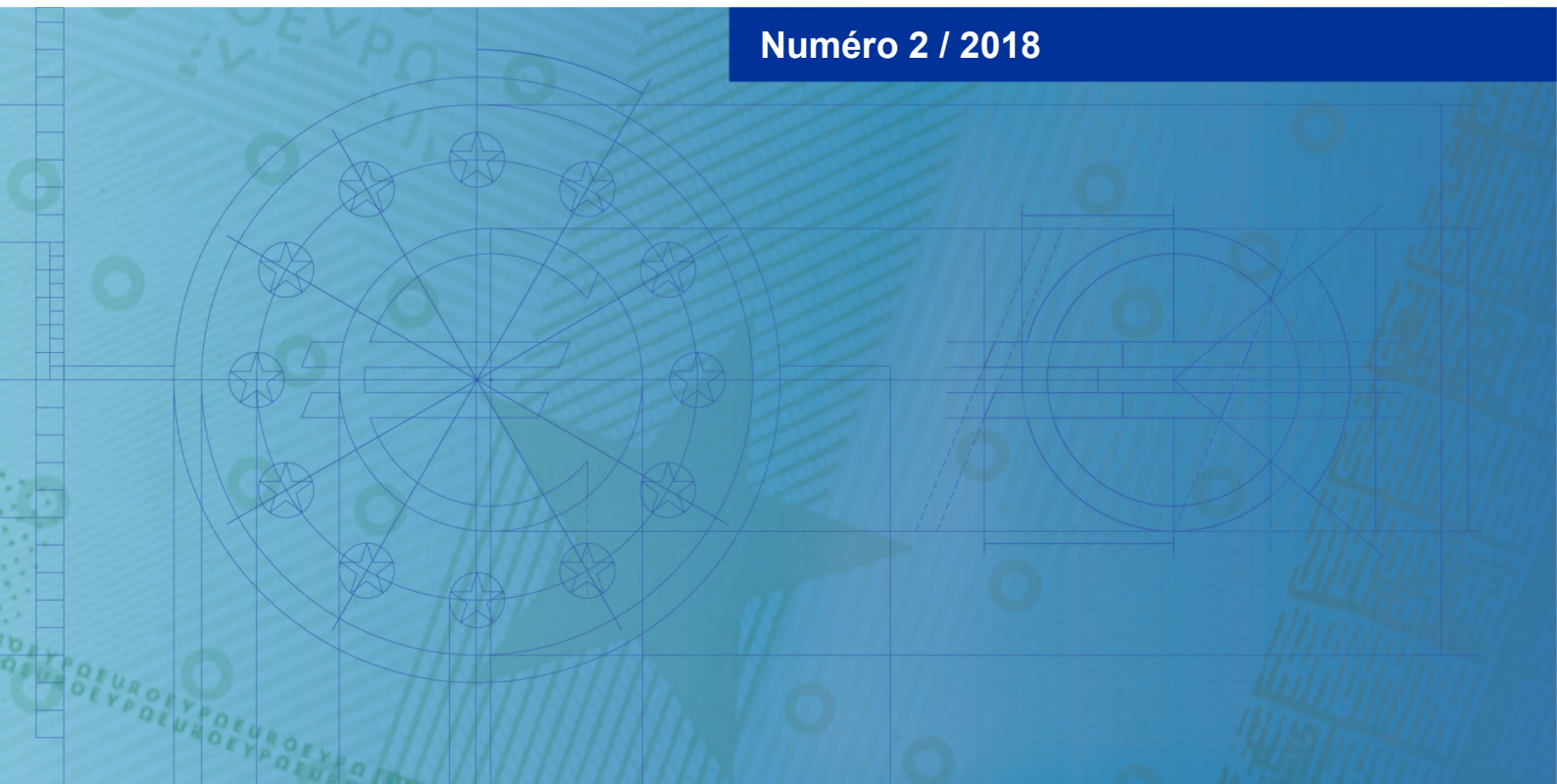




BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 2 / 2018



Sommaire

| | |
|--|-----------|
| Évolutions économiques et monétaires | 2 |
| Vue d'ensemble | 2 |
| 1 Environnement extérieur | 5 |
| 2 Évolutions financières | 12 |
| 3 Activité économique | 18 |
| 4 Prix et coûts | 26 |
| 5 Monnaie et crédit | 31 |
| 6 Évolutions budgétaires | 38 |
| Encadrés | 41 |
| 1 La hausse récente des prix du pétrole va-t-elle durer ? | 41 |
| 2 La liquidité des marchés de la dette souveraine de la zone euro depuis le début du PSPP | 46 |
| 3 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 1 ^{er} novembre 2017 au 30 janvier 2018 | 50 |
| 4 Évolutions récentes de l'emploi à temps partiel | 56 |
| 5 La fiabilité des estimations rapides préliminaires du PIB de la zone euro | 61 |
| 6 Le rôle de la saisonnalité et des valeurs aberrantes dans la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie | 65 |
| 7 L'orientation de la politique budgétaire au cours des précédentes périodes d'expansion | 70 |
| 8 Évaluation par la Commission européenne des déséquilibres macroéconomiques et des progrès en matière de réformes pour 2018 | 76 |
| Articles | 80 |
| 1 Les effets réels des contraintes de crédit | 80 |
| 2 L'impact économique du vieillissement de la population et des réformes des retraites | 95 |
| Statistiques | S1 |

Évolutions économiques et monétaires

Vue d'ensemble

Lors de sa réunion de politique monétaire du 8 mars 2018, le Conseil des gouverneurs a conclu qu'un degré élevé de relance monétaire demeurait indispensable pour continuer d'aviver les pressions inflationnistes sous-jacentes et soutenir l'inflation totale à moyen terme. Les informations devenues disponibles depuis la précédente réunion de politique monétaire en janvier, notamment les nouvelles projections établies par les services de la BCE, confirment la dynamique de croissance forte et généralisée de l'économie de la zone euro, dont l'expansion à court terme devrait être légèrement plus rapide qu'anticipé précédemment. Ces perspectives de croissance étayent la confiance du Conseil des gouverneurs en une convergence de l'inflation vers l'objectif de taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Dans le même temps, les mesures de l'inflation sous-jacente restent modérées et doivent encore montrer des signes convaincants de remontée durable. Le Conseil des gouverneurs continuera, dans ce contexte, de suivre les évolutions du taux de change et des conditions financières, en lien avec leurs éventuelles implications pour les perspectives de stabilité des prix à moyen terme. Le soutien monétaire continu nécessaire pour assurer un retour durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %, tient aux achats nets d'actifs en cours, au volume considérable de titres acquis et aux réinvestissements à venir, ainsi qu'aux indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*).

Évaluation économique et monétaire au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs du 8 mars 2018

L'expansion de l'économie mondiale s'est accélérée au second semestre 2017 et continue de favoriser les exportations de la zone euro. L'activité économique mondiale devrait rester vigoureuse dans les prochains mois, même si le rythme de la croissance va se ralentir progressivement. La croissance du commerce mondial devrait rester soutenue à court terme, tandis que l'inflation devrait lentement se renforcer en lien avec la diminution des capacités de production inutilisées à l'échelle internationale.

Dans le contexte de l'expansion économique en cours, les rendements des obligations souveraines de la zone euro ont augmenté depuis mi-décembre 2017. Toutefois, les écarts de rendement des obligations d'entreprise sont restés globalement stables et les écarts de rendement moyens des obligations souveraines par rapport au taux des *swaps* au jour le jour (OIS) ont légèrement diminué dans l'ensemble. Les cours boursiers ont baissé dans un contexte de volatilité accrue. Sur les marchés des changes, l'euro s'est apprécié en termes effectifs nominaux.

L'expansion économique dans la zone euro demeure soutenue et généralisée à l'ensemble des pays et des secteurs, le PIB en volume ayant enregistré une hausse de 0,6 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2017. La

consommation privée est confortée par la hausse de l'emploi, qui bénéficie également des réformes antérieures des marchés du travail, et par l'augmentation de la richesse des ménages. Le renforcement de l'investissement des entreprises s'est poursuivi sous l'effet de conditions de financement très favorables, de la hausse de leur rentabilité et d'une forte demande, tandis que l'investissement dans l'immobilier résidentiel a continué de s'améliorer au cours des derniers trimestres. De plus, la croissance mondiale généralisée favorise les exportations de la zone euro.

Cette évaluation se reflète également largement dans les projections macroéconomiques de mars 2018 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui tablent sur une expansion du PIB annuel en volume de 2,4 % en 2018, de 1,9 % en 2019 et de 1,7 % en 2020. Par rapport aux projections

macroéconomiques de décembre 2017 réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées à la hausse pour 2018 et restent inchangées au-delà. Les risques pesant sur les perspectives de croissance sont considérés comme globalement équilibrés. D'un côté, la dynamique conjoncturelle actuelle pourrait se traduire par une croissance plus soutenue à court terme. Mais, de l'autre, des risques à la baisse persistent, principalement associés à des facteurs mondiaux, notamment un regain du protectionnisme et les évolutions sur les marchés des changes et les autres marchés financiers.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est ralentie à 1,2 % en février, après 1,3 % en janvier. Cette évolution tient essentiellement à des effets de base négatifs ayant pesé sur la hausse des prix des produits alimentaires non transformés. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux annuels d'inflation devraient fluctuer autour de 1,5 % jusqu'à la fin de l'année. Les mesures de l'inflation sous-jacente restent modérées mais devraient augmenter progressivement à moyen terme, soutenues par les mesures de politique monétaire de la BCE, la poursuite de la croissance économique, la résorption correspondante de la sous-utilisation des capacités productives et l'accélération de la hausse des salaires.

Les projections macroéconomiques de mars 2018 établies par les services de la BCE pour la zone euro tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 1,4% en 2018, 1,4 % en 2019 et 1,7 % en 2020. Par comparaison avec les projections

macroéconomiques de décembre 2017 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de progression de l'IPCH ont été légèrement révisées à la baisse pour 2019 mais demeurent inchangées pour 2018 et 2020. Le ralentissement de la hausse de la composante énergie de l'IPCH en 2018 et 2019 devrait globalement contrebalancer un raffermissement de l'inflation sous-jacente, la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires passant de 1,1 % en 2018 à 1,5 % en 2019 et à 1,8 % en 2020.

Les dernières projections établies par les services de la BCE prévoient également une nouvelle diminution du déficit budgétaire de la zone euro sur

l'horizon de projection, principalement sous l'effet des conditions conjoncturelles favorables et de la baisse des paiements d'intérêts.

L'orientation budgétaire globale pour la zone euro devrait rester globalement neutre en moyenne entre 2018 et 2020. Le ratio dette publique/PIB de la zone euro continuera de diminuer, mais il demeurera élevé. L'expansion économique actuelle appelle une reconstitution des réserves budgétaires.

L'analyse monétaire a montré que l'expansion de la monnaie au sens large se maintient à un rythme vigoureux, avec un taux de croissance annuel de 4,6 % en janvier 2018, stable par rapport au mois précédent, traduisant l'incidence des mesures de politique monétaire de la BCE et le faible coût d'opportunité de la détention des dépôts les plus liquides. En conséquence, l'agrégat monétaire étroit M1 a continué d'apporter la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large. Dans le même temps, la reprise de la croissance des prêts accordés au secteur privé s'est accentuée. Les effets des mesures de politique monétaire ont continué de soutenir les conditions d'emprunt des entreprises et des ménages, l'accès au financement - en particulier pour les petites et moyennes entreprises - et les flux de crédits dans la zone euro.

Décisions de politique monétaire

Au terme de l'examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé la nécessité d'un degré élevé de soutien monétaire afin d'assurer un retour durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés et continue de prévoir qu'ils resteront à leurs niveaux actuels pendant une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs. En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé que les achats nets d'actifs, au rythme mensuel actuel de 30 milliards d'euros, devraient être réalisés jusqu'à fin septembre 2018, ou au-delà si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Le Conseil des gouverneurs a également réaffirmé que l'Eurosystème continuera de procéder au réinvestissement des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme* – APP) pendant une période prolongée après la fin de ses achats nets d'actifs et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire.

1 Environnement extérieur

L'économie mondiale a affiché une expansion encore plus rapide au second semestre 2017. L'activité économique mondiale devrait rester soutenue à l'avenir, mais le rythme de la croissance se ralentira progressivement. Les perspectives relatives aux économies avancées vont dans le sens d'une expansion robuste, renforcée par l'important programme de relance budgétaire aux États-Unis. S'agissant des économies de marché émergentes, les perspectives sont soutenues par le renforcement de l'activité dans les pays exportateurs de matières premières. Avec la diminution des capacités de production inutilisées à l'échelle internationale, la croissance du commerce mondial devrait rester dynamique à court terme, tandis que l'inflation devrait lentement se renforcer.

