0,2	0,4	0,0	-0,5	-	-
2019 T1	1,4	1,5	0,6	0,3	0,8	0,5	0,2	0,1	-0,3	-0,1	-	-
T2	1,2	2,4	0,6	0,3	1,8	0,3	0,2	1,3	-0,3	-1,2	-	-
T3	1,2	2,2	0,8	0,4	1,7	0,3	0,1	1,3	-0,6	-1,0	-	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

3 Activité économique

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2016	9 703,7	161,1	1 931,6	479,2	1 834,9	444,3	473,7	1 106,3	1 084,7	1 847,2	340,6	1 113,3
2017	10 040,0	176,2	1 991,7	502,2	1 909,8	468,8	465,8	1 133,7	1 143,7	1 897,4	350,6	1 160,9
2018	10 356,2	177,7	2 041,5	537,2	1 968,4	488,5	469,8	1 168,0	1 195,2	1 954,7	355,3	1 205,0
2018 T4	2 618,9	44,6	512,5	138,7	497,3	124,5	118,6	295,1	304,0	494,2	89,4	303,9
2019 T1	2 638,7	44,9	514,6	142,6	502,3	125,5	117,7	297,9	305,6	497,4	90,2	306,4
T2	2 658,5	45,2	513,4	144,1	506,0	127,9	118,9	300,2	309,0	502,6	91,2	308,8
T3	2 669,0	44,9	512,0	146,2	509,1	128,4	119,5	302,0	310,7	504,9	91,2	312,8
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2018	100,0	1,7	19,7	5,2	19,0	4,7	4,5	11,3	11,5	18,9	3,4	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2018 T4	0,3	0,7	-0,4	1,3	0,5	0,6	-0,3	0,3	1,0	0,4	0,3	0,4
2019 T1	0,4	-0,1	0,0	1,6	1,0	1,5	0,7	0,5	-0,1	0,1	0,6	0,4
T2	0,1	-0,9	-0,5	-0,2	0,1	1,3	0,9	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5
T3	0,2	0,1	-0,4	0,6	0,3	1,1	0,4	0,4	0,2	0,2	0,0	0,7
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2016	1,8	-2,0	2,9	1,9	1,9	4,2	-1,0	0,6	2,6	1,6	0,0	2,7
2017	2,6	0,7	3,4	2,4	3,0	5,8	1,0	0,8	4,3	1,6	1,5	2,1
2018	2,0	1,2	1,8	3,4	2,1	4,4	1,1	1,6	3,3	1,0	0,4	1,5
2018 T4	1,2	-0,4	-0,6	3,5	1,5	3,7	0,5	1,4	2,8	0,9	0,2	1,1
2019 T1	1,4	-0,6	-0,4	4,9	2,0	4,8	1,2	1,4	1,7	1,0	1,0	1,1
T2	1,2	-1,4	-1,1	3,4	1,6	5,1	1,8	1,5	1,6	1,1	1,4	1,3
T3	1,1	-0,2	-1,3	3,2	1,9	4,4	1,6	1,5	1,4	1,1	1,2	2,0
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2018 T4	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	—
2019 T1	0,4	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	—
T2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	—
T3	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i>												
2016	1,8	0,0	0,6	0,1	0,4	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,0	—
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,6	0,3	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1	—
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	—
2018 T4	1,2	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,0	—
2019 T1	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	—
T2	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	—
T3	1,1	0,0	-0,3	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi¹⁾

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique										Arts, spectacles et autres activités de ser- vices
		Salariés	Tra- vailleurs indé- pendants	Agri- culture, sylvicul- ture et pêche	Industrie manu- facturière, énergie et services publics	Con- struction	Commerce, transport, héberge- ment et restaura- tion	Informa- tion et commu- nication	Activités finan- cières et d'assu- rance	Activités immobi- lières	Activités spéciali- sées de ser- vices aux entre- prises et de soutien	Adminis- tration publique, en- seigne- ment, santé et action sociale		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Personnes employées														
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>														
2016	100,0	85,2	14,8	3,3	14,7	6,0	24,9	2,8	2,6	1,0	13,6	24,4	7,0	
2017	100,0	85,6	14,4	3,2	14,6	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,8	24,3	6,9	
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,9	
<i>variations annuelles en pourcentage</i>														
2016	1,3	1,6	-0,2	-0,2	0,8	0,3	1,4	3,0	-0,5	2,2	2,9	1,3	0,7	
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,5	1,1	1,5	1,8	3,4	-1,5	1,8	3,7	1,1	1,0	
2018	1,5	1,8	-0,2	-0,4	1,5	2,4	1,4	3,4	-0,7	1,7	2,8	1,3	0,6	
2018 T4	1,4	1,6	0,0	-0,4	1,3	3,0	1,3	3,8	-0,4	1,8	1,9	1,3	0,3	
2019 T1	1,4	1,6	0,1	0,1	1,3	2,5	1,2	4,1	-0,1	2,1	1,8	1,3	0,5	
T2	1,2	1,4	-0,4	-2,0	1,0	1,5	1,2	4,1	-0,4	1,0	1,3	1,4	1,0	
T3	1,0	1,3	-0,7	-1,1	0,8	0,9	0,9	3,3	-0,1	0,1	1,3	1,2	1,2	
Heures travaillées														
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>														
2016	100,0	80,3	19,7	4,4	15,1	6,7	25,8	2,9	2,6	1,0	13,3	21,9	6,3	
2017	100,0	80,7	19,3	4,3	15,1	6,7	25,8	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,2	
2018	100,0	81,1	18,9	4,2	15,0	6,8	25,7	3,0	2,5	1,0	13,8	21,8	6,1	
<i>variations annuelles en pourcentage</i>														
2016	1,4	1,9	-0,3	0,0	0,9	0,5	1,6	3,0	-0,1	2,9	3,0	1,3	0,7	
2017	1,1	1,7	-1,2	-1,1	0,8	1,3	1,3	3,2	-2,0	1,5	3,4	0,5	0,4	
2018	1,4	1,9	-0,4	0,4	1,2	2,7	1,1	3,2	-1,0	2,4	2,7	1,3	0,4	
2018 T4	1,5	1,9	-0,1	0,3	1,2	3,3	1,4	3,8	-0,1	1,9	2,2	1,4	0,4	
2019 T1	1,6	1,9	0,2	1,2	1,5	3,1	1,4	4,1	0,0	1,6	1,9	1,4	0,5	
T2	0,9	1,2	-0,6	-1,9	0,6	1,5	0,9	3,5	-0,4	1,1	1,3	1,0	0,1	
T3	0,7	1,1	-1,1	-1,3	0,5	0,8	0,5	3,1	-0,2	1,8	1,1	1,0	0,3	
Heures travaillées par personne employée														
<i>variations annuelles en pourcentage</i>														
2016	0,1	0,3	-0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	0,0	0,4	0,7	0,1	0,0	0,0	
2017	-0,5	-0,3	-0,5	-0,6	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,5	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	
2018	-0,1	0,1	-0,2	0,8	-0,2	0,2	-0,3	-0,3	-0,3	0,6	-0,1	0,0	-0,2	
2018 T4	0,1	0,3	-0,1	0,7	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,3	0,1	0,3	0,1	0,2	
2019 T1	0,2	0,3	0,1	1,1	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	-0,5	0,1	0,1	-0,1	
T2	-0,3	-0,2	-0,3	0,0	-0,4	0,0	-0,3	-0,5	0,0	0,2	0,0	-0,3	-0,8	
T3	-0,3	-0,2	-0,4	-0,2	-0,3	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1	1,7	-0,1	-0,2	-0,8	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Popu- lation active, millions ¹⁾	Sous- emploi, % de la popu- lation active ¹⁾	Chômage											Taux de vacance d'em- ploi ²⁾		
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ¹⁾	Par âge			Par sexe							
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes	Jeunes	Hommes	Femmes							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
% du total en 2016			100,0		81,7		18,3		52,2		47,8					
2016	162,028	4,3	16,259	10,0	5,0	13,294	9,0	2,964	20,9	8,484	9,7	7,775	10,4	1,7		
2017	162,659	4,1	14,761	9,1	4,4	12,093	8,1	2,668	18,8	7,637	8,7	7,124	9,5	1,9		
2018	163,305	3,8	13,393	8,2	3,8	10,965	7,4	2,429	17,0	6,900	7,9	6,493	8,6	2,1		
2018 T4	163,707	3,7	12,956	7,9	3,6	10,590	7,1	2,366	16,4	6,642	7,6	6,314	8,3	2,3		
2019 T1	163,284	3,6	12,678	7,7	3,5	10,362	6,9	2,315	16,1	6,471	7,4	6,206	8,2	2,3		
T2	163,765	3,6	12,419	7,6	3,3	10,158	6,8	2,260	15,7	6,381	7,3	6,038	7,9	2,3		
T3	.	.	12,366	7,6	.	10,106	6,8	2,260	15,7	6,346	7,2	6,020	7,9	2,2		
2019 Mai	–	–	12,412	7,6	–	10,143	6,8	2,269	15,7	6,388	7,3	6,025	7,9	–		
Juin	–	–	12,361	7,5	–	10,117	6,8	2,243	15,6	6,350	7,2	6,011	7,9	–		
Juillet	–	–	12,404	7,6	–	10,134	6,8	2,270	15,8	6,357	7,2	6,047	8,0	–		
Août	–	–	12,330	7,5	–	10,086	6,8	2,244	15,6	6,332	7,2	5,998	7,9	–		
Septembre	–	–	12,365	7,6	–	10,098	6,8	2,267	15,7	6,350	7,2	6,016	7,9	–		
Octobre	–	–	12,334	7,5	–	10,073	6,7	2,261	15,6	6,298	7,2	6,036	7,9	–		

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	7	8	9	10	11	12	13	
% du total en 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	
variations annuelles en pourcentage													
2016	1,6	1,8	1,8	2,0	1,8	0,5	3,0	0,7	1,7	1,0	2,3	1,1	7,1
2017	2,9	3,2	3,4	3,8	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	0,8	5,7
2018	0,9	1,2	0,6	1,8	1,3	-1,5	2,1	2,7	1,6	1,3	1,9	0,5	0,9
2018 T4	-1,9	-1,7	-2,1	-2,0	-0,4	-3,7	1,9	-1,0	1,6	1,4	1,8	1,6	-9,0
2019 T1	-0,5	-0,2	-0,6	-0,6	1,3	-2,7	4,7	-3,2	2,5	1,0	3,5	2,8	-3,1
T2	-1,3	-1,4	-2,3	-2,7	2,1	-0,1	2,2	-3,5	2,1	1,1	3,0	0,5	-0,7
T3	-2,1	-2,2	-3,4	-2,5	0,3	-2,4	0,9	-4,8	2,6	0,9	4,1	1,3	0,6
2019 Mai	-0,8	-0,8	-2,4	-1,8	3,0	0,4	1,5	-5,1	1,3	-0,3	2,5	-1,0	-2,1
Juin	-2,4	-2,5	-3,4	-4,0	1,4	-0,9	1,5	-3,6	2,8	1,2	4,5	0,9	1,1
Juillet	-2,1	-2,2	-2,9	-3,2	0,7	-1,3	1,6	-4,5	2,4	1,0	3,6	1,2	-3,8
Août	-2,8	-2,7	-3,3	-3,2	-1,1	-3,3	0,8	-5,6	2,8	1,2	4,2	1,9	-6,1
Septembre	-1,7	-1,7	-3,9	-1,4	1,2	-2,6	-0,7	-4,4	2,7	0,6	4,7	0,7	14,8
Octobre	.	.	.	.	.	.	.	1,4	0,3	2,3	1,4	9,8	.
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)													
2019 Mai	0,8	0,8	-0,3	0,9	2,0	0,4	-0,5	-2,0	-0,3	-0,7	0,0	-1,4	0,2
Juin	-1,4	-1,4	-1,2	-3,8	-1,3	-0,8	0,7	0,5	1,0	1,0	1,1	1,5	2,5
Juillet	-0,5	-0,5	-0,3	2,3	-1,4	-0,2	-0,5	-1,7	-0,5	-0,5	-0,4	-0,1	-1,8
Août	0,4	0,4	0,1	1,1	0,4	-0,2	-0,8	0,7	0,6	0,6	0,7	0,2	13,3
Septembre	0,1	0,3	-0,9	0,6	0,6	-0,8	0,7	0,2	-0,2	-0,8	0,1	-0,3	-17,2
Octobre	.	.	.	.	.	.	.	-0,6	0,3	-1,1	0,6	3,8	.

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

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)								Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier		Indicateur de confiance des consommateurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du commerce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière	Production dans le secteur manufacturier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production
		Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	99,2	-5,3	80,7	-11,7	-15,0	-8,7	7,2	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2016	104,1	-1,8	81,7	-8,1	-16,4	0,6	11,3	88,9	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,1	5,5	83,2	-5,4	-4,2	2,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,2	6,6	83,8	-4,9	6,1	1,3	15,2	90,3	54,9	54,7	54,5	54,6
2018 T4	108,8	3,6	83,6	-6,4	7,9	-0,3	13,4	90,4	51,7	51,0	52,8	52,3
2019 T1	106,0	-0,5	83,2	-7,0	7,5	-1,0	11,6	90,7	49,1	49,0	52,4	51,5
T2	104,1	-4,3	82,4	-7,0	6,1	-0,7	11,6	90,5	47,7	48,5	53,1	51,8
T3	102,5	-7,4	81,6	-6,7	4,1	0,0	9,8	90,3	46,4	47,0	52,8	51,2
2019 Juin	103,3	-5,6	-	-7,2	7,6	0,1	11,0	-	47,6	48,5	53,6	52,2
Juillet	102,7	-7,3	82,0	-6,6	5,0	-0,7	10,6	90,5	46,5	46,9	53,2	51,5
Août	103,1	-5,8	-	-7,1	3,9	0,6	9,2	-	47,0	47,9	53,5	51,9
Septembre	101,7	-8,9	-	-6,5	3,4	0,2	9,5	-	45,7	46,1	51,6	50,1
Octobre	100,8	-9,5	81,2	-7,6	4,4	-0,9	9,0	90,2	45,9	46,6	52,2	50,6
Novembre	101,3	-9,2	-	-7,2	3,1	-0,2	9,3	-	46,9	47,4	51,9	50,6

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

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	Ménages							Sociétés non financières					
	Taux d'épargne (brut)	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Valeur nette ²⁾	Patrimoine immobilier	Participation aux bénéfices ³⁾	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette ⁴⁾	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Financement
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté) ¹⁾	Variations annuelles en pourcentage						En pourcentage de la valeur ajoutée nette	En pourcentage du PIB	Variations annuelles en pourcentage			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	12,3	94,0	2,0	2,0	5,4	3,4	2,8	35,0	7,4	79,7	4,2	5,6	2,5
2017	12,1	93,8	1,4	2,2	5,4	4,4	4,4	34,4	7,1	77,2	4,5	7,7	2,9
2018	12,3	93,6	1,8	2,0	6,9	2,6	4,6	33,8	5,9	76,6	2,3	5,5	1,6
2018 T3	12,2	93,6	1,3	2,0	7,5	3,5	4,5	33,9	6,4	77,3	3,3	7,1	2,1
T4	12,3	93,6	1,6	2,0	8,7	2,6	4,6	33,8	5,9	76,6	2,3	20,9	1,6
2019 T1	12,6	93,3	2,0	2,2	7,7	3,9	4,4	33,7	6,1	76,7	2,2	7,4	1,7
T2	12,9	93,5	2,1	2,4	4,4	4,3	4,2	33,4	5,9	77,1	1,6	16,1	1,4

Sources : BCE et Eurostat.

1) Fondé sur les sommes cumulées sur quatre trimestres de l'épargne, de la dette 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) Défini comme étant les prêts consolidés et les engagements en titres de créance.