Activité économique et échanges commerciaux à l'échelle mondiale

Le rythme de l'expansion économique mondiale s'est renforcé au second semestre 2017. Dans l'ensemble, les données publiées au cours de cette période ont surpris favorablement tant dans les économies avancées que, dans une moindre mesure, dans les économies de marché émergentes (EME).

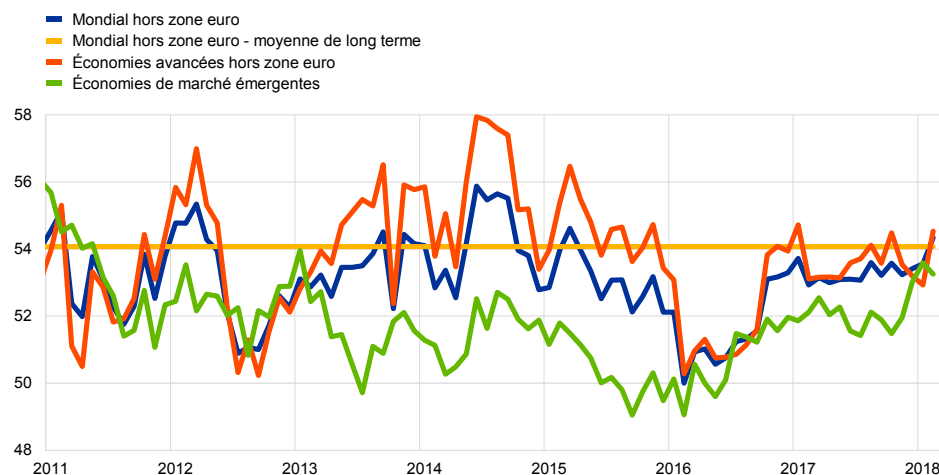
Les données relatives au PIB disponibles pour les différents pays indiquent la poursuite de l'expansion de l'activité économique mondiale au dernier trimestre 2017. En particulier, la croissance du PIB en volume des États-Unis s'est avérée résistante au second semestre 2017, éliminant l'impact des ouragans. L'activité économique au Japon est également restée dynamique, bénéficiant du soutien des politiques publiques, de la vigueur de la création d'emplois et du redressement de la demande extérieure. En revanche, la croissance du PIB en volume est restée relativement atone au Royaume-Uni en 2017, malgré un léger rebond au second semestre. Dans les EME, l'activité a été soutenue par la résistance de la croissance en Inde et en Chine, tandis que la reprise au Brésil et en Russie s'est poursuivie, mais à un rythme très progressif, après les récessions profondes enregistrées par ces pays.

Les indicateurs tirés d'enquêtes font état d'une croissance soutenue à court terme au niveau mondial. Au dernier trimestre 2017, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale hors zone euro s'est maintenu à un niveau similaire à celui du trimestre précédent (légèrement supérieur à celui du premier semestre et proche de la moyenne de long terme) et s'est légèrement amélioré en janvier et en février, suggérant la poursuite d'une expansion vigoureuse de l'activité mondiale en 2018 (cf. graphique 1).

Graphique 1

Indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale

(indice de diffusion)



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

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

Les conditions financières à l'échelle internationale demeurent favorables aux perspectives mondiales mais se sont durcies au cours des dernières semaines.

Après une période de sentiment économique dynamique et de fortes hausses des valorisations boursières, les marchés boursiers ont commencé à subir de fortes pertes début février, tandis que la volatilité augmentait. Les perturbations observées sur les marchés financiers sont restées concentrées sur les marchés boursiers, et la correction, bien qu'importante, a seulement effacé les gains réalisés depuis le début de l'année. Cependant, la volatilité des marchés est apparue dans le contexte d'une hausse régulière des rendements à long terme aux États-Unis au cours des trois mois écoulés, avec une nervosité accrue des investisseurs quant aux perspectives d'inflation et à un resserrement de la politique monétaire potentiellement plus rapide que prévu. La courbe des contrats à terme sur les fonds fédéraux américains s'est déplacée vers le haut au cours des dernières semaines, à la suite de la hausse du taux des fonds fédéraux en décembre dernier. Les marchés continuent d'anticiper un resserrement progressif et intègrent désormais dans les prix la prochaine hausse du taux directeur en mars 2018 et trois relèvements pour l'ensemble de l'année, conformément aux projections de décembre du Comité fédéral de l'*open market*. Les anticipations relatives aux taux d'intérêt se sont également déplacées vers le haut au Royaume-Uni, en raison de la tonalité agressive du Rapport sur l'inflation de la Banque d'Angleterre publié en février. En revanche, la Banque du Japon a conservé une orientation très accommodante, gardant les rendements à dix ans à un niveau proche de zéro, conformément à son programme de contrôle de la courbe des rendements. En Chine, la Banque populaire de Chine a cherché à réduire l'endettement du système financier et à contenir les risques pesant sur la stabilité financière en durcissant les conditions financières en 2017, relevant ses taux d'intérêt pour les opérations d'*open market* afin d'orienter à la hausse les taux interbancaires. Dans les autres EME, notamment

au Brésil et en Russie, les taux directeurs ont encore été abaissés en raison de l'atténuation des tensions inflationnistes.

S'agissant de l'avenir, la croissance de l'activité économique mondiale devrait rester solide avant de se modérer légèrement à moyen terme. Les perspectives relatives aux économies avancées vont dans le sens d'une expansion robuste, désormais renforcée par l'incidence budgétaire supplémentaire résultant de la réforme fiscale américaine et de l'accord du Congrès américain relatif à la hausse des dépenses publiques. Cependant, la croissance devrait ensuite se ralentir à mesure que la reprise économique s'installera dans certains pays et que les écarts de production deviendront plus positifs. Au sein des EME, les perspectives sont soutenues par le renforcement de l'activité des pays exportateurs de matières premières comme le Brésil et, dans une moindre mesure, la Russie. Dans le même temps, la croissance reste vigoureuse en Inde, tandis que l'activité continue de poursuivre sa tendance à un ralentissement progressif à long terme en Chine.

Le rythme de l'expansion mondiale devrait rester inférieur aux niveaux d'avant la crise, en ligne avec une croissance potentielle plus faible. Les estimations de la BCE semblent indiquer une diminution du potentiel de croissance dans la plupart des économies avancées et émergentes ces dernières années. Dans les économies avancées, toutes les composantes pèsent sur la croissance potentielle, bien que cela soit particulièrement vrai des contributions du travail et de la productivité globale des facteurs (PGF). Les contributions du capital restent également inférieures aux moyennes historiques, l'affaiblissement des anticipations des perspectives de croissance et la hausse de l'incertitude ayant reporté les décisions d'investissement. Les investissements se sont ralentis de la même façon dans les EME, notamment dans les pays exportateurs de matières premières mais également en Chine, en réponse à son processus de rééquilibrage et à sa politique de réduction de l'endettement. Cependant, la PGF est le principal facteur à l'origine du recul de la croissance potentielle au sein des EME. Dans l'ensemble, la croissance potentielle devrait rester globalement stable à moyen terme dans les économies avancées, en dépit d'une légère hausse aux États-Unis en 2019 et 2020, tandis qu'elle devrait continuer à fléchir dans les EME.

Aux États-Unis, l'activité devrait rester robuste grâce à la vigueur de la demande intérieure. L'expansion actuelle devrait se poursuivre à la faveur de la croissance solide de l'investissement et des dépenses de consommation, la situation tendue sur le marché du travail alimentant progressivement une croissance plus soutenue des salaires et les conditions financières encore favorables dopant le patrimoine. L'approbation de la législation sur la réforme fiscale en décembre dernier et l'accord de février sur la hausse des plafonds des dépenses publiques devraient encore stimuler la demande intérieure.

Au Royaume-Uni, la croissance du PIB en volume devrait rester modérée mais résistante. L'activité économique a modérément rebondi au second semestre 2017, après avoir sensiblement ralenti au premier semestre. Pour l'avenir, l'élan donné par le renforcement de la croissance des exportations nettes au cours des prochains trimestres et un léger rebond de l'investissement sous-tendront la résistance de la croissance du PIB en volume au Royaume-Uni.

Au Japon, l'expansion économique devrait connaître un ralentissement

progressif. L'activité économique devrait rester relativement robuste à court terme, bénéficiant de l'actuelle dynamique positive et de l'orientation accommodante de la politique monétaire. À plus long terme, cependant, la croissance devrait progressivement se ralentir. Hormis le recul du soutien de la politique budgétaire et le fléchissement rapide des capacités de production inutilisées, ce ralentissement reflète également une baisse de l'incidence positive des investissements d'infrastructure liés aux Jeux Olympiques de 2020.

En Chine, la croissance de l'activité se poursuit à un rythme soutenu, favorisée par la vigueur de la consommation et par un marché de l'immobilier résidentiel toujours robuste.

Les perspectives à court terme sont dominées par l'attention portée par les autorités à la stabilité de la croissance et à l'atténuation des risques financiers. À moyen terme, on suppose que les réformes structurelles se poursuivront et seront mises en œuvre progressivement, aboutissant à un ralentissement ordonné de la croissance.

L'activité économique des pays d'Europe centrale et orientale restera robuste, mais à un rythme plus modéré qu'en 2017.

En Europe centrale et orientale, l'activité économique a enregistré une forte croissance en 2017, grâce au rebond de l'investissement et à la vigueur de la consommation privée. Sur les prochains mois, elle devrait continuer de bénéficier de la vigueur de l'investissement, en lien avec l'absorption des fonds de l'UE, le dynamisme des dépenses de consommation et les améliorations des marchés du travail.

L'activité économique se renforce progressivement dans les grands pays exportateurs de matières premières.

En Russie, après la robuste croissance observée au premier semestre, les indicateurs avancés font état d'un fléchissement temporaire de l'activité économique au dernier trimestre 2017, en raison d'un recul de la production industrielle. À moyen terme, l'activité économique devrait connaître une expansion modérée, dans un contexte caractérisé par les défis budgétaires qui pèsent sur l'environnement des entreprises, par la faiblesse de la FBCF et par l'absence de réformes structurelles qui affaiblit le potentiel de croissance. L'activité du Brésil devrait poursuivre son redressement. Un regain de confiance, l'amélioration du marché du travail et la persistance de l'orientation accommodante de la politique monétaire devraient soutenir la consommation, dans un contexte de tensions inflationnistes demeurant contenues. L'incertitude politique au cours de cette année électorale et une inversion potentielle des conditions financières extérieures favorables constituent les principaux risques pesant sur l'amélioration des perspectives économiques de ce pays.

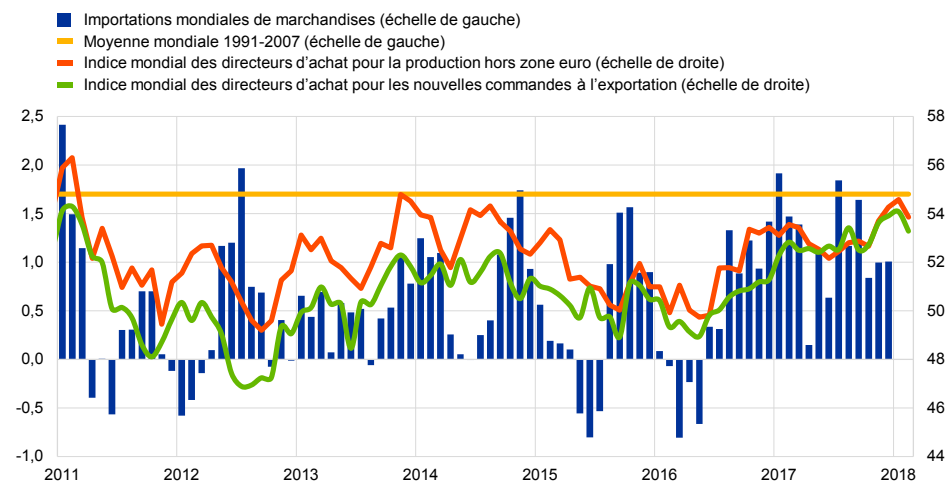
Les perspectives de croissance du commerce mondial devraient rester soutenues à court terme.

La dynamique de croissance des importations de marchandises au niveau mondial s'est légèrement ralentie en décembre, mais les données par pays et les indicateurs avancés disponibles font état d'une croissance robuste fin 2017-début 2018. Les importations de marchandises en volume ont augmenté de 1 % en décembre, en glissement trimestriel, après une hausse de 1,6 % au troisième trimestre (cf. graphique 2). Les échanges commerciaux se sont

nettement redressés aux États-Unis, tandis qu'ils se sont ralentis en Asie et en Europe centrale et orientale.

Graphique 2 Échanges internationaux de biens

(échelle de gauche : variations en pourcentage en rythme trimestriel ; échelle de droite : indice 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 février 2018 (indice mondial des directeurs d'achat pour la production et indice mondial des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes à l'exportation) et à décembre 2017 (échanges commerciaux).

À moyen terme, les projections relatives aux échanges commerciaux tablent sur une croissance des importations mondiales globalement en phase avec l'activité.

Cela corrobore les données attestant que les facteurs structurels à plus long terme qui avaient été à l'origine de l'expansion rapide des échanges mondiaux, notamment la libéralisation des échanges, la réduction des droits de douane et des coûts de transport, et l'expansion des chaînes de valeur mondiales, se sont affaiblis depuis la crise financière. L'incertitude relative à ces facteurs de long terme est manifestement élevée et, dans certains cas, les données sont rares. Mais, d'après les données disponibles, la projection d'une croissance des importations en phase avec celle de l'activité à moyen terme reste une référence raisonnable.

Globalement, la croissance mondiale devrait demeurer stable sur l'horizon de projection.

Selon les projections macroéconomiques de mars 2018 établies par les services de la BCE, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait passer de 3,8 % en 2017 à 4,1 % en 2018, avant de revenir à 3,9 % et 3,7 % en 2019 et 2020, respectivement. Cette trajectoire des projections reflète le ralentissement attendu de l'activité dans les économies avancées en général, et aux États-Unis en particulier, en partie contrebalancé par une légère amélioration de la dynamique dans les EME. La croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro devrait s'établir à 4,7 % en 2018, à 4,1 % en 2019 et à 3,6 % en 2020. Par comparaison avec les projections de décembre 2017, la croissance du PIB mondial a été révisée à la hausse pour 2017-2019, tandis que celle de la demande extérieure adressée à la zone euro a été revue à la hausse sur l'ensemble de l'horizon de projection, reflétant principalement dans ces deux cas l'incidence des nouvelles mesures de relance budgétaire aux États-Unis.

Bien qu’orientés à la hausse à court terme, les risques entourant les perspectives d’évolution de l’activité mondiale demeurent orientés à la baisse à moyen terme. Du côté des risques à la hausse, la généralisation de la reprise mondiale pourrait entraîner un renforcement de l’investissement et des échanges commerciaux à court terme, tandis que les mesures budgétaires américaines pourraient avoir une incidence plus forte qu’attendu actuellement sur l’activité. Toutefois, à moyen terme, ces facteurs devraient peser moins lourd que les risques à la baisse, tels qu’une augmentation du protectionnisme commercial, une correction soudaine sur les marchés financiers – qui entraînerait un durcissement des conditions financières mondiales – des perturbations associées au processus de réformes et de libéralisation de la Chine, et des incertitudes politiques et géopolitiques associées en particulier aux risques liés au Brexit.

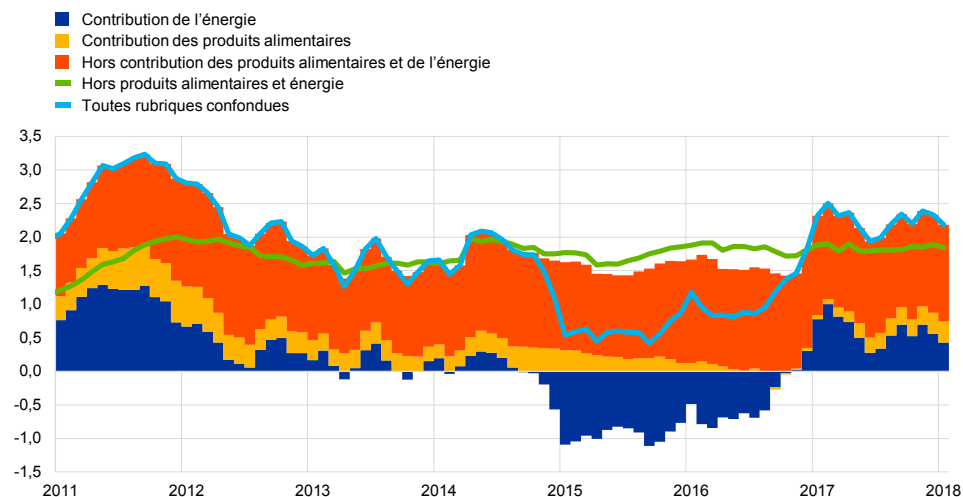
Évolutions des prix au niveau mondial

La hausse des prix à la consommation à l’échelle mondiale s’est légèrement ralentie récemment, tandis que les évolutions des salaires sont restées modérées. Après une légère accentuation en novembre, la hausse annuelle des prix à la consommation dans la zone OCDE s’est ralentie en décembre et en janvier, ressortant à 2,2 %. Cette évolution résulte d’une légère modération des hausses des prix de l’énergie, encore proches de 5 % toutefois, tandis que la hausse des prix des produits alimentaires est restée stable. Hors produits alimentaires et énergie, l’inflation annuelle a légèrement fléchi dans les pays de l’OCDE, revenant à 1,8 % (cf. graphique 3). S’agissant des salaires, la rémunération par tête est restée globalement inchangée à de très bas niveaux (en hausse de 1,5 % en glissement annuel), en dépit d’une nouvelle baisse du taux de chômage (revenu à moins de 6 %) dans les pays de l’OCDE au troisième trimestre. Seules les rémunérations horaires dans le secteur manufacturier affichent une remontée rapide, plus conforme aux tensions sur le marché du travail.

Graphique 3

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

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



Source : OCDE.

Note : La dernière observation se rapporte à janvier 2018.

Les prix du Brent ont légèrement diminué ces dernières semaines, revenant de 70 dollars le baril le 23 janvier à 66 dollars le 22 février. Cette baisse récente s'explique par un niveau record de la production américaine de pétrole brut, un niveau élevé de conformité à l'accord conclu par les pays de l'OPEP et les pays hors OPEP sur la réduction de l'offre et la fin des perturbations ayant affecté les oléoducs en décembre et en janvier – notamment le retour à pleine capacité de l'oléoduc de la mer du Nord. Les contrats à terme sur le pétrole laissent penser que les prix du pétrole baisseront au-dessous des niveaux actuels, pour s'établir à environ 65 dollars le baril en 2018 et 61 dollars le baril en 2019. Les prix des matières premières hors énergie sont en légère hausse ces dernières semaines, les prix des produits alimentaires ayant augmenté de 3,5 % et ceux des métaux de 1,6 %.

À plus long terme, l'inflation mondiale devrait lentement se renforcer. À court terme, l'inflation devrait augmenter à la suite du redressement récent des prix du pétrole. Par la suite, la lente diminution des capacités de production inutilisées à l'échelle mondiale devrait continuer de soutenir l'inflation sous-jacente. Toutefois, le regain d'inflation devrait être modéré par une contribution négative des prix de l'énergie à l'inflation, comme l'indique actuellement la courbe des contrats à terme sur le pétrole, qui anticipe une baisse des prix du pétrole à moyen terme.

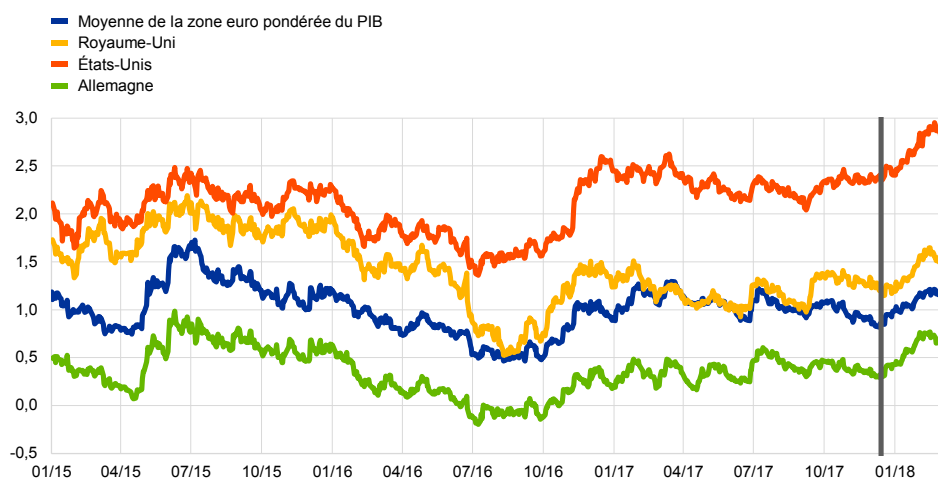
2 Évolutions financières

Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre 2017, les rendements des obligations souveraines de la zone euro ont augmenté, dans le contexte de l'expansion économique en cours. Les anticipations d'inflation étant restées globalement stables, les taux d'intérêt réels ont enregistré une hausse correspondante. Bien que les anticipations de bénéfices des entreprises se soient améliorées, les cours des actions ont baissé dans un contexte de volatilité accrue. Dans le même temps, les écarts de rendement des obligations d'entreprises sont demeurés globalement stables. Les écarts moyens entre les rendements des obligations souveraines et le taux de référence OIS (swaps de taux au jour le jour) ont légèrement diminué dans l'ensemble. Sur les marchés des changes, l'euro s'est apprécié en termes effectifs nominaux.

Les rendements des emprunts publics à long terme ont augmenté de part et d'autre de l'Atlantique depuis mi-décembre. Au cours de la période sous revue (du 14 décembre 2017 au 7 mars 2018), le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro s'est accru de 28 points de base pour s'établir à 1,13 % (cf. graphique 4). Aux États-Unis et au Royaume-Uni, les rendements des emprunts publics à long terme ont augmenté de 53 points de base et 33 points de base pour s'inscrire à 2,88 % et 1,50 %, respectivement. Le taux OIS à dix ans dans la zone euro a augmenté de 31 points de base pour ressortir à 0,90 %, principalement sous l'effet d'une hausse du taux d'intérêt réel à long terme. Dans l'ensemble, les évolutions des marchés obligataires de part et d'autre de l'Atlantique reflètent une amélioration des anticipations des marchés relatives à la croissance économique et à l'inflation, ainsi que des révisions des anticipations relatives à la réaction de politique monétaire associée.

Graphique 4
Rendements des obligations souveraines à dix ans

(en pourcentage annuel)



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (le 14 décembre 2017). La dernière observation se rapporte au 7 mars 2018.

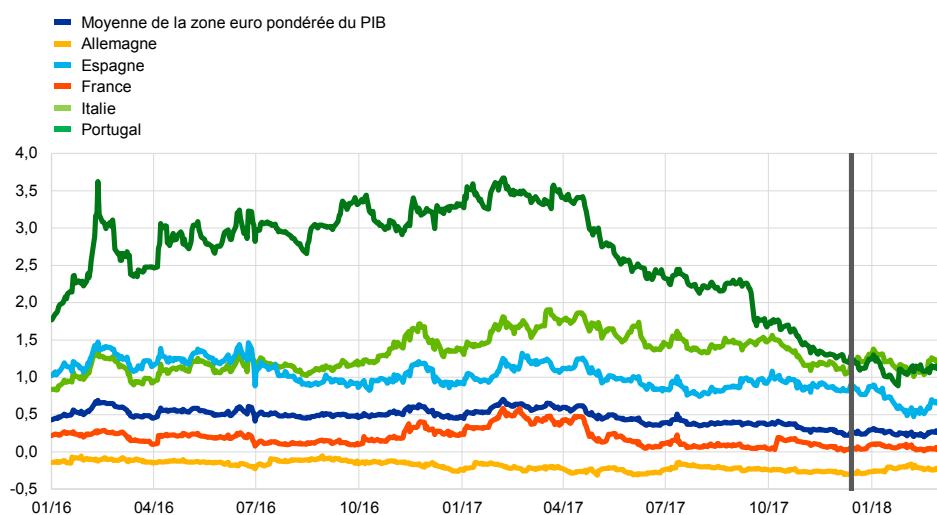
Les écarts entre les rendements des obligations souveraines et le taux OIS sans risque ont globalement diminué, reflétant les perspectives macroéconomiques favorables.

La baisse des écarts de rendement des obligations à dix ans est allée de 31 points de base pour l'Espagne et 22 points de base pour le Portugal à 4 points de base pour l'Italie (cf. graphique 5). En Italie, une baisse temporaire plus importante au cours de la période s'achevant en janvier s'est ensuite inversée au cours des semaines qui ont précédé les élections législatives en mars. En Allemagne, les rendements des emprunts publics à dix ans ont affiché une augmentation supérieure de 5 points de base au taux OIS, ce qui s'est traduit par un écart moins négatif, indiquant probablement, entre autres, une baisse de la prime de rareté.

Graphique 5

Écarts des rendements souverains vis-à-vis du taux OIS dans la zone euro

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : L'écart est calculé en soustrayant le taux OIS à dix ans du rendement souverain. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (le 14 décembre 2017). La dernière observation se rapporte au 7 mars 2018.