3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital ¹⁾		
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires			
		Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	T4	1 058,5	977,4	81,2	599,3	527,1	234,6	210,4	195,2	166,4	29,4	73,4	22,0	64,4
2019	T1	1 065,8	974,4	91,4	604,7	520,5	235,6	210,0	196,7	175,5	28,8	68,3	10,7	14,9
	T2	1 061,1	990,5	70,7	600,2	519,3	241,1	233,2	193,2	175,0	26,6	63,0	8,7	24,0
	T3	1 057,6	979,9	77,7	603,0	519,7	240,7	221,8	188,6	172,7	25,3	65,7	9,1	6,9
2019	Avril	352,9	330,8	22,1	199,3	173,5	80,1	77,8	64,6	58,9	8,9	20,6	2,4	7,8
	Mai	355,2	329,1	26,1	200,6	172,8	80,1	76,9	65,4	59,5	9,1	20,0	3,0	8,0
	Juin	353,0	330,6	22,5	200,3	173,1	80,8	78,5	63,2	56,6	8,7	22,4	3,4	8,2
	Juillet	353,2	332,2	21,0	200,3	172,2	79,7	77,7	64,1	59,5	9,0	22,7	3,5	2,4
	Août	352,1	323,5	28,5	200,3	171,9	81,1	74,5	62,3	55,0	8,4	22,1	3,1	1,9
	Septembre	352,3	324,2	28,2	202,4	175,6	80,0	69,5	62,1	58,2	7,8	20,9	2,5	2,6
2019	Septembre	4 243,0	3 922,1	320,9	2 407,2	2 086,7	952,1	875,4	773,6	689,5	110,1	270,5	50,6	110,2
2019	Septembre	35,9	33,2	2,7	20,4	17,7	8,1	7,4	6,5	5,8	0,9	2,3	0,4	0,9

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

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

(données cvs, sauf indication contraire)

	Total (données brutes)		Exportations (FAB)						Importations (CAF)					
	Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés	Total			Pour mémoire :				
			Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation		Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2018	T4	4,0	8,3	579,6	278,2	123,2	168,3	485,1	538,1	310,3	89,4	131,0	382,0	66,1
2019	T1	3,6	5,4	586,1	283,3	121,0	172,3	492,8	533,1	307,1	86,1	133,2	382,6	64,2
	T2	2,2	2,4	582,4	276,0	119,8	175,8	486,4	530,5	302,6	84,9	134,3	380,6	65,6
	T3	3,0	0,2	583,6				486,9	528,4				384,2	
2019	Avril	5,4	6,7	193,1	92,3	39,4	58,1	160,0	177,5	101,4	28,3	45,0	127,1	21,8
	Mai	7,0	5,2	195,4	91,7	40,7	59,0	163,3	176,8	101,9	28,6	44,2	125,3	22,5
	Juin	-5,3	-4,2	193,8	92,0	39,6	58,6	163,1	176,2	99,3	28,1	45,1	128,2	21,3
	Juillet	6,0	2,6	193,7	92,8	38,8	58,3	162,0	176,6	100,8	28,8	44,5	128,6	20,3
	Août	-2,7	-4,2	194,3	93,0	38,7	58,8	162,8	174,6	98,2	28,5	44,7	127,7	20,2
	Septembre	5,2	2,1	195,6				162,0	177,2				128,0	
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2018	T4	0,2	2,2	107,6	110,1	109,9	103,7	107,6	109,9	109,0	112,7	110,9	111,7	98,2
2019	T1	-0,3	1,7	108,0	111,7	107,4	104,9	108,0	110,1	110,4	108,6	112,2	111,4	105,2
	T2	-1,4	-0,2	106,5	108,4	105,6	105,4	106,2	109,0	107,6	108,3	112,9	111,1	97,3
	T3													
2019	Mars	-1,1	0,9	108,2	111,9	106,1	106,3	108,0	110,2	109,9	106,9	114,4	111,8	103,9
	Avril	0,9	2,3	105,9	108,5	103,6	105,3	104,7	109,2	108,1	106,7	113,6	111,3	96,6
	Mai	3,2	1,6	107,0	107,8	108,3	105,8	106,9	108,8	107,9	110,1	111,9	110,0	97,1
	Juin	-7,8	-4,6	106,7	109,1	105,1	105,1	107,0	109,1	106,8	108,1	113,2	112,1	98,1
	Juillet	3,7	3,0	106,4	109,4	102,8	104,9	106,1	109,8	109,5	110,5	111,4	112,4	94,9
	Août	-4,7	-3,9	106,4	109,5	101,9	105,3	106,0	107,9	107,9	103,6	110,2	109,3	98,9

Sources: BCE et Eurostat.

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

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

4 Prix et coûts

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total				Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) ²⁾						Pour mémoire : prix administrés							
	Indice : 2015 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Energie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés					
		1	2			3	4	5	6	7	8	9	10	11				
% du total en 2019		100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	86,7	13,3				
2016	100,2	0,2	0,8	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3				
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0				
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	-	1,7	2,2				
2018 T4	104,3	1,9	1,0	2,3	1,5	0,3	0,3	0,3	0,1	1,6	0,2	1,8	2,8					
2019 T1	103,5	1,4	1,0	1,5	1,4	0,0	0,6	0,2	0,1	-2,4	0,3	1,3	2,4					
T2	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,5	0,6	-0,2	0,1	1,6	0,6	1,3	2,1					
T3	105,1	1,0	0,9	0,7	1,3	0,2	0,5	1,3	0,1	-1,5	0,4	0,9	1,4					
2019 Juin	105,4	1,3	1,1	1,0	1,6	0,1	0,1	0,4	0,0	-1,2	0,4	1,1	2,2					
Juillet	104,9	1,0	0,9	0,9	1,2	0,0	0,2	0,5	0,1	-0,6	0,1	1,0	1,3					
Août	105,1	1,0	0,9	0,8	1,3	0,1	0,1	0,8	0,0	-0,6	0,1	0,9	1,5					
Septembre	105,3	0,8	1,0	0,3	1,5	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,1	0,7	1,4					
Octobre	105,4	0,7	1,1	0,1	1,5	0,1	0,1	-0,3	0,0	0,4	0,1	0,7	1,0					
Novembre ³⁾	105,1	1,0	1,3	.	1,9	0,2	0,4	0,6	0,2	0,0	0,1	.	.					
Biens																		
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	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
14	15	16	17	18	19													
% du total en 2019	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,3	1,2
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4
2018 T4	2,0	1,9	2,0	2,4	0,2	8,4	1,2	1,1	1,5	-0,3	1,9	1,7
2019 T1	2,0	1,9	1,9	1,3	0,3	3,9	1,2	1,2	1,3	-0,6	1,7	1,5
T2	1,5	1,8	0,6	1,2	0,3	3,6	1,3	1,3	2,1	-1,2	2,0	1,5
T3	1,8	1,9	1,6	0,0	0,3	-0,7	1,5	1,5	2,2	-0,8	1,1	1,5
2019 Juin	1,6	1,9	0,7	0,6	0,3	1,7	1,5	1,4	2,2	-0,9	2,1	1,4
Juillet	1,9	2,0	1,7	0,4	0,4	0,5	1,5	1,5	2,1	-1,1	0,8	1,4
Août	2,1	1,9	2,5	0,1	0,3	-0,6	1,5	1,5	2,3	-0,8	0,9	1,7
Septembre	1,6	1,8	0,7	-0,3	0,2	-1,8	1,5	1,5	2,1	-0,6	1,5	1,6
Octobre	1,5	1,8	0,7	-0,7	0,3	-3,1	1,5	1,5	2,4	-0,4	1,5	1,6
Novembre ³⁾	2,0	2,1	1,8	.	0,4	-3,2

Sources: Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

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

4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production dans l'industrie hors construction ¹⁾										Construction ²⁾	Prix de l'immobilier résidentiel ³⁾	Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commercial ²⁾			
	Total (indice : 2015 = 100)	Total		Industrie hors construction et énergie					Énergie							
		Secteur manufac-turier	Total	Biens intermé-diaires	Biens d'équi-pement	Biens de consommation										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
% du total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9						
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,7	4,0	5,0			
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,3	4,8			
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,5	4,8	4,2			
2018 T4	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	2,4	4,7	3,0			
2019 T1	105,4	3,0	1,3	1,1	1,3	1,5	0,4	-0,1	1,0	7,7	2,5	4,1	4,4			
T2	104,8	1,6	1,0	0,9	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,0	2,2	4,1	6,5			
T3	104,2	-0,6	0,0	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,2	0,8	-4,3	.	.	.			
2019 Mai	105,0	1,6	1,2	1,0	0,8	1,6	1,0	0,9	0,9	3,0	—	—	—			
juin	104,4	0,7	0,3	0,8	0,2	1,5	1,2	1,2	0,9	-0,2	—	—	—			
juillet	104,5	0,1	0,4	0,6	-0,3	1,6	1,0	1,1	0,8	-2,0	—	—	—			
Août	104,0	-0,8	-0,2	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,3	0,8	-4,9	—	—	—			
Septembre	104,1	-1,2	-0,3	0,4	-0,7	1,5	1,2	1,4	0,8	-6,1	—	—	—			
Octobre	104,2	-1,9	-0,7	0,3	-1,0	1,4	1,5	1,8	0,8	-7,9	—	—	—			

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

1) Ventes domestiques uniquement.

2) Prix des intrants pour les immeubles résidentiels.