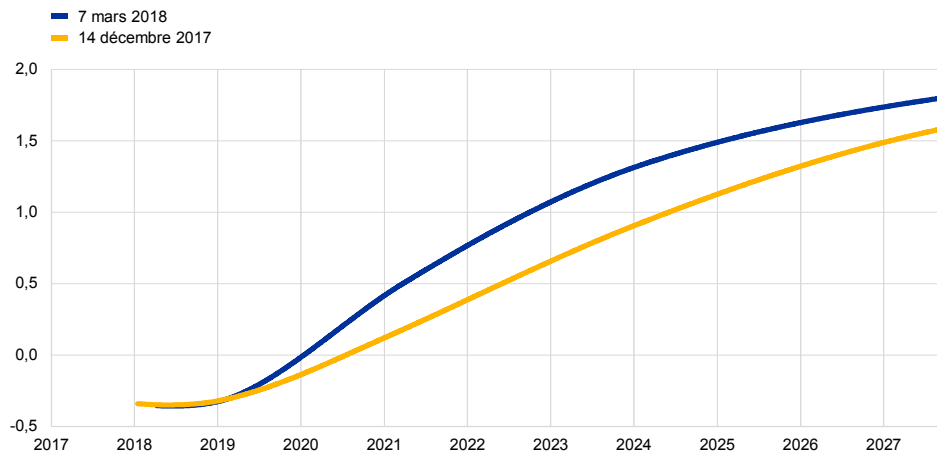
La courbe des taux moyens pondérés au jour le jour de l'euro (Eonia) anticipés s'est pentifiée.

La courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est déplacée vers le haut sur les échéances moyennes et longues (cf. graphique 6). Sur la période s'achevant début 2019, la courbe ne s'est guère modifiée par rapport à la situation observée à la fin de la précédente période sous revue, ce qui reflète des anticipations de marché globalement inchangées s'agissant du niveau du taux de la facilité de dépôt sur cet horizon.

Graphique 6

Taux anticipés de l'Eonia

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

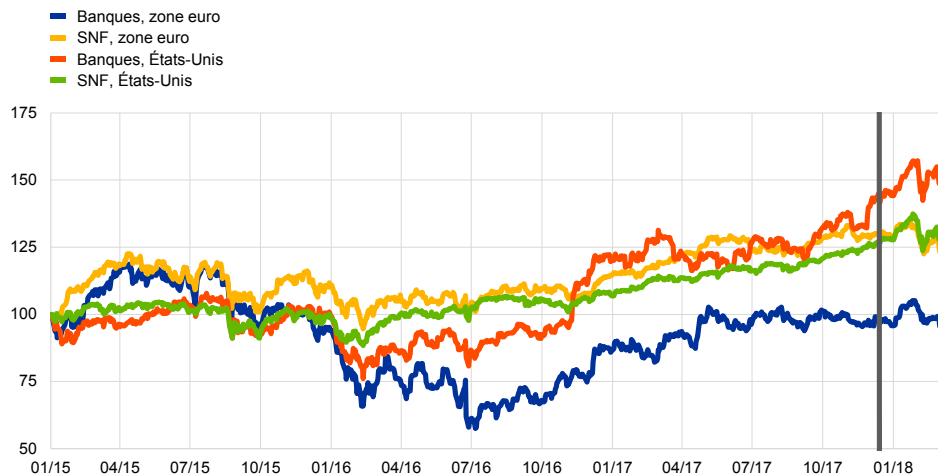
L'Eonia s'est établi en moyenne à – 36 points de base au cours de la période sous revue. L'excédent de liquidité a augmenté de quelque 5 milliards d'euros pour s'établir à 1 885 milliards environ. La croissance du solde des facteurs autonomes a été plus que compensée par la liquidité fournie *via* les achats réalisés dans le cadre du programme d'achats d'actifs de l'Eurosystème. Les conditions de la liquidité sont examinées plus en détail dans l'encadré 3.

La volatilité s'est accentuée sur les marchés boursiers vers la fin de la période sous revue. Alors que les cours des actions ont augmenté de mi-décembre 2017 à fin janvier 2018, une correction relativement importante et un pic de volatilité ont été observés début février (cf. graphique 7). Cette correction résulte très probablement des perceptions par les marchés d'une hausse de l'inflation, en particulier aux États-Unis, et d'un ajustement correspondant des anticipations relatives à la politique monétaire. Une partie de la baisse des cours des actions s'est ensuite inversée, mais l'incertitude faisant suite à l'annonce concernant la politique commerciale des États-Unis a entraîné un nouveau recul des marchés boursiers de part et d'autre de l'Atlantique début mars. Globalement, durant la période sous revue, les cours des actions des sociétés non financières (SNF) de la zone euro ont baissé de 2,7 %, et ceux des actions du secteur financier de seulement 1,5 %. Aux États-Unis, en dépit de la correction, les indices boursiers des secteurs financier et non financier se sont appréciés de, respectivement, 6,4 % et 3,1 %. Dans l'ensemble, les évolutions des marchés boursiers de la zone euro continuent d'être influencées par des prévisions de bénéfices solides, tandis que la hausse des taux sans risque et certaines hausses des primes de risque sur actions ont pesé négativement sur les cours boursiers.

Graphique 7

Indices boursiers de la zone euro et des États-Unis

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



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (le 14 décembre 2017). La dernière observation se rapporte au 7 mars 2018.

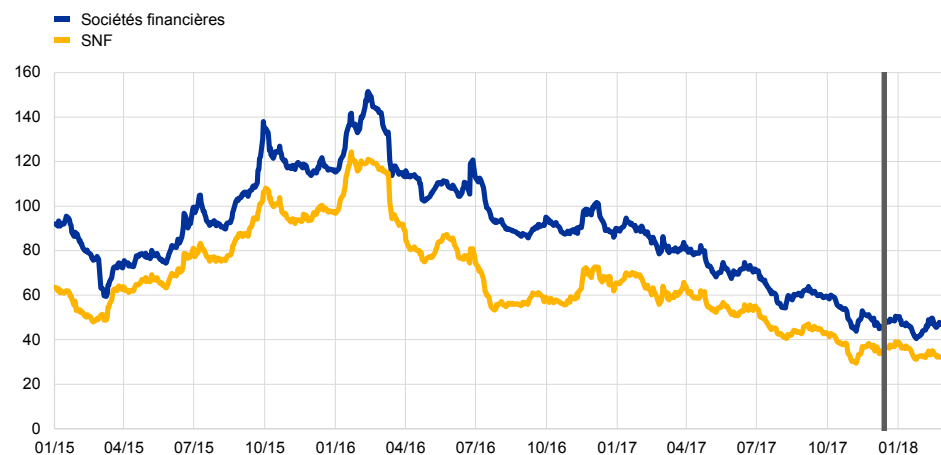
Les écarts de rendement des obligations émises par les SNF sont restés globalement stables au cours de la période sous revue.

Le 7 mars 2018, les écarts de rendement des obligations bien notées des SNF (par rapport à la courbe correspondante des rendements moyens de la zone euro pour les notations AAA), étaient globalement inchangés par rapport à mi-décembre 2017 et inférieurs d'environ 79 points de base à leurs niveaux de mars 2016, avant l'annonce du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (cf. graphique 8). Les écarts de rendement des titres de créance du secteur financier ont légèrement augmenté, de 4 points de base, au cours de la période sous revue. Le bas niveau des écarts de rendement des obligations d'entreprise est cohérent avec l'expansion économique en cours.

Graphique 8

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

(en points de base)



Sources : Indices iBoxx et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (le 14 décembre 2017). La dernière observation se rapporte au 7 mars 2018.

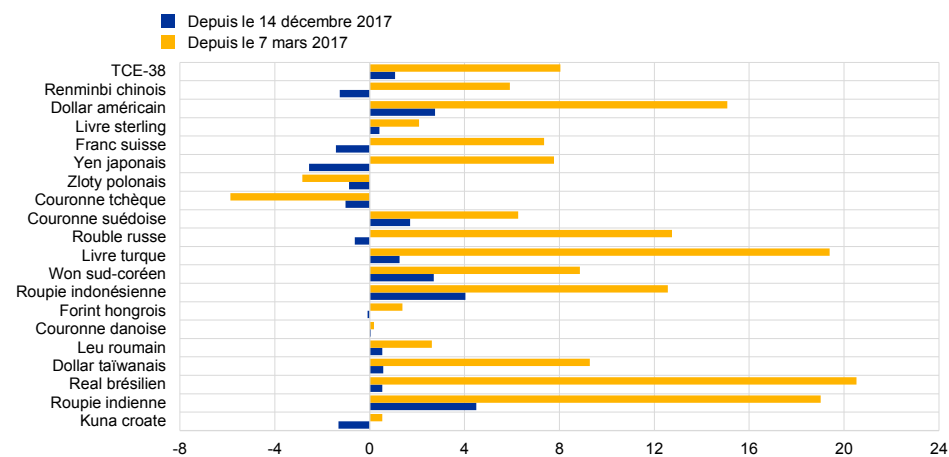
Sur les marchés des changes, l'euro s'est apprécié en termes effectifs nominaux depuis mi-décembre 2017.

Cette hausse reflète largement un renforcement vis-à-vis du dollar (l'euro s'est apprécié de 2,8 % au cours de la période sous revue, cf. graphique 9) en raison d'informations macroéconomiques, ainsi qu'une appréciation moins importante vis-à-vis de la livre sterling. L'euro a continué de bénéficier d'un renforcement vis-à-vis des devises de la plupart des grandes économies émergentes, à l'exception du renminbi chinois, contre lequel il s'est déprécié de 1,3 %. L'euro s'est également déprécié vis-à-vis de la majorité des autres grandes devises, notamment du franc suisse et du yen japonais, ainsi que vis-à-vis des devises de la plupart des autres États membres de l'UE hors zone euro, ce qui a continué de peser sur l'appréciation de l'euro en termes pondérés des échanges.

Graphique 9

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

(en pourcentages)



Source : BCE.

Notes : Le TCE-38 est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 7 mars 2018.

3 Activité économique

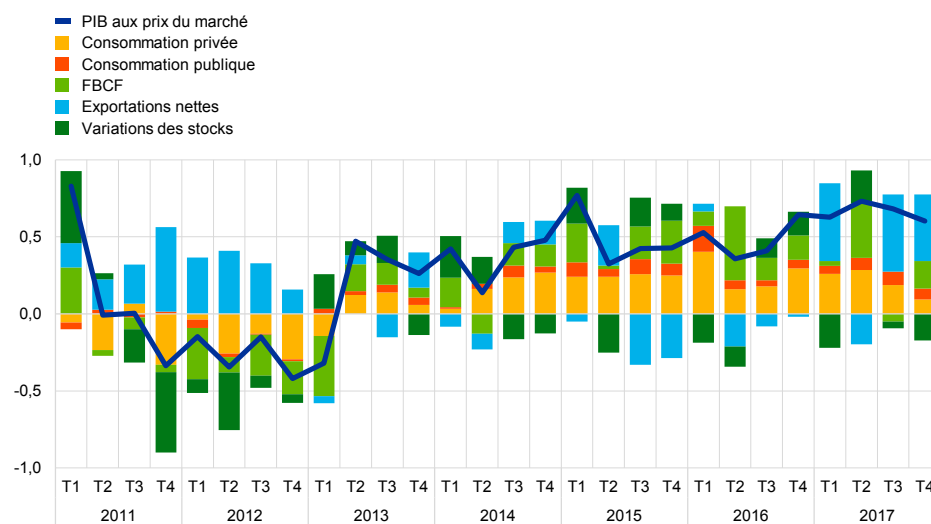
L'expansion économique dans la zone euro demeure solide et généralisée à l'ensemble des pays et des secteurs. La croissance du PIB en volume est soutenue par la hausse de la consommation et de l'investissement du secteur privé ainsi que par des exportations bénéficiant de la reprise mondiale généralisée. Les derniers résultats d'enquêtes et les données disponibles confirment la dynamique de croissance forte et généralisée de l'économie de la zone euro, dont l'expansion à court terme devrait être légèrement plus rapide qu'anticipé précédemment. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2017 réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB ont été révisées à la hausse pour 2018 dans les projections de mars 2018 réalisées par les services de la BCE, mais demeurent inchangées pour 2019 et 2020. Le PIB en volume de la zone euro devrait croître de 2,5 % en 2017, de 2,4 % en 2018, de 1,9 % en 2019 et de 1,7 % en 2020.