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

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie (en euros)						
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Demande intérieure				Exportations ¹⁾	Importations ¹⁾		Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾			
			Total	Consom-mation privée	Consom-mation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimen-taires	Non alimen-taires	Total	Alimen-taires	Non alimen-taires	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% du total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6		
2016	100,9	0,9	0,4	0,4	0,4	0,7	-1,3	-2,4	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3	
2017	101,8	1,0	1,3	1,3	1,4	1,6	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8	
2018	103,1	1,3	1,7	1,4	1,8	2,0	1,4	2,3	60,4	-0,7	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7	
2018 T4	103,8	1,5	2,0	1,7	1,9	2,3	1,8	2,9	59,5	2,1	0,4	3,6	2,3	0,4	4,4	
2019 T1	104,1	1,5	1,7	1,3	1,7	2,6	1,2	1,5	55,6	3,1	3,4	2,8	3,9	5,1	2,7	
T2	104,7	1,7	1,7	1,5	1,7	2,1	1,0	0,9	61,0	-1,8	-0,7	-2,8	-0,1	4,7	-4,9	
T3	105,0	1,7	1,2	1,3	1,7	1,5	0,1	-1,0	55,7	1,9	3,8	0,2	1,7	6,6	-3,1	
2019 Juin	—	—	—	—	—	—	—	—	56,0	-3,1	0,1	-5,8	-2,1	4,2	-8,4	
Juillet	—	—	—	—	—	—	—	—	57,1	2,7	3,7	1,8	2,9	7,4	-1,6	
Août	—	—	—	—	—	—	—	—	53,3	-1,2	0,5	-2,7	-1,3	3,1	-5,7	
Septembre	—	—	—	—	—	—	—	—	56,6	4,3	7,4	1,7	3,6	9,3	-2,0	
Octobre	—	—	—	—	—	—	—	—	53,7	1,3	5,7	-2,4	2,1	9,7	-5,4	
Novembre	—	—	—	—	—	—	—	—	56,8	4,0	10,5	-1,6	6,6	17,4	-4,2	

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

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

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

4 Prix et coûts

4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)					Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Évolution des prix à la consommation sur les 12 derniers mois	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière	Commerce de détail	Services	Construction		Industrie manufacturière	Services	Industrie manufacturière	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,2	–	–	-3,6	32,0	56,7	56,3	–	49,7
2016	-0,4	2,3	4,4	-7,1	0,6	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,2	5,1	6,9	2,5	12,7	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,5	7,4	9,4	12,1	20,3	65,4	57,9	56,1	52,7
2018 T4	11,9	8,5	10,0	13,0	23,9	62,6	58,4	54,5	52,7
2019 T1	8,9	8,2	10,4	11,4	20,4	53,9	57,7	53,0	53,1
T2	4,6	7,2	9,1	6,1	19,7	50,6	57,1	51,2	52,3
T3	1,7	6,6	8,3	4,5	17,9	46,4	56,5	48,9	52,0
2019 Juin	3,2	5,5	9,0	3,9	21,0	48,0	56,2	50,6	52,3
Juillet	1,4	6,8	8,5	4,0	18,7	46,3	56,7	48,8	52,3
Août	2,3	6,1	8,8	4,4	18,1	46,7	56,8	49,4	52,1
Septembre	1,4	7,0	7,6	5,0	17,0	46,3	55,9	48,6	51,7
Octobre	1,1	6,5	7,9	4,8	16,0	43,7	57,3	48,7	52,1
Novembre	0,7	6,3	7,4	5,3	14,0	43,9	56,8	48,3	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 : 2016 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Économie marchande	Principalement économie non marchande	
% du total en 2018	1	2	3	4	5	6	7
2016	100,0	1,3	1,4	1,0	1,1	1,6	1,4
2017	101,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,5
2018	104,0	2,2	2,1	2,3	2,3	1,9	2,0
2018 T4	110,5	2,2	2,2	2,0	2,1	2,3	2,1
2019 T1	99,6	2,5	2,7	2,0	2,6	2,5	2,3
T1	110,5	2,7	2,7	2,9	2,7	3,0	2,0
T3	.	.	.	.	.	.	2,6

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

4 Prix et coûts

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

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

	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Par activité économique										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	Administration 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													
2016	105,4	0,7	1,9	-0,8	0,1	1,1	-0,7	2,3	4,5	0,9	1,1	2,3	
2017	106,2	0,7	-0,1	-0,6	1,0	0,3	0,0	-1,3	3,2	1,9	1,4	1,0	
2018	108,2	1,8	0,7	1,7	1,0	1,7	1,6	-0,5	3,3	2,2	2,3	2,5	
2018 T4	109,0	2,5	1,8	3,8	1,2	2,3	2,2	0,4	5,0	2,2	2,5	3,0	
2019 T1	109,4	2,3	2,7	3,8	0,8	2,1	1,3	-0,4	5,1	2,0	2,4	1,9	
T2	110,1	2,2	1,3	3,4	1,2	2,0	0,5	-0,7	3,3	2,1	2,6	2,6	
T3	110,7	1,9	0,1	4,3	0,4	1,4	0,3	-0,4	1,7	1,8	2,4	1,6	
Rémunération par tête													
2016	109,5	1,3	0,1	1,4	1,7	1,6	0,5	1,8	2,9	0,6	1,4	1,5	
2017	111,3	1,7	1,1	1,6	2,0	1,4	2,3	1,2	2,2	2,5	1,8	1,6	
2018	113,8	2,2	2,4	2,0	1,9	2,4	2,5	1,4	3,2	2,7	2,0	2,3	
2018 T4	114,9	2,3	1,9	1,8	1,7	2,4	2,1	1,4	4,6	3,0	2,1	2,9	
2019 T1	115,4	2,3	1,9	2,1	3,1	2,9	2,0	1,0	4,4	1,8	2,1	2,3	
T2	116,1	2,2	1,8	1,3	3,1	2,4	1,5	1,5	3,8	2,3	2,3	3,0	
T3	116,8	2,1	1,1	2,1	2,7	2,4	1,4	1,3	3,2	1,9	2,2	1,6	
Productivité par personne employée													
2016	103,9	0,6	-1,8	2,2	1,6	0,5	1,2	-0,5	-1,5	-0,2	0,3	-0,8	
2017	104,8	0,9	1,2	2,2	0,9	1,1	2,3	2,6	-1,0	0,6	0,5	0,6	
2018	105,2	0,4	1,6	0,3	0,9	0,7	0,9	1,9	-0,2	0,5	-0,3	-0,2	
2018 T4	105,3	-0,2	0,0	-1,9	0,5	0,2	-0,1	0,9	-0,4	0,9	-0,4	-0,1	
2019 T1	105,4	0,0	-0,7	-1,6	2,4	0,8	0,7	1,4	-0,6	-0,1	-0,3	0,4	
T2	105,4	0,0	0,6	-2,1	1,9	0,4	1,0	2,2	0,6	0,3	-0,2	0,4	
T3	105,5	0,2	0,9	-2,1	2,2	1,0	1,1	1,7	1,4	0,1	-0,2	0,0	
Rémunération par heure travaillée													
2016	111,2	1,0	-0,6	1,2	1,8	0,9	0,5	1,4	2,5	0,2	1,4	1,5	
2017	113,3	2,0	1,3	1,8	2,0	1,8	2,4	1,8	2,1	2,4	2,4	2,1	
2018	115,8	2,1	1,9	2,1	1,4	2,5	2,6	1,7	2,4	2,7	1,9	2,2	
2018 T4	116,2	2,0	1,4	1,8	1,2	2,0	1,9	1,1	4,3	2,8	1,9	2,4	
2019 T1	116,8	2,0	0,1	1,9	2,4	2,3	1,8	0,9	4,5	1,8	1,9	2,4	
T2	117,6	2,4	2,9	1,6	3,1	2,4	2,0	1,5	3,6	2,3	2,6	3,9	
T3	118,3	2,3	1,7	2,4	2,9	2,5	1,4	1,5	1,6	1,9	2,4	2,5	
Productivité horaire du travail													
2016	105,7	0,5	-2,1	2,0	1,4	0,3	1,2	-0,9	-2,2	-0,4	0,3	-0,8	
2017	107,2	1,4	1,8	2,5	1,1	1,7	2,5	3,1	-0,8	0,9	1,1	1,1	
2018	107,7	0,5	0,8	0,5	0,7	1,0	1,1	2,1	-0,8	0,6	-0,3	0,0	
2018 T4	107,3	-0,4	-0,6	-1,8	0,3	0,1	-0,1	0,6	-0,5	0,6	-0,6	-0,2	
2019 T1	107,5	-0,2	-1,8	-1,8	1,8	0,6	0,7	1,2	-0,2	-0,2	-0,4	0,5	
T2	107,6	0,3	0,5	-1,7	1,9	0,7	1,5	2,2	0,4	0,2	0,1	1,3	
T3	107,7	0,5	1,1	-1,8	2,4	1,4	1,3	1,8	-0,3	0,2	0,0	0,8	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5 Monnaie et crédit