La croissance est demeurée robuste au quatrième trimestre 2017 et toujours généralisée à l'ensemble des pays. Le PIB en volume a augmenté de 0,6 %, en rythme trimestriel, au quatrième trimestre 2017 (cf. graphique 10). La croissance du PIB en volume a résulté des exportations nettes et de la demande intérieure, notamment la FBCF, tandis que la variation des stocks a apporté une contribution négative. Dans la deuxième publication des données relatives au PIB, la croissance trimestrielle du PIB en volume au quatrième trimestre 2017 n'a pas fait l'objet d'une révision, ce qui confirme que l'estimation rapide provisoire continue d'être une mesure fiable (cf. l'encadré 5 du présent *Bulletin économique*). La croissance de la production au quatrième trimestre s'est traduite par une hausse annuelle du PIB de 2,3 % en 2017 (2,5 % en données corrigées du nombre de jours ouvrés). Les indicateurs économiques suggèrent que le profil de croissance généralisée et robuste s'est poursuivi en début d'année.

Graphique 10

PIB en volume de la zone euro et ses composantes

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



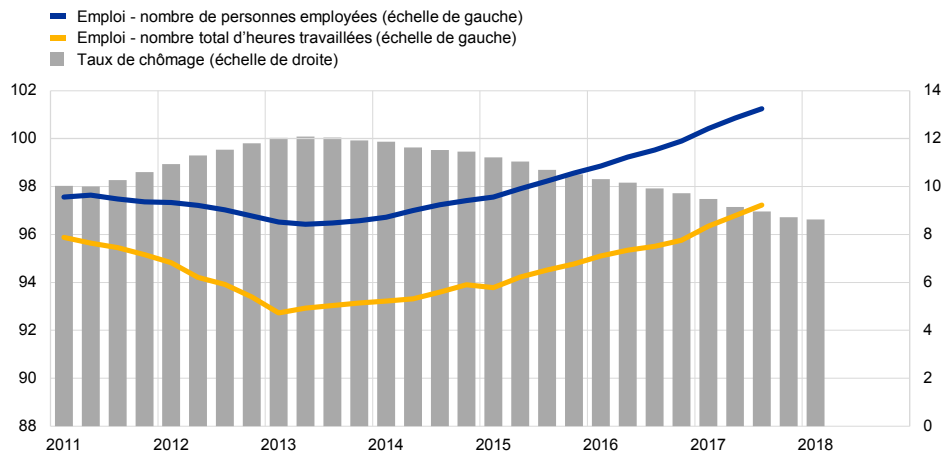
Les marchés du travail de la zone euro continuent d'afficher une forte dynamique.

L'emploi a encore augmenté au troisième trimestre 2017, de 0,4 % en rythme trimestriel, portant la hausse annuelle à 1,7 %. L'emploi s'établit actuellement 1,2 % au-dessus de son pic d'avant la crise, enregistré au premier trimestre 2008. Le nombre total d'heures travaillées a également continué de se redresser, même si le nombre moyen d'heures travaillées par personne employée est demeuré globalement stable depuis le début de la reprise. L'emploi à temps plein comme l'emploi à temps partiel ont augmenté durant la reprise. S'agissant de l'emploi à temps partiel, la hausse a concerné essentiellement les travailleurs n'étant pas en situation de sous-emploi, tandis que le nombre de travailleurs en situation de sous-emploi a diminué récemment (cf. l'encadré 4 du présent *Bulletin économique*). Le taux de chômage de la zone euro est ressorti à 8,6 % en janvier 2018, son niveau le plus bas depuis décembre 2008 (cf. graphique 11). Cette baisse a concerné l'ensemble des tranches d'âge et la main-d'œuvre tant féminine que masculine. Le chômage de longue durée (c'est-à-dire le nombre de personnes au chômage depuis au moins 12 mois exprimé en pourcentage de la population active) continue aussi de baisser, mais demeure bien au-dessus de ses niveaux d'avant la crise. Les informations tirées d'enquêtes vont dans le sens d'une poursuite de l'amélioration sur les marchés du travail pour la période à venir. Dans le même temps, dans certains pays et certains secteurs, on observe des signes croissants de pénuries de main-d'œuvre. La croissance du revenu est restée soutenue au troisième trimestre 2017.

Graphique 11

Évolutions du marché du travail de la zone euro

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

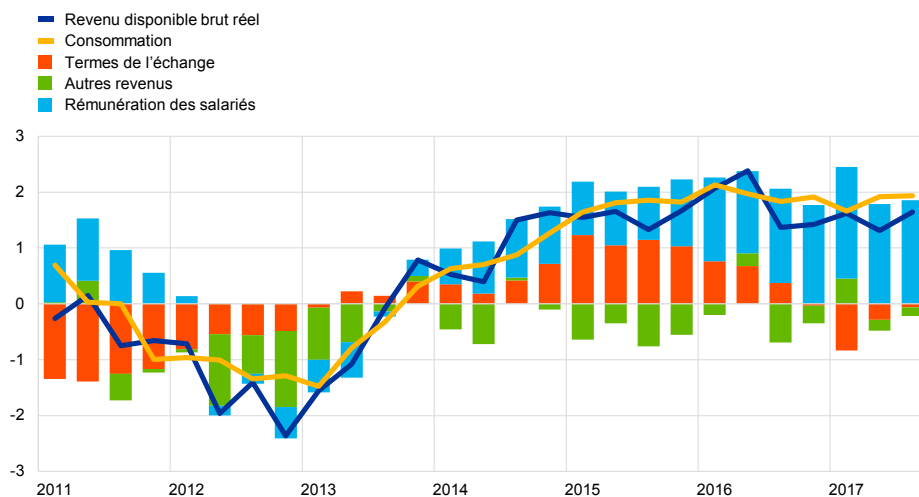
Note : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2017 pour l'emploi et les heures travaillées, et à janvier 2018 pour le taux de chômage.

Les améliorations sur les marchés du travail continuent de soutenir la croissance du revenu et les dépenses privées. La consommation privée a augmenté de 0,2 % au quatrième trimestre 2017, portant la hausse annuelle à 1,5 %. L'épargne des ménages rapportée au revenu disponible est demeurée faible au troisième trimestre 2017, atteignant sa valeur la plus basse depuis 1999, ce qui continue de soutenir la consommation privée. Les mesures de politique monétaire de la BCE, qui ont assoupli les conditions de financement, continuent également de soutenir les dépenses des ménages. La hausse du revenu réel continue de favoriser la croissance de la consommation privée, dont la principale composante demeure la rémunération des salariés (cf. graphique 12).

Graphique 12

Revenu disponible brut réel et consommation dans la zone euro

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les autres revenus recouvrent l'excédent d'exploitation, les revenus de la propriété, la fiscalité directe et les transferts. Toutes les composantes des revenus sont corrigées du déflateur du PIB. Une approximation de la contribution des termes de l'échange est donnée par le différentiel entre déflateur du PIB et déflateur de la consommation. La consommation et le revenu disponible sont corrigés du déflateur de la consommation. Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2017.

La croissance de l'investissement dans la construction s'est nettement redressée en 2017 et cette évolution devrait se poursuivre en 2018.

La production dans la construction s'est stabilisée au quatrième trimestre 2017, affichant cependant une hausse de 2,2 % sur l'ensemble de l'année 2017. Les indicateurs tirés d'enquêtes sur la construction continuent de signaler une dynamique de croissance robuste. En décembre 2017 et en janvier 2018, la confiance s'est améliorée dans le secteur de la construction de bâtiments. L'indice des directeurs d'achat (PMI) relatif à la construction est ressorti à 57,0 en janvier, après 53,3 en décembre. Il s'agit de la plus forte hausse observée depuis février 2011. Dans le même temps, l'indicateur tiré de l'enquête de la Commission européenne sur les pénuries de main-d'œuvre dans le secteur de la construction a même encore augmenté en janvier, à partir d'un niveau déjà élevé.

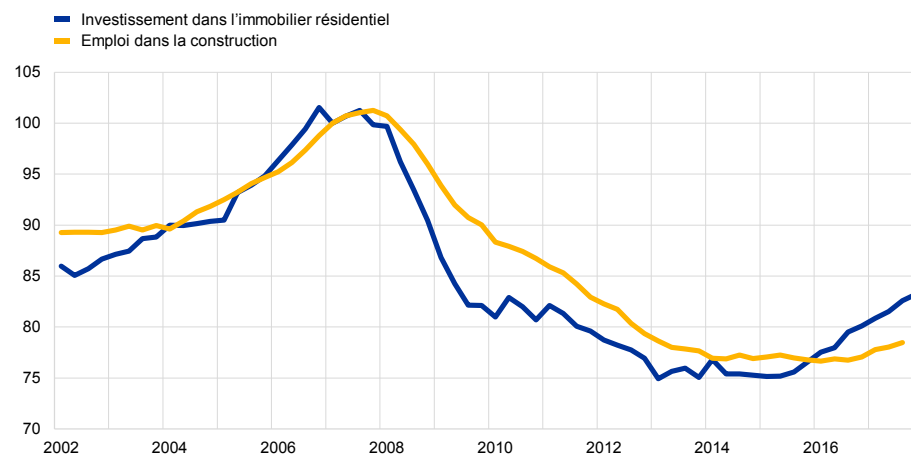
D'un point de vue conjoncturel, l'investissement dans l'immobilier résidentiel demeure à un niveau modéré.

L'emploi dans le secteur de la construction et l'investissement résidentiel réel ont fortement diminué après les pics d'avant la crise enregistrés au troisième trimestre 2007 (cf. graphique 13), et tandis que l'investissement résidentiel s'est légèrement redressé (+ 10 % depuis le deuxième trimestre 2015), le rebond de l'emploi dans la construction a été beaucoup plus faible (+ 2 %). Le redressement relativement faible du volume d'investissement dans l'immobilier résidentiel reflète le surinvestissement observé avant la crise dans certains pays de la zone euro, ainsi que les pressions persistantes en faveur du désendettement des ménages. Pour l'avenir, l'investissement dans l'immobilier résidentiel devrait de plus en plus soutenir la croissance du PIB.

Graphique 13

Emploi dans la construction et investissement résidentiel dans la zone euro

(indice : T1 2007 = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au troisième trimestre 2017 pour l'emploi dans la construction et au quatrième trimestre 2017 pour l'investissement résidentiel.

La croissance de l'investissement hors construction s'est redressée au quatrième trimestre 2017 et cette évolution devrait s'être poursuivie début 2018.

D'après les comptes sectoriels, l'excédent brut d'exploitation s'est nettement accéléré au troisième trimestre 2017. Cela est particulièrement pertinent pour les actifs incorporels, qui dépendent davantage du financement interne. L'enquête de la Commission européenne montre également que l'utilisation perçue des capacités de production dans le secteur producteur de biens d'équipement a presque atteint un pic historique au premier trimestre 2018, aussi bien dans la zone euro considérée globalement que dans les principaux pays de la zone (cf. graphique 14). D'après cette même enquête, cette évolution se reflète également dans les contraintes croissantes qui pèsent sur la production dans le secteur producteur de biens d'équipement en termes d'équipements et de main-d'œuvre.

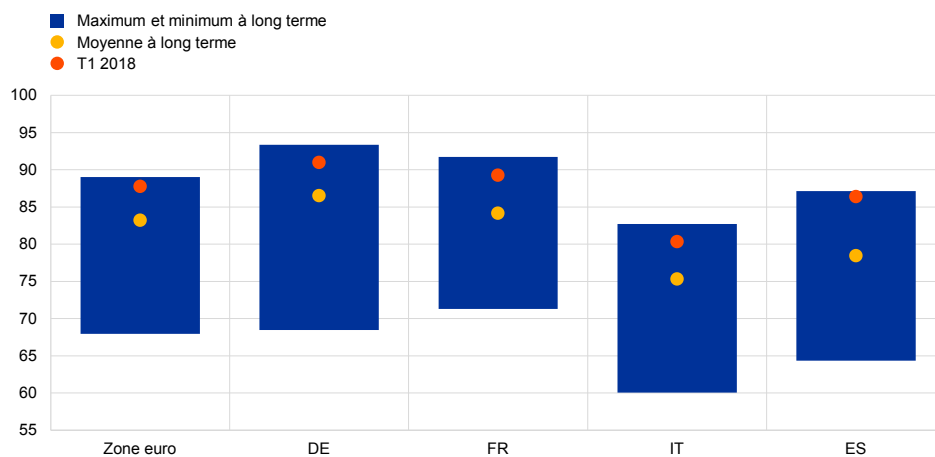
Sur l'ensemble de l'année 2018, l'investissement des entreprises devrait continuer de contribuer à la hausse de la production.

La forte hausse de la demande et des bénéfices devrait continuer de soutenir l'investissement des entreprises, en dépit de la volatilité récente sur les marchés boursiers. Si l'on observe de plus près les évolutions récentes des prix des actions des sociétés non financières de la zone euro, la récente volatilité apparaît comme étant davantage liée à des anticipations de taux d'intérêt et de primes de risque plus élevées qu'à une révision à la baisse des anticipations de bénéfices. Dans la mesure où une grande partie de l'investissement est financée par les bénéfices non distribués, l'impact immédiat sur l'investissement des entreprises n'est sans doute pas très significatif.

Graphique 14

Utilisation des capacités de production dans le secteur des biens d'équipement dans la zone euro et dans les principaux pays de la zone

(en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

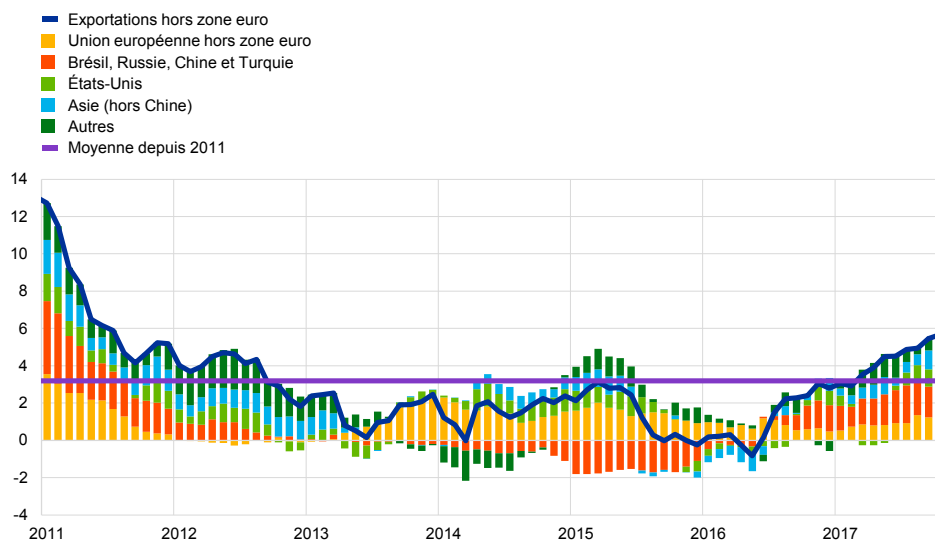
Note : « Long terme » se rapporte à la période postérieure à 1987.

Les exportations de la zone euro ont poursuivi leur tendance positive et leur dynamique s'est encore renforcée au quatrième trimestre 2017. Le chiffre des exportations de la zone euro pour décembre confirme une tendance robuste avec une nouvelle hausse de la croissance des exportations, à 5,7 % en rythme annuel au dernier trimestre 2017 – son niveau le plus élevé depuis le troisième trimestre 2011. Les exportations hors zone euro ont été soutenues en particulier par les exportations de biens vers les pays européens ne faisant pas partie de l'UE, avec des contributions positives de l'ensemble des autres zones également (cf. graphique 15). Les parts de marché des exportations hors zone euro demeurent globalement stables, malgré la récente appréciation de l'euro. Les indicateurs tirés d'enquêtes possédant des propriétés d'indicateurs avancés vont dans le sens d'une poursuite à court terme de la dynamique robuste des exportations même si, en dépit du maintien de niveaux élevés, les niveaux des carnets de commande à l'exportation et les nouvelles commandes à l'exportation dans l'industrie manufacturière, tant au niveau mondial que dans la zone euro, se sont légèrement modérés.

Graphique 15

Exportations de biens hors zone euro

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



Source : Eurostat.

Notes : Les dernières observations se rapportent à décembre 2017 pour les exportations hors UE. Une approximation des exportations intra-UE a été effectuée à l'aide de la contribution calculée pour les données de novembre 2017. Le total des volumes d'exportation en décembre 2017 a été établi à partir des valeurs et des données relatives aux prix à la production.

Dans l'ensemble, les derniers indicateurs économiques font état d'une dynamique de croissance forte dans la zone euro, qui devrait, à court terme, se poursuivre à un rythme légèrement plus rapide qu'anticipé précédemment.

La production industrielle (hors construction) a augmenté de 1,5 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2017. Des données d'enquêtes plus récentes indiquent également une dynamique de croissance robuste à court terme.

L'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator* – ESI) de la Commission européenne et l'indice PMI composite pour la production ont été plus élevés, en moyenne, au cours des deux premiers mois de 2018 qu'au quatrième trimestre 2017, demeurant bien au-dessus des niveaux moyens à long terme.

La croissance économique solide et généralisée actuellement en cours devrait se poursuivre. Les mesures de politique monétaire de la BCE, qui ont facilité le processus de désendettement, continuent de soutenir la demande intérieure.

La consommation privée est confortée par la hausse de l'emploi, qui bénéficie également des réformes antérieures des marchés du travail, et par l'augmentation de la richesse des ménages. Le renforcement de l'investissement des entreprises se confirme sous l'effet de conditions de financement très favorables, de la hausse de leur rentabilité et d'une forte demande. La hausse de l'investissement dans l'immobilier résidentiel s'est poursuivie au cours des derniers trimestres. De plus, la croissance mondiale généralisée favorise les exportations de la zone euro.

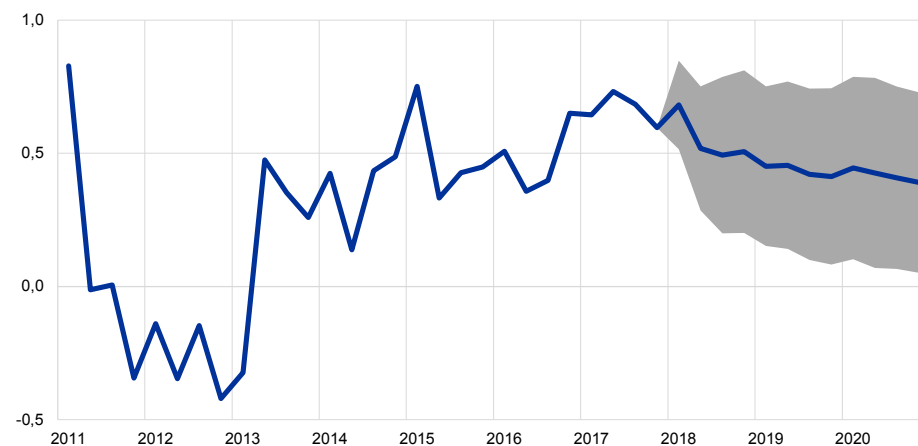
Les projections macroéconomiques de mars 2018 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une hausse du PIB annuel en volume de 2,5 % en 2017, de 2,4 % en 2018, de 1,9 % en 2019 et de 1,7 % en 2020 (cf. graphique 16). Par rapport aux projections de décembre 2017, la croissance du

PIB en volume a été révisée à la hausse pour 2018 et demeure inchangée pour 2019 et 2020. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro sont considérés comme globalement équilibrés.

Graphique 16

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 la BCE, mars 2018 » publié le 8 mars 2018 sur le site internet de la BCE.

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

4 Prix et coûts

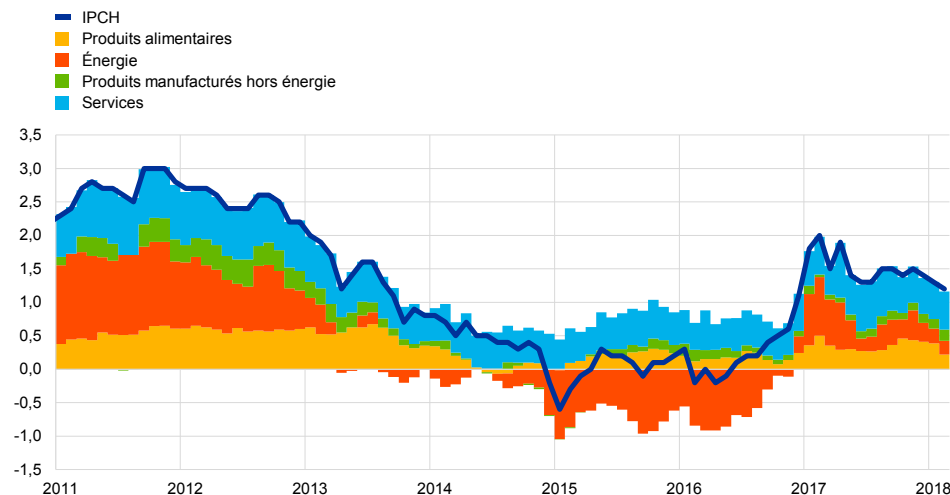
Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est ralentie à 1,2 % en février 2018, après 1,3 % en janvier. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux annuels d'inflation devraient fluctuer autour de 1,5 % jusqu'à la fin de l'année. Les mesures de l'inflation sous-jacente restent modérées mais devraient augmenter progressivement à moyen terme, soutenues par les mesures de politique monétaire de la BCE, la poursuite de la croissance économique, la résorption correspondante de la sous-utilisation des capacités productives et l'accélération de la hausse des salaires. Ce scénario ressort aussi, globalement, des projections macroéconomiques de mars 2018 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 1,4 % en 2018, 1,4 % en 2019 et 1,7 % en 2020. Pour l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, la hausse prévue est de 1,1 %, 1,5 % et 1,8 %, respectivement.

L'inflation totale s'est légèrement ralentie en février. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH de la zone euro est revenue à 1,2 % en février 2018, après 1,3 % en janvier, restant inférieure aux niveaux enregistrés fin 2017 (cf. graphique 17). La baisse intervenue en février a traduit essentiellement le ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires non transformés, attribuable en grande partie à des effets de base.

Graphique 17

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

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

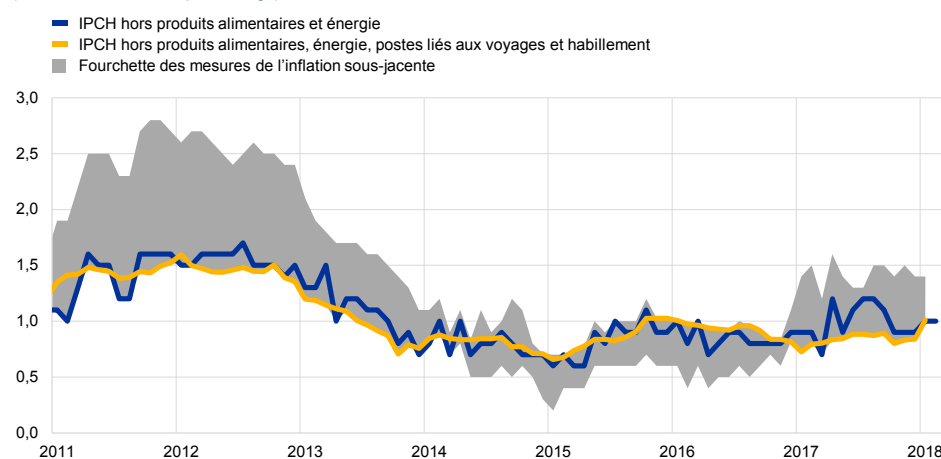
Note : Les dernières observations se rapportent à février 2018 (estimations rapides).

Les mesures de l'inflation sous-jacente se sont stabilisées ou ont légèrement augmenté au début de l'année, après s'être ralenties fin 2017. L'IPCH hors produits alimentaires et énergie est ressorti à 1,0 % en février 2018, sans changement par rapport à janvier mais en hausse par rapport au taux de 0,9 % enregistré en décembre 2017 (cf. graphique 18). Le tassement observé fin 2017 a reflété en partie l'incidence des importants reculs de l'inflation pour plusieurs postes

des services ¹. Un redressement a également été constaté pour l'IPCH hors produits alimentaires, énergie et postes liés aux voyages et habillement, lesquels ont tendance à être influencés par des effets de calendrier et par les périodes de soldes, respectivement. Globalement, toutefois, les mesures de l'inflation sous-jacente restent modérées et doivent encore montrer davantage de signes convaincants d'un ajustement durable à la hausse.