5.1 Agrégats monétaires¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Pensions		Parts de fonds d'investissement monétaires		Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans	
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois			7	8	9	10	11	12
Encours												
2016	1 076,0	6 082,7	7 158,7	1 329,1	2 221,6	3 550,7	10 709,5	69,3	522,6	87,9	679,9	11 389,4
2017	1 112,0	6 638,1	7 750,1	1 196,7	2 261,8	3 458,4	11 208,5	74,4	511,7	72,2	658,3	11 866,9
2018	1 163,3	7 119,0	8 282,3	1 125,2	2 299,0	3 424,1	11 706,5	74,3	523,2	71,5	669,0	12 375,4
2018 T4	1 163,3	7 119,0	8 282,3	1 125,2	2 299,0	3 424,1	11 706,5	74,3	523,2	71,5	669,0	12 375,4
2019 T1	1 179,2	7 277,1	8 456,3	1 114,8	2 318,1	3 432,8	11 889,1	74,2	509,3	39,5	623,1	12 512,2
T2	1 189,0	7 415,3	8 604,3	1 111,2	2 338,5	3 449,7	12 054,1	74,5	513,5	35,3	623,2	12 677,3
T3	1 204,0	7 605,1	8 809,2	1 110,1	2 354,7	3 464,8	12 274,0	74,5	534,8	19,7	629,1	12 903,0
2019 Mai	1 185,9	7 364,7	8 550,6	1 122,6	2 333,9	3 456,4	12 007,1	71,1	513,6	44,8	629,4	12 636,5
Juin	1 189,0	7 415,3	8 604,3	1 111,2	2 338,5	3 449,7	12 054,1	74,5	513,5	35,3	623,2	12 677,3
Juillet	1 193,7	7 486,4	8 680,1	1 104,5	2 344,3	3 448,9	12 129,0	75,7	523,5	37,6	636,9	12 765,8
Août	1 198,7	7 572,2	8 770,9	1 114,0	2 347,1	3 461,1	12 232,1	72,3	534,9	25,6	632,7	12 864,8
Septembre	1 204,0	7 605,1	8 809,2	1 110,1	2 354,7	3 464,8	12 274,0	74,5	534,8	19,7	629,1	12 903,0
Octobre ^(p)	1 209,4	7 673,9	8 883,3	1 094,2	2 357,0	3 451,2	12 334,5	79,6	518,0	27,7	625,4	12 959,9
Flux												
2016	38,5	539,6	578,0	-105,9	16,0	-90,0	488,1	-4,3	34,1	18,9	48,7	536,8
2017	36,0	592,6	628,6	-109,5	34,5	-74,9	553,7	6,5	-10,8	-18,9	-23,1	530,5
2018	50,3	465,3	515,6	-74,2	45,1	-29,1	486,5	-0,9	11,6	-4,5	6,2	492,7
2018 T4	13,1	112,4	125,5	-8,3	14,2	5,9	131,4	2,5	26,9	7,6	37,0	168,4
2019 T1	15,9	156,3	172,2	-12,7	19,6	6,8	179,0	-0,3	-20,8	-28,5	-49,5	129,5
T2	9,8	143,0	152,7	-4,4	20,3	15,8	168,6	0,4	4,5	-3,8	1,1	169,7
T3	15,1	180,8	195,8	-4,6	16,4	11,8	207,6	-0,6	20,0	-15,2	4,2	211,8
2019 Mai	3,4	56,4	59,8	-3,7	7,9	4,1	63,9	-2,4	-0,2	2,8	0,2	64,1
Juin	3,1	54,9	57,9	-10,6	4,7	-5,9	52,0	3,6	0,0	-7,5	-3,8	48,1
Juillet	4,7	68,0	72,7	-8,1	5,8	-2,3	70,4	1,1	8,8	1,2	11,1	81,5
Août	5,0	83,1	88,1	8,3	2,8	11,1	99,2	-3,7	11,3	-11,5	-3,8	95,4
Septembre	5,3	29,7	35,1	-4,8	7,8	3,1	38,1	2,0	-0,2	-5,0	-3,1	35,0
Octobre ^(p)	5,4	71,8	77,1	-14,1	3,0	-11,1	66,0	5,5	-16,8	9,3	-2,0	64,0
Taux de croissance												
2016	3,7	9,7	8,7	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,9	7,0	26,5	7,7	5,0
2017	3,3	9,8	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,5	-3,4	4,7
2018	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,3	-6,3	0,9	4,2
2018 T4	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,3	-6,3	0,9	4,2
2019 T1	5,9	7,7	7,5	-5,3	2,6	-0,1	5,2	2,4	-1,7	-43,0	-5,8	4,6
T2	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	-0,9	-43,9	-5,0	4,5
T3	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,1	1,2	5,9	3,0	6,1	-65,2	-1,1	5,6
2019 Mai	4,9	7,5	7,2	-3,7	3,0	0,7	5,2	-2,4	-0,3	-31,0	-3,6	4,7
Juin	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	-0,9	-43,9	-5,0	4,5
Juillet	4,9	8,3	7,8	-5,4	3,0	0,2	5,5	10,4	1,1	-38,1	-1,7	5,1
Août	4,8	9,0	8,4	-3,1	2,9	0,9	6,2	-1,1	4,9	-59,7	-2,4	5,7
Septembre	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,1	1,2	5,9	3,0	6,1	-65,2	-1,1	5,6
Octobre ^(p)	4,8	9,0	8,4	-4,3	3,0	0,6	6,1	10,1	1,4	-48,0	-2,4	5,6

Source : BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques ⁴⁾
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2016	2 093,8	1 632,5	293,3	159,9	8,0	6 057,4	3 403,3	645,6	2 006,2	2,3	964,3	200,8	386,6
2017	2 240,3	1 797,4	285,0	149,1	8,8	6 317,7	3 702,8	562,2	2 051,9	0,8	991,1	206,6	415,3
2018	2 335,5	1 902,9	277,2	147,8	7,6	6 645,0	4 035,9	517,6	2 090,1	1,4	998,5	203,1	435,4
2018 T4	2 335,5	1 902,9	277,2	147,8	7,6	6 645,0	4 035,9	517,6	2 090,1	1,4	998,5	203,1	435,4
2019 T1	2 380,3	1 956,0	270,1	148,1	6,1	6 752,9	4 126,3	514,9	2 110,4	1,4	978,0	213,0	460,0
T2	2 406,1	1 983,7	265,3	150,0	7,1	6 847,0	4 207,8	509,9	2 127,6	1,7	1 009,5	216,6	460,4
T3	2 450,3	2 030,7	262,2	151,4	5,9	6 965,1	4 318,3	504,6	2 141,3	1,0	1 042,3	221,3	465,4
2019 Mai	2 401,5	1 976,1	269,2	149,3	6,9	6 824,1	4 186,6	512,1	2 123,9	1,6	992,7	215,4	458,5
Juin	2 406,1	1 983,7	265,3	150,0	7,1	6 847,0	4 207,8	509,9	2 127,6	1,7	1 009,5	216,6	460,4
Juillet	2 429,0	2 008,1	264,1	150,4	6,4	6 894,2	4 250,7	508,8	2 132,9	1,8	1 009,3	220,7	457,8
Août	2 462,0	2 040,0	264,4	151,0	6,6	6 927,8	4 283,4	507,4	2 135,4	1,7	1 022,9	231,5	461,3
Septembre	2 450,3	2 030,7	262,2	151,4	5,9	6 965,1	4 318,3	504,6	2 141,3	1,0	1 042,3	221,3	465,4
Octobre ^(p)	2 471,9	2 052,8	260,2	150,9	7,9	6 994,7	4 349,3	500,5	2 143,3	1,7	1 047,5	223,1	467,4
Flux													
2016	131,9	157,0	-25,5	0,3	0,1	301,1	334,8	-46,3	13,6	-0,9	21,0	-28,3	19,6
2017	180,7	182,4	-1,9	-0,8	0,9	254,7	304,7	-82,1	33,6	-1,5	54,9	7,2	26,7
2018	92,8	105,0	-9,8	-1,1	-1,4	326,5	324,8	-45,0	46,1	0,5	0,8	-4,2	19,3
2018 T4	28,9	21,2	7,4	-0,2	0,4	95,1	87,2	-7,1	14,8	0,2	4,2	-8,2	0,8
2019 T1	47,4	54,8	-7,2	0,7	-0,9	106,7	89,7	-3,2	20,3	0,0	-24,6	9,3	24,1
T2	29,4	30,5	-4,4	2,2	1,1	94,1	82,1	-5,0	16,7	0,3	31,7	3,9	0,1
T3	40,5	43,3	-2,8	1,4	-1,3	117,2	109,8	-6,0	13,9	-0,6	25,5	4,2	4,6
2019 Mai	15,2	16,3	-1,3	0,4	-0,1	36,3	30,8	-1,3	6,9	0,0	2,9	3,3	0,3
Juin	7,3	9,3	-3,3	1,0	0,3	23,7	21,9	-1,8	3,5	0,1	18,5	1,5	1,7
Juillet	22,2	23,2	-0,4	0,2	-0,8	46,8	42,8	-1,4	5,3	0,1	-3,6	4,0	-2,7
Août	31,1	30,5	-0,1	0,6	0,1	33,4	32,6	-1,6	2,5	-0,1	11,8	10,6	3,6
Septembre	-12,8	-10,4	-2,3	0,5	-0,7	37,0	34,5	-2,9	6,1	-0,7	17,3	-10,4	3,7
Octobre ^(p)	24,6	24,5	-1,4	-0,5	2,1	29,7	30,1	-3,7	2,7	0,7	7,8	2,1	1,9
Taux de croissance													
2016	6,8	10,4	-8,0	0,2	0,8	5,2	10,9	-6,7	0,6	-28,4	2,2	-12,4	5,3
2017	8,6	11,2	-0,7	-0,5	11,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,1	5,8	3,6	6,9
2018	4,1	5,8	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,1	-2,0	4,6
2018 T4	4,1	5,8	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,1	-2,0	4,6
2019 T1	5,9	7,6	-2,3	0,2	-17,1	5,7	8,9	-5,6	2,9	-17,2	-2,2	0,5	10,4
T2	5,8	7,6	-4,6	2,3	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-0,9	-1,5	7,7
T3	6,3	8,0	-2,6	2,8	-11,8	6,3	9,3	-4,0	3,2	-10,1	3,7	4,3	6,8
2019 Mai	5,5	6,7	-0,8	1,4	8,8	5,9	8,9	-4,7	3,2	20,5	-0,5	0,0	8,7
Juin	5,8	7,6	-4,6	2,3	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-0,9	-1,5	7,7
Juillet	6,8	8,6	-2,5	2,4	-8,1	6,1	9,1	-4,5	3,1	13,9	0,0	1,8	6,9
Août	7,8	9,6	-2,0	2,4	3,2	6,2	9,2	-4,0	3,0	6,1	3,2	8,7	6,2
Septembre	6,3	8,0	-2,6	2,8	-11,8	6,3	9,3	-4,0	3,2	-10,1	3,7	4,3	6,8
Octobre ^(p)	7,2	9,1	-3,8	2,5	31,9	6,2	9,2	-4,1	3,1	30,9	4,3	6,8	6,3