Graphique 18 Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

Les tensions sur les prix pour la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH sont restées modérées dans l'ensemble. La hausse des prix à la production hors énergie au niveau mondial s'est de nouveau légèrement ralentie en janvier, tout en demeurant à un niveau élevé. Les évolutions récentes des prix du pétrole et des matières premières en termes annuels vont également dans le sens d'une atténuation, dans les prochains mois, des tensions sur les prix aux premiers stades de la chaîne de production (cf. graphique 19). Toutefois, les tensions à la baisse sur les prix liées à l'appréciation de l'euro se manifestent pour l'instant principalement au travers d'un ralentissement de la hausse des prix des importations. S'agissant des biens intermédiaires, la hausse des prix à l'importation est revenue à 2,1 % en décembre 2017, contre 3,1 % en novembre, tandis que pour les biens de consommation non alimentaires, la variation est ressortie à - 0,8 %, sans changement par rapport à novembre. En ce qui concerne les ventes domestiques, les évolutions des prix à la production n'ont pas été influencées, jusqu'à présent, par un effet d'appréciation lié aux prix moins élevés des consommations intermédiaires importées. En particulier, la hausse des prix à la production des biens de consommation non alimentaires est passée de 0,4 % en décembre 2017 à 0,6 % en janvier 2018, son plus haut niveau depuis

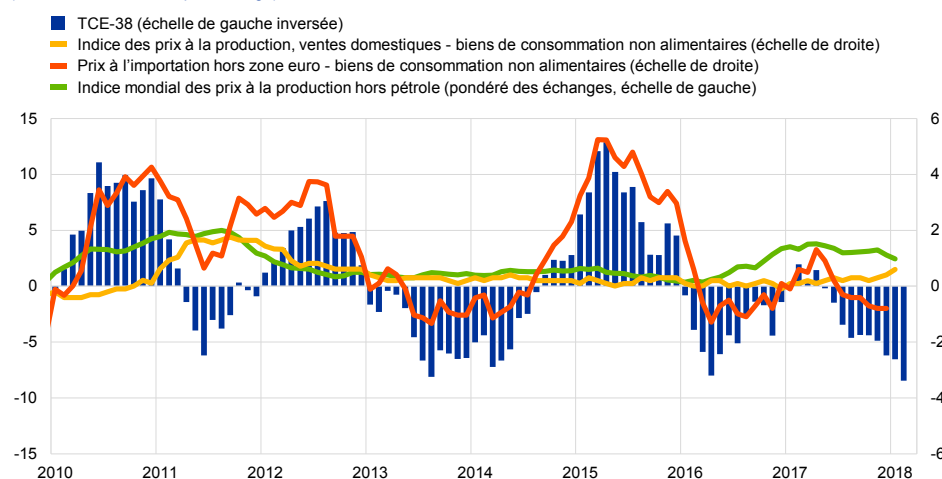
¹ Cf. également l'analyse présentée dans l'encadré 6 du présent *Bulletin économique*.

décembre 2012. Cela vaut également pour les prix des biens de consommation : en dépit des pressions à la baisse exercées par le ralentissement de la hausse des prix des biens finaux importés, la hausse des prix de la composante produits manufacturés hors énergie de l'IPCH a continué de s'accélérer. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, elle s'est établie à 0,7 % en février 2018 après 0,6 % en janvier et 0,5 % en décembre 2017.

Graphique 19

Évolution du taux de change et prix à l'importation et à la production

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à février 2018 pour le taux de change effectif nominal de l'euro vis-à-vis de 38 de ses principaux partenaires commerciaux (TCE-38), à janvier 2018 pour l'indice des prix à la production des biens de consommation non alimentaires et l'indice mondial des prix à la production hors pétrole et à décembre 2017 pour les prix à l'importation hors zone euro des biens de consommation non alimentaires.

Les évolutions récentes confortent l'idée d'une tendance à l'accélération progressive de la hausse des salaires et d'un renforcement graduel des tensions sur les coûts d'origine interne.

La hausse annuelle de la rémunération par tête s'est accentuée, passant d'un point bas de 1,1 % au deuxième trimestre 2016 à 1,6 % au troisième trimestre 2017². Cette accélération résulte essentiellement de contributions plus importantes de la dérive salariale, qui réagit généralement aux évolutions conjoncturelles avec un décalage plus faible que les salaires négociés. La croissance annuelle des salaires négociés n'a que légèrement augmenté, passant de 1,5 % au troisième trimestre 2017 à 1,6 % au quatrième trimestre, mais les récents accords salariaux dans les pays de la zone euro vont dans le sens d'un redressement dans les prochains mois. Même si les évolutions récentes de la croissance des salaires sont conformes à l'amélioration de la situation sur le marché du travail, elles pourraient continuer d'être freinées par des facteurs tels que le bas niveau de l'inflation durant la période antérieure, une faible croissance de la productivité et l'incidence que continuent d'exercer les réformes du marché du travail mises en œuvre dans certains pays durant la crise.

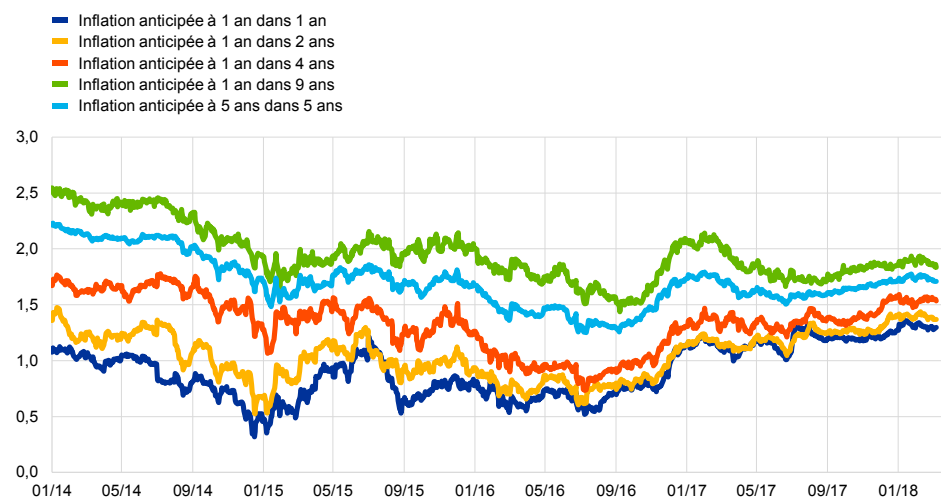
² Le taux de croissance pour le troisième trimestre 2017 a été revu à la baisse de 0,1 point de pourcentage dans la deuxième estimation de la croissance trimestrielle du PIB en volume de la zone euro publiée par Eurostat le 7 mars 2018.

Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché, comme celles tirées d'enquêtes, sont demeurées stables. Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'est établi à 1,71 % le 7 mars 2018, sans changement par rapport à mi-décembre mais légèrement en dessous du niveau observé fin janvier (cf. graphique 20). Le profil anticipé des mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché continue d'indiquer une période prolongée de faible inflation, avec un retour seulement très progressif à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. La probabilité neutre au risque d'une inflation moyenne négative au cours des cinq prochaines années, ressortant des marchés d'options sur l'inflation, est négligeable et suggère par conséquent que les marchés considèrent actuellement le risque de déflation comme très faible. Selon l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le premier trimestre 2018, les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme sont restées globalement stables, ressortant à 1,85 %.

Graphique 20

Mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent au 7 mars 2018.

Selon les projections macroéconomiques de mars 2018 établies par les services de la BCE, la hausse de l'IPCH ne devrait s'accélérer que vers la fin de l'horizon de projection. Sur la base des informations disponibles mi-février, ces projections tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de la zone euro de 1,4 % en 2018, 1,4 % en 2019 et 1,7 % en 2020 (cf. graphique 21), soit une légère révision à la baisse pour 2019 par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2017 établies par les services de l'Eurosystème³. Le ralentissement de la hausse de la composante énergie de l'IPCH en 2018 et 2019 devrait globalement contrebalancer un raffermissement de l'inflation sous-jacente, la hausse de l'IPCH

³ Cf. l'article intitulé « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, mars 2018 » publié le 8 mars 2018 sur le site internet de la BCE.

hors énergie et produits alimentaires s'accroissant de 1,1 % en 2018 à 1,5 % en 2019 et 1,8 % en 2020. Les facteurs importants à l'origine du redressement progressif de l'inflation sous-jacente sont de nouvelles améliorations de la situation sur les marchés du travail de la zone euro, accompagnées de tensions croissantes sur ces marchés et de pénuries notables de main-d'œuvre dans certaines régions de la zone euro. Le récent renforcement du taux de change de l'euro devrait avoir une incidence à la baisse sur l'inflation, mais cette évolution devrait être contrebalancée dans une certaine mesure par le fort dynamisme actuel de la croissance dans la zone euro, compte tenu de la capacité renforcée des entreprises de la zone euro à imposer leurs prix dans ce contexte.

Graphique 21

Hausse de 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 la BCE, mars 2018 » publié le 8 mars 2018 sur le site internet de la BCE.

5 Monnaie et crédit

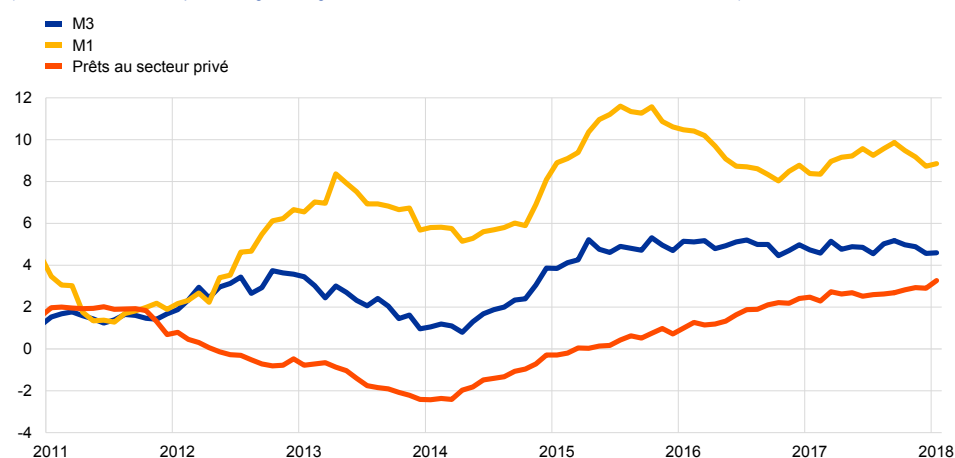
En janvier 2018, la monnaie au sens large a continué de progresser au rythme robuste généralement observé depuis mi-2015. Dans le même temps, le redressement de la croissance des prêts accordés au secteur privé s'est poursuivi. Selon les estimations, le flux annuel du financement externe total à destination des sociétés non financières (SNF) s'est renforcé au quatrième trimestre 2017.

La croissance de la monnaie au sens large est demeurée robuste, à 4,6 % en janvier 2018, en ligne avec le rythme régulier d'expansion monétaire observé depuis mi-2015 (cf. graphique 22). La croissance de la monnaie a été soutenue par le faible coût d'opportunité de la détention des instruments les plus liquides dans un environnement de taux d'intérêt très bas, ainsi que par l'incidence des mesures de politique monétaire de la BCE. Les composantes les plus liquides ont continué d'apporter la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large, le taux de croissance annuel de M1 augmentant légèrement pour s'établir à 8,9 % en janvier (contre 8,7 % en décembre 2017), après une baisse au cours des mois précédents.

Graphique 22

M3, M1 et prêts au secteur privé

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



Source : BCE.

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

Les dépôts à vue ont continué d'être le principal facteur de la croissance de M3.

Plus précisément, le taux de croissance annuel des dépôts à vue des ménages et des SNF est resté robuste en janvier, tout en continuant de diminuer. En revanche, le taux de croissance annuel des dépôts à vue détenus par les institutions financières non monétaires, qui affiche une certaine volatilité, a enregistré une forte augmentation en janvier, soutenant la croissance de M1 au cours de ce mois. La croissance annuelle des billets et pièces en circulation s'est légèrement ralentie en janvier, n'indiquant donc toujours pas, de la part du secteur détenteur de monnaie, de tendance forte à remplacer les dépôts par des espèces dans un environnement de taux d'intérêt très faibles ou négatifs. Les dépôts à court terme autres que les

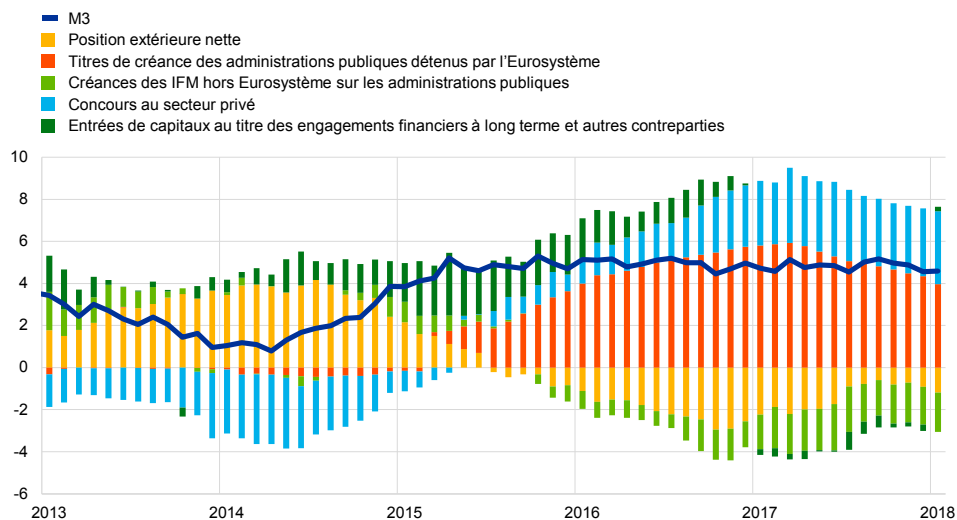
dépôts à vue (M2 – M1) ont continué d’avoir une incidence négative sur M3. Le taux de variation annuel des instruments négociables (M3 – M2), qui représentent une composante peu importante de M3, est resté négatif au cours de cette période. Cette évolution a résulté d’une contribution légèrement négative des parts de fonds d’investissement monétaires, qui reflète la faible attractivité actuelle de ces instruments, et d’une nouvelle baisse des émissions de titres de créance à court terme par les institutions financières monétaires (IFM).