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 reclasées 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 euro¹⁾

(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 ²⁾	Aux sociétés non financières ³⁾	Aux ménages ⁴⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension ³⁾	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Encours														
2016	4 382,4	1 083,1	3 286,0	12 879,6	10 708,6	10 980,9	4 310,3	5 449,8	835,8	112,8	1 385,8	785,2		
2017	4 617,2	1 032,3	3 571,0	13 114,1	10 870,5	11 165,0	4 323,5	5 600,2	838,0	108,7	1 440,4	803,2		
2018	4 675,5	1 006,3	3 657,8	13 415,1	11 122,7	11 478,4	4 405,9	5 742,1	847,9	126,8	1 517,4	774,9		
2018 T4	4 675,5	1 006,3	3 657,8	13 415,1	11 122,7	11 478,4	4 405,9	5 742,1	847,9	126,8	1 517,4	774,9		
2019 T1	4 661,4	1 001,5	3 648,5	13 526,5	11 201,0	11 553,1	4 426,5	5 787,7	856,1	130,7	1 526,8	798,7		
T2	4 639,5	1 000,7	3 627,1	13 639,5	11 290,7	11 665,4	4 462,5	5 825,8	870,3	132,1	1 546,3	802,5		
T3	4 696,4	999,8	3 685,0	13 774,2	11 394,4	11 762,8	4 488,5	5 876,3	883,5	146,2	1 569,5	810,2		
2019 Mai	4 634,5	1 004,1	3 618,7	13 595,3	11 261,6	11 625,4	4 462,2	5 806,8	867,7	124,9	1 533,6	800,1		
Juin	4 639,5	1 000,7	3 627,1	13 639,5	11 290,7	11 665,4	4 462,5	5 825,8	870,3	132,1	1 546,3	802,5		
Juillet	4 672,9	1 000,5	3 660,7	13 682,2	11 335,0	11 706,1	4 483,6	5 843,4	873,6	134,4	1 541,0	806,2		
Août	4 707,4	1 003,8	3 691,9	13 735,7	11 388,3	11 748,2	4 505,0	5 864,6	878,3	140,4	1 544,6	802,8		
Septembre	4 696,4	999,8	3 685,0	13 774,2	11 394,4	11 762,8	4 488,5	5 876,3	883,5	146,2	1 569,5	810,2		
Octobre ^(p)	4 665,5	1 001,8	3 652,1	13 801,7	11 423,2	11 786,2	4 503,2	5 895,0	886,2	138,9	1 562,7	815,8		
Flux														
2016	484,2	-34,4	518,5	318,8	234,5	258,2	81,7	121,0	43,0	-11,1	79,9	4,4		
2017	287,5	-43,7	330,6	363,3	274,2	315,8	84,9	173,2	19,7	-3,5	63,7	25,4		
2018	89,5	-28,4	117,9	375,6	307,8	380,0	124,0	166,4	-0,3	17,8	88,6	-20,7		
2018 T4	29,6	2,4	27,3	65,1	58,0	88,6	16,2	42,4	-4,1	3,5	11,2	-4,1		
2019 T1	-30,7	-5,5	-25,2	110,1	92,1	91,0	32,3	49,1	8,4	2,3	0,5	17,5		
T2	-49,2	-1,5	-48,0	123,6	105,7	126,0	50,7	38,8	17,8	-1,5	17,6	0,3		
T3	-1,5	-0,9	-0,6	128,6	102,2	104,7	27,1	52,1	9,2	13,9	20,2	6,2		
2019 Mai	-7,5	5,4	-13,1	34,5	25,9	34,5	19,7	6,4	1,4	-1,6	11,6	-3,0		
Juin	-22,4	-3,9	-18,4	46,2	39,0	48,9	8,4	18,7	7,6	4,4	9,9	-2,7		
Juillet	7,0	-0,3	7,2	39,7	44,3	41,9	22,3	17,8	2,0	2,2	-7,2	2,5		
Août	5,4	3,2	2,2	50,8	51,5	43,8	20,8	21,3	3,5	5,9	1,5	-2,3		
Septembre	-13,9	-3,8	-10,0	38,2	6,4	19,0	-16,0	13,0	3,6	5,7	25,8	6,0		
Octobre ^(p)	-17,1	2,2	-19,3	35,8	36,6	35,6	18,8	20,4	4,6	-7,2	-6,3	5,5		
Taux de croissance														
2016	12,4	-3,1	18,6	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-9,0	6,1	0,6		
2017	6,6	-4,1	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,4	-3,2	4,6	3,2		
2018	2,0	-2,8	3,3	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,4	6,2	-2,6		
2018 T4	2,0	-2,8	3,3	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,4	6,2	-2,6		
2019 T1	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,3	2,5	3,1	-1,0	14,7	4,1	1,8		
T2	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,9	3,2	1,3		
T3	-1,1	-0,6	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,6	14,4	3,3	2,5		
2019 Mai	0,6	-2,2	1,5	2,6	2,7	3,3	2,7	3,1	-0,3	1,7	3,0	0,4		
Juin	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,9	3,2	1,3		
Juillet	-0,5	-1,5	-0,3	2,9	3,2	3,6	3,3	3,2	2,6	7,2	1,4	1,8		
Août	-0,6	-0,4	-0,7	3,1	3,5	3,8	3,5	3,3	3,2	12,9	1,2	2,1		
Septembre	-1,1	-0,6	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,6	14,4	3,3	2,5		
Octobre ^(p)	-1,4	-0,1	-1,7	3,2	3,3	3,7	3,1	3,3	3,7	11,0	2,2	3,3		

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 reclasées 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 euro¹⁾

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

	Sociétés non financières ²⁾				Ménages ³⁾					
	Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consommation	Prêts au logement	Autres prêts
	Prêts corrigés ⁴⁾	1				2	3			
Encours										
2016	4 310,3	4 308,4	1 012,2	796,5	2 501,6	5 449,8	5 729,0	616,5	4 083,7	749,6
2017	4 323,5	4 358,8	986,2	821,2	2 516,2	5 600,2	5 866,6	654,9	4 216,3	729,0
2018	4 405,9	4 489,0	993,2	845,4	2 567,3	5 742,1	6 023,0	684,6	4 353,0	704,5
2018 T4	4 405,9	4 489,0	993,2	845,4	2 567,3	5 742,1	6 023,0	684,6	4 353,0	704,5
2019 T1	4 426,5	4 511,6	980,7	853,1	2 592,7	5 787,7	6 065,6	694,5	4 391,1	702,2
T2	4 462,5	4 554,2	977,6	867,2	2 617,7	5 825,8	6 113,9	705,4	4 422,2	698,1
T3	4 488,5	4 581,9	982,0	873,5	2 633,0	5 876,3	6 164,6	713,1	4 468,9	694,3
2019 Mai	4 462,2	4 544,2	981,2	865,3	2 615,7	5 806,8	6 098,5	700,7	4 408,9	697,3
Juin	4 462,5	4 554,2	977,6	867,2	2 617,7	5 825,8	6 113,9	705,4	4 422,2	698,1
Juillet	4 483,6	4 569,8	983,3	872,9	2 627,4	5 843,4	6 133,3	708,6	4 437,6	697,2
Août	4 505,0	4 591,9	995,8	876,3	2 632,9	5 864,6	6 150,7	711,7	4 456,5	696,5
Septembre	4 488,5	4 581,9	982,0	873,5	2 633,0	5 876,3	6 164,6	713,1	4 468,9	694,3
Octobre ^(p)	4 503,2	4 593,3	983,4	878,3	2 641,5	5 895,0	6 181,4	715,2	4 488,3	691,5
Flux										
2016	81,7	99,6	-14,3	43,4	52,6	121,0	113,8	24,2	105,2	-8,5
2017	84,9	134,8	0,6	39,1	45,2	173,2	164,9	45,1	134,0	-5,9
2018	124,0	174,7	18,7	33,9	71,5	166,4	187,6	40,2	136,1	-9,9
2018 T4	16,2	38,1	-1,4	8,3	9,4	42,4	49,7	8,9	38,0	-4,5
2019 T1	32,3	32,5	-10,9	10,3	32,9	49,1	49,2	10,8	39,1	-0,8
T2	50,7	54,1	0,8	17,1	32,8	38,8	49,9	12,1	28,8	-2,1
T3	27,1	33,5	3,7	6,2	17,2	52,1	55,6	8,5	46,3	-2,7
2019 Mai	19,7	17,1	-2,3	6,2	15,8	6,4	16,9	4,8	3,3	-1,7
Juin	8,4	16,6	-1,2	4,3	5,3	18,7	15,7	4,2	14,5	0,1
Juillet	22,3	17,5	5,2	5,9	11,2	17,8	19,8	3,5	15,1	-0,9
Août	20,8	24,4	12,0	3,2	5,7	21,3	17,9	3,2	18,5	-0,4
Septembre	-16,0	-8,4	-13,5	-2,8	0,3	13,0	18,0	1,8	12,6	-1,4
Octobre ^(p)	18,8	17,6	3,4	5,7	9,8	20,4	20,6	2,4	20,4	-2,3
Taux de croissance										
2016	1,9	2,3	-1,4	5,7	2,1	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017	2,0	3,2	0,1	5,0	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,0	1,9	4,2	2,9	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,4
2018 T4	2,9	4,0	1,9	4,2	2,9	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,4
2019 T1	2,5	3,7	-1,2	4,6	3,3	3,1	3,3	6,0	3,5	-1,5
T2	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,3	3,4	-1,1
T3	2,9	3,6	-0,8	5,0	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,4
2019 Mai	2,7	3,9	-1,6	5,5	3,5	3,1	3,3	6,1	3,4	-1,6
Juin	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,3	3,4	-1,1
Juillet	3,3	4,0	-0,4	5,7	3,9	3,2	3,4	6,2	3,5	-1,2
Août	3,5	4,2	0,6	5,8	3,8	3,3	3,4	6,1	3,5	-1,2
Septembre	2,9	3,6	-0,8	5,0	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,4
Octobre ^(p)	3,1	3,8	0,6	4,8	3,5	3,3	3,5	5,8	3,7	-1,7

Source: BCE.

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

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

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

4) Corrigés des 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 euro¹⁾

(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 ²⁾	Passif des IFM						Actif des IFM			
	Total	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro				Position extérieure nette	Autre			
		Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total	Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾	Prises en pension de contreparties centrales ³⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2016	306,5	6 957,3	2 088,6	71,0	2 148,4	2 649,3	1 127,6	263,5	205,9	121,6
2017	342,7	6 771,0	1 967,4	59,8	2 017,5	2 726,2	938,5	310,8	143,5	92,5
2018	379,3	6 819,0	1 940,5	56,1	2 099,3	2 723,1	1 029,8	453,4	187,0	194,9
2018 T4	379,3	6 819,0	1 940,5	56,1	2 099,3	2 723,1	1 029,8	453,4	187,0	194,9
2019 T1	370,0	6 906,3	1 937,1	55,9	2 145,8	2 767,6	1 180,5	420,2	199,0	212,3
T2	373,7	6 984,2	1 956,6	57,5	2 135,0	2 835,2	1 322,1	434,2	191,5	207,8
T3	388,0	7 100,2	1 947,3	57,2	2 162,2	2 933,6	1 478,5	442,2	184,2	198,1
2019 Mai	368,1	6 913,4	1 932,6	56,5	2 138,0	2 786,3	1 277,9	410,3	212,8	229,2
Juin	373,7	6 984,2	1 956,6	57,5	2 135,0	2 835,2	1 322,1	434,2	191,5	207,8
Juillet	374,5	7 018,2	1 931,1	57,7	2 150,5	2 878,9	1 404,1	399,4	206,5	224,1
Août	403,5	7 060,0	1 916,5	57,3	2 148,4	2 937,7	1 461,2	423,9	212,6	231,5
Septembre	388,0	7 100,2	1 947,3	57,2	2 162,2	2 933,6	1 478,5	442,2	184,2	198,1
Octobre ^(p)	380,6	7 057,4	1 947,8	55,0	2 131,1	2 923,5	1 490,2	440,4	221,4	236,2
Flux										
2016	21,6	-123,0	-71,3	-8,6	-118,5	75,4	-277,6	-90,0	12,8	-12,0
2017	39,0	-73,4	-83,5	-6,6	-71,1	87,8	-92,8	-61,9	-61,2	-28,5
2018	40,5	50,6	-37,9	-4,9	22,8	70,7	77,7	41,0	16,2	23,6
2018 T4	-22,2	23,7	-1,7	-0,8	11,2	15,0	34,4	40,8	9,7	11,9
2019 T1	-9,1	43,9	-10,4	-0,2	37,0	17,5	116,5	-31,5	2,7	5,5
T2	3,8	46,0	21,9	1,6	-0,1	22,6	109,7	35,4	-7,1	-4,5
T3	14,6	13,3	-15,2	-0,6	5,1	24,0	83,8	28,8	6,9	7,4
2019 Mai	1,0	6,3	-1,3	0,4	0,4	6,8	59,5	-15,1	-4,1	-2,9
Juin	5,7	42,7	25,3	1,0	8,0	8,4	23,7	49,0	-20,8	-21,4
Juillet	0,7	-5,2	-26,8	0,2	9,3	12,1	56,3	-25,9	14,9	16,3
Août	29,1	-20,5	-17,2	-0,4	-7,8	4,8	8,4	39,4	6,1	7,4
Septembre	-15,2	39,0	28,7	-0,4	3,6	7,0	19,2	15,3	-14,1	-16,3
Octobre ^(p)	-7,2	-12,6	2,0	-1,5	-22,4	9,3	34,1	-8,6	37,3	38,1
Taux de croissance										
2016	7,7	-1,7	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,8	0,8	-1,9	-8,1	1,1	2,7	-	-	8,1	7,7
2018 T4	11,8	0,8	-1,9	-8,1	1,1	2,7	-	-	8,1	7,7
2019 T1	8,9	1,3	-1,6	-6,4	2,8	2,6	-	-	17,8	21,2
T2	12,6	2,2	-0,4	-1,3	3,5	3,1	-	-	5,1	6,7
T3	-3,2	1,9	-0,3	0,1	2,5	2,9	-	-	6,9	11,0
2019 Mai	9,1	1,4	-1,6	-3,8	2,8	2,7	-	-	14,4	15,9
Juin	12,6	2,2	-0,4	-1,3	3,5	3,1	-	-	5,1	6,7
Juillet	5,8	2,0	-1,8	0,4	4,1	3,2	-	-	7,1	9,9
Août	5,7	1,7	-2,2	0,4	3,7	3,0	-	-	11,9	15,6
Septembre	-3,2	1,9	-0,3	0,1	2,5	2,9	-	-	6,9	11,0
Octobre ^(p)	-2,9	1,5	-0,1	-2,0	1,2	2,9	-	-	36,4	38,9

Source : BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

6 Évolutions budgétaires

6.1 Déficit/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	
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,2	-0,1	0,3
2016	-1,4	-1,7	0,0	0,2	0,1	0,7
2017	-0,9	-1,3	0,1	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,1	0,1	0,2	0,3	1,3
2018 T3	-0,4	.	.	.	.	1,5
T4	-0,5	.	.	.	.	1,3
2019 T1	-0,6	.	.	.	.	1,2
T2	-0,7	.	.	.	.	1,0

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		
2015	46,4	45,8	12,5	13,0	15,2	0,6	48,4	44,5	10,1	5,3	2,3	22,7	3,9		
2016	46,2	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,1	10,0	5,3	2,1	22,7	3,6		
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,4	9,9	5,3	1,9	22,5	3,8		
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7		
2018 T3	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,4	46,8	43,2	9,9	5,3	1,9	22,3	3,7		
T4	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7		
2019 T1	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7		
T2	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,4	47,1	43,4	9,9	5,3	1,8	22,5	3,7		

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

6.3 Ratio dette publique/PIB

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

	Total	Instrument financier			Détendeur		Durée initiale		Durée résiduelle			Devises		
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents	Créanciers non-résidents	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an et ≤ 5 ans	> 1 an	> 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2015	90,8	3,4	16,5	71,0	45,0	27,6	45,8	9,7	81,2	18,3	31,1	41,4	88,8	2,1
2016	90,0	3,3	15,7	71,0	47,5	30,8	42,5	9,4	80,6	17,9	29,8	42,3	87,9	2,1
2017	87,8	3,2	14,5	70,1	48,2	32,2	39,5	8,6	79,1	16,4	29,0	42,3	86,0	1,8
2018	85,9	3,1	13,8	69,0	48,0	32,4	37,8	8,0	77,8	16,1	28,3	41,4	84,5	1,4
2018 T3	87,1	3,2	13,9	70,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	85,9	3,1	13,8	69,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 T1	86,5	3,1	13,6	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T2	86,4	3,1	13,5	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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-jacents¹⁾

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Variation du ratio dette/PIB ²⁾	Déficit (+) /excédent (-) primaire	Ajustement dette-déficit									Écart croissance/taux d'intérêt	Pour mémoire : besoin de financement		
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers						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		
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,3	-0,8	1,2			
2016	-0,8	-0,7	0,2	0,1	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,3	1,6			
2017	-2,3	-1,0	-0,1	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-1,1	0,9			
2018	-1,9	-1,3	0,4	0,3	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	-0,9	0,8			
2018 T3	-2,2	-1,5	0,5	0,7	0,6	-0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-1,2	0,9			
T4	-1,9	-1,3	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,9	0,8			
2019 T1	-1,3	-1,2	0,7	0,6	0,6	-0,2	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,8	1,2			
T2	-0,9	-1,0	0,8	0,7	0,7	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,6	1,4			

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 publiques¹⁾

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

	Service de la dette dû dans l'année ²⁾					Durée résiduelle moyenne en années ³⁾	Rendements nominaux moyens ⁴⁾									
	Total	Principal		Intérêts			Total	Encours			Opérations					
		Echéances ≤ 3 mois	Echéances > 3 mois	Echéances ≤ 3 mois	Echéances > 3 mois			Total	Taux variable	Coupon zéro	Taux fixe		Émissions	Remboursements		
											Durées ≤ 1 an					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2			
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1			
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9			
2018 T3	12,7	11,1	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9			
T4	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9			
2019 T1	12,7	11,2	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0			
T2	12,9	11,4	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9			
2019 Mai	12,9	11,4	3,5	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0			
Juin	12,9	11,4	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9			
Juillet	13,0	11,5	4,1	1,5	0,4	7,5	2,3	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,0			
Août	12,9	11,4	4,2	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,1			
Septembre	13,1	11,6	3,9	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,0			
Octobre	12,8	11,3	3,4	1,5	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	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 1	Allemagne 2	Estonie 3	Irlande 4	Grèce 5	Espagne 6	France 7	Italie 8	Chypre 9	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2015	-2,4	0,9	0,1	-1,9	-5,6	-5,2	-3,6	-2,6	-1,0	
2016	-2,4	1,2	-0,5	-0,7	0,5	-4,3	-3,5	-2,4	0,1	
2017	-0,7	1,2	-0,8	-0,3	0,7	-3,0	-2,8	-2,4	1,7	
2018	-0,7	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,5	-2,2	-4,4	
2018 T3	-0,2	2,1	0,2	-0,5	0,8	-2,7	-2,5	-2,0	-4,2	
T4	-0,8	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,5	-2,2	-4,4	
2019 T1	-1,1	1,8	-0,7	0,1	0,3	-2,6	-3,0	-2,2	-3,9	
T2	-1,6	1,7	-0,6	0,7	0,5	-2,8	-3,3	-2,1	-3,7	
Dette des administrations publiques										
2015	105,2	72,1	10,0	76,7	175,9	99,3	95,6	135,3	107,5	
2016	104,9	69,2	10,2	73,9	178,5	99,2	98,0	134,8	103,4	
2017	101,8	65,3	9,3	67,8	176,2	98,6	98,4	134,1	93,9	
2018	100,0	61,9	8,4	63,6	181,2	97,6	98,4	134,8	100,6	
2018 T3	105,4	62,7	8,5	67,2	182,3	98,9	99,4	136,1	107,9	
T4	102,1	61,9	8,4	63,6	181,2	97,6	98,4	134,8	100,6	
2019 T1	105,3	61,7	8,0	65,4	182,1	98,9	99,7	136,6	103,2	
T2	104,7	61,2	9,3	63,9	180,2	98,9	99,6	138,0	107,2	
	Lettonie 10	Lituanie 11	Luxembourg 12	Malte 13	Pays-Bas 14	Autriche 15	Portugal 16	Slovénie 17	Slovaquie 18	Finlande 19
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2015	-1,4	-0,3	1,4	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,7	-2,4
2016	0,1	0,2	1,8	0,9	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,5	-1,7
2017	-0,5	0,5	1,4	3,4	1,3	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,7
2018	-0,7	0,6	2,7	1,9	1,5	0,2	-0,4	0,8	-1,1	-0,8
2018 T3	-0,4	0,5	2,2	3,4	2,0	0,1	-0,1	0,5	-0,7	-0,7
T4	-0,7	0,6	2,7	1,9	1,5	0,2	-0,4	0,8	-1,1	-0,8
2019 T1	-0,7	0,2	3,1	1,8	1,7	-0,1	-0,2	0,6	-1,0	-0,9
T2	-0,9	0,0	3,2	1,0	1,8	0,0	0,2	0,6	-1,0	-1,0
Dette des administrations publiques										
2015	36,7	42,7	22,0	57,8	64,6	84,9	131,2	82,6	51,9	63,0
2016	40,2	39,9	20,1	55,5	61,9	82,9	131,5	78,7	52,0	62,6
2017	38,6	39,3	22,3	50,3	56,9	78,3	126,0	74,1	51,3	60,9
2018	36,4	34,1	21,0	45,8	52,4	74,0	122,2	70,4	49,4	59,0
2018 T3	37,5	34,9	21,2	45,9	52,9	75,7	125,5	71,4	51,7	58,9
T4	36,4	34,1	21,0	45,8	52,4	74,0	122,2	70,4	49,1	59,0
2019 T1	37,7	34,0	20,8	46,4	50,9	72,7	123,7	68,1	49,0	58,7
T2	36,7	36,1	20,3	45,7	50,9	71,8	121,2	67,7	48,4	60,5

Source: Eurostat.

© Banque centrale européenne, 2019

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne
Téléphone +49 69 1344 0
Site internet www.ecb.europa.eu

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

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

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 11 décembre 2019.

Pour la terminologie spécifique, veuillez consulter le [glossaire de la BCE](#) (disponible uniquement en anglais).

ISSN 2363-3425 (PDF)
Numéro de catalogue UE QB-BP-19-008-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général