Les sources internes de la création monétaire sont restées le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large (cf. graphique 23). Du point de vue des contreparties, l’augmentation de la contribution à la croissance de M3 liée à un accroissement des concours au secteur privé a partiellement contrebalancé la diminution des achats réalisés dans le cadre du programme d’achats d’actifs (APP), en raison de la réduction de 30 milliards d’euros par mois des achats nets de l’Eurosystème à compter de janvier 2018. Les achats de titres de créance des administrations publiques par l’Eurosystème (cf. la partie rouge des barres du graphique 23), effectués principalement dans le cadre du programme d’achats de titres du secteur public (PSPP) de la BCE, ont continué de contribuer positivement à la croissance de M3, tandis que le redressement en cours des financements accordés au secteur privé (cf. la partie bleue des barres du graphique 23) a apporté un soutien de plus en plus important à la croissance de M3. Cette dernière rubrique recouvre à la fois les prêts des IFM au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres de créance émis par le secteur privé non-IFM de la zone euro. Par conséquent, cela couvre également les achats de titres de créance des non-IFM réalisés par l’Eurosystème dans le cadre du programme d’achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). La contraction persistante des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) a contribué positivement à la croissance de M3 (ces engagements figurent avec d’autres contreparties dans la partie vert foncé des barres du graphique 23). Les cessions d’obligations d’État par les IFM de la zone euro (hors Eurosystème) ont contribué à la variation annuelle négative des créances des IFM (hors Eurosystème) sur les administrations publiques et ont donc atténué la croissance de M3 (cf. la partie vert clair des barres du graphique 23). Enfin, la position extérieure nette des IFM (cf. la partie jaune des barres du graphique 23) a continué de peser sur la croissance annuelle de M3.

Graphique 23

M3 et ses contreparties

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



Source : BCE.

Notes : Les concours au secteur privé recouvrent les prêts des IFM au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres de créance émis par le secteur privé non-IFM de la zone euro. Par conséquent, ils comprennent les titres de créance détenus par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). La dernière observation se rapporte à janvier 2018.

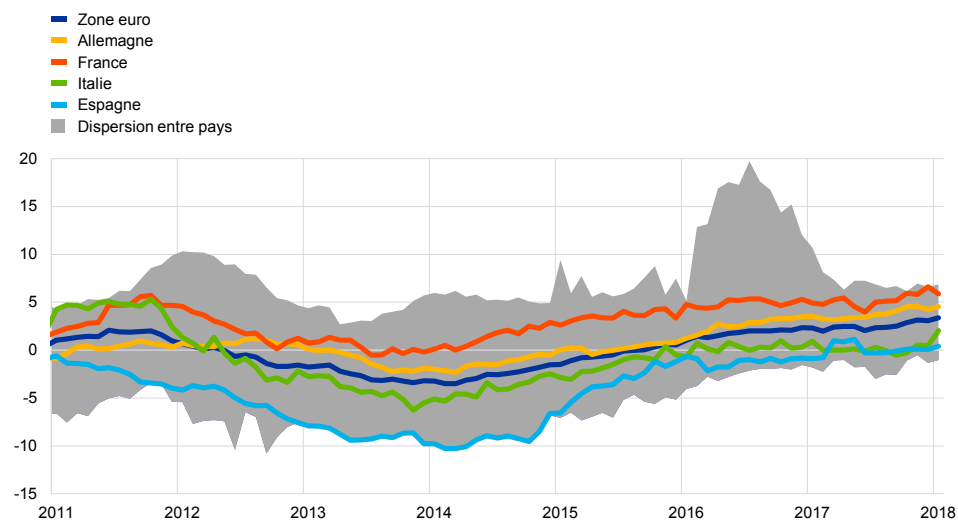
Le redressement de la croissance des prêts accordés au secteur privé, observé depuis début 2014, se poursuit. Le rythme annuel de croissance des prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle) a poursuivi son évolution à la hausse en janvier (cf. graphique 22). Dans les différents secteurs, le taux de croissance annuel des prêts aux SNF a augmenté, ressortant à 3,4 % en janvier, après 3,1 % en décembre (cf. graphique 24). La croissance des prêts aux SNF s'est nettement redressée par rapport au faible niveau enregistré au premier trimestre 2014 et la dispersion entre pays de ces prêts a globalement diminué. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est resté inchangé, à 2,9 % en janvier (cf. graphique 25). Ces évolutions ont été favorisées par la forte baisse des taux débiteurs des banques constatée dans la zone euro depuis l'été 2014 (notamment en raison des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE) et par l'amélioration générale de l'offre, et de la demande, de prêts bancaires. De plus, les banques ont réalisé des progrès en matière d'assainissement de leurs bilans et de réduction des créances douteuses, même si le niveau de ces dernières demeure élevé dans certains pays et pourrait continuer de peser sur l'intermédiation financière ⁴.

⁴ Cf. également la section 3 de la Revue de stabilité financière (*Financial Stability Review*) de la BCE publiée en novembre 2017.

Graphique 24

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

(variations annuelles en pourcentage)



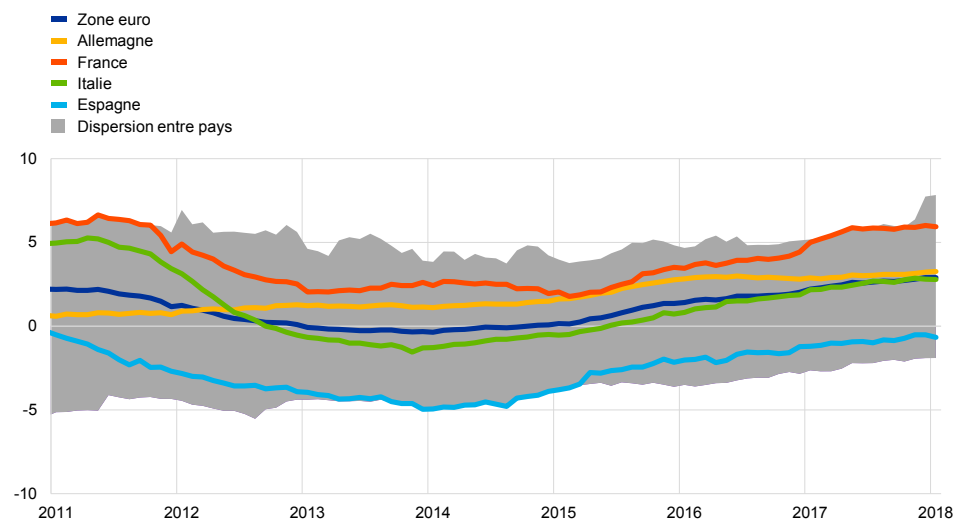
Source : BCE.

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

Graphique 25

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

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

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

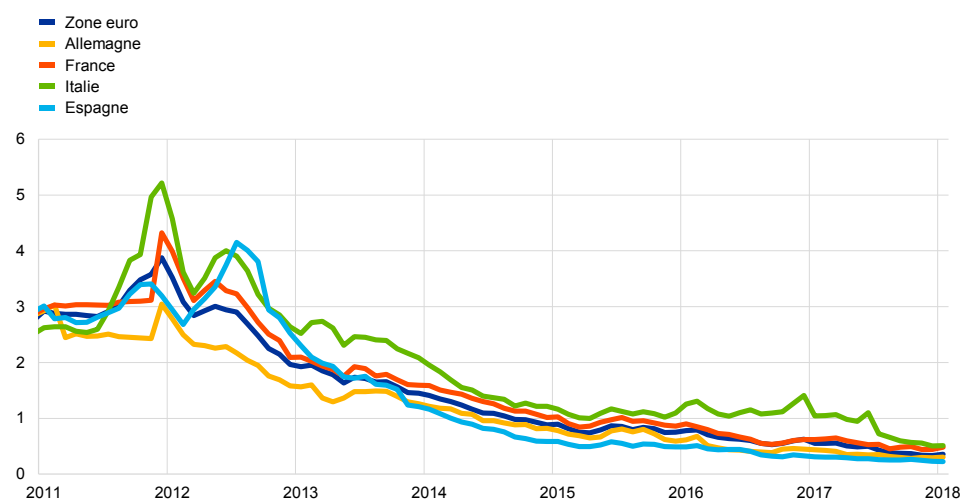
Les conditions de financement des banques se sont maintenues à un niveau historiquement bas. Le coût composite du financement par endettement des banques est demeuré globalement inchangé, à un niveau historiquement bas, en janvier (cf. graphique 26). Cette évolution s'explique par la stabilité des coûts des dépôts, en dépit de la légère hausse des rendements des obligations bancaires en janvier. L'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE, le

remboursement net des engagements financiers à long terme des IFM, le renforcement des bilans des banques et la diminution de la fragmentation sur les marchés financiers ont contribué collectivement à des conditions de financement bancaire favorables.

Graphique 26

Coût composite du financement par endettement des banques

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



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

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

Les taux d'intérêt sur les prêts bancaires accordés aux SNF sont tombés à un nouveau point bas historique.

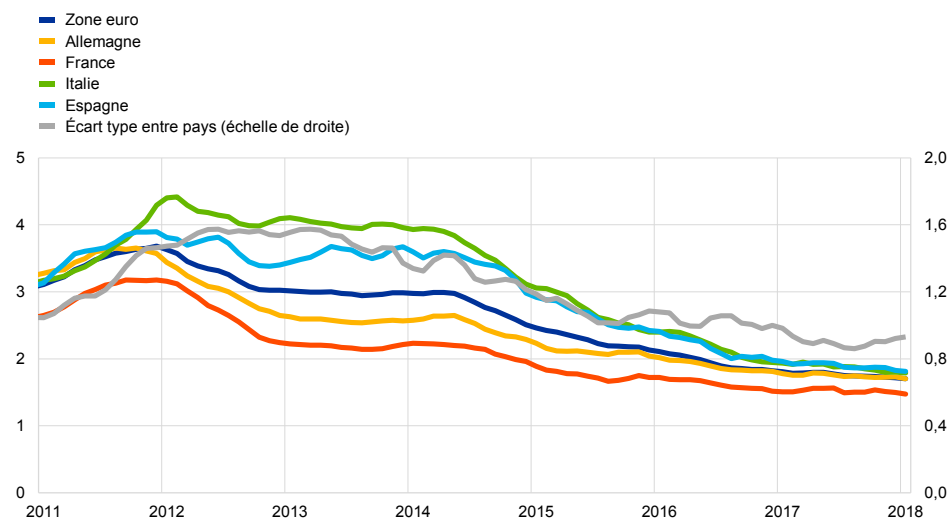
Les taux d'intérêt composites sur les prêts bancaires aux SNF (cf. graphique 27) ont encore diminué, pour atteindre un point bas historique de 1,67 % en janvier 2018. S'agissant des prêts bancaires aux ménages (cf. graphique 28), les taux d'intérêt composites sont restés globalement inchangés à 1,84 %, légèrement au-dessus de leur point bas historique de 1,78 % en décembre 2017. Dans l'ensemble, les taux d'intérêt composites sur les prêts bancaires accordés aux SNF et aux ménages ont enregistré un recul beaucoup plus marqué que les taux de référence du marché depuis l'annonce par la BCE des mesures d'assouplissement du crédit en juin 2014. Cela indique une amélioration de la répercussion des mesures de politique monétaire sur les taux débiteurs bancaires. La baisse des coûts composites du financement des banques a favorisé le fléchissement des taux débiteurs composites. Entre mai 2014 et janvier 2018, les taux débiteurs composites sur les prêts accordés aux SNF et aux ménages ont fléchi de 126 et 108 points de base, respectivement. La réduction des taux des prêts bancaires consentis aux SNF a été particulièrement forte dans les pays vulnérables de la zone euro, ce qui dénote une transmission plus homogène de la politique monétaire à ces taux dans l'ensemble de la zone. Au cours de la même période, l'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de très faible montant (inférieur ou égal à 250 000 euros) et ceux appliqués aux prêts de montant élevé (supérieur à 1 million) dans la zone euro s'est nettement resserré. Cette évolution indique que les

petites et moyennes entreprises ont généralement profité dans une plus large mesure que les grandes entreprises de la baisse des taux débiteurs bancaires.

Graphique 27

Taux d'intérêt composites sur les prêts aux SNF

(en pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur trois mois)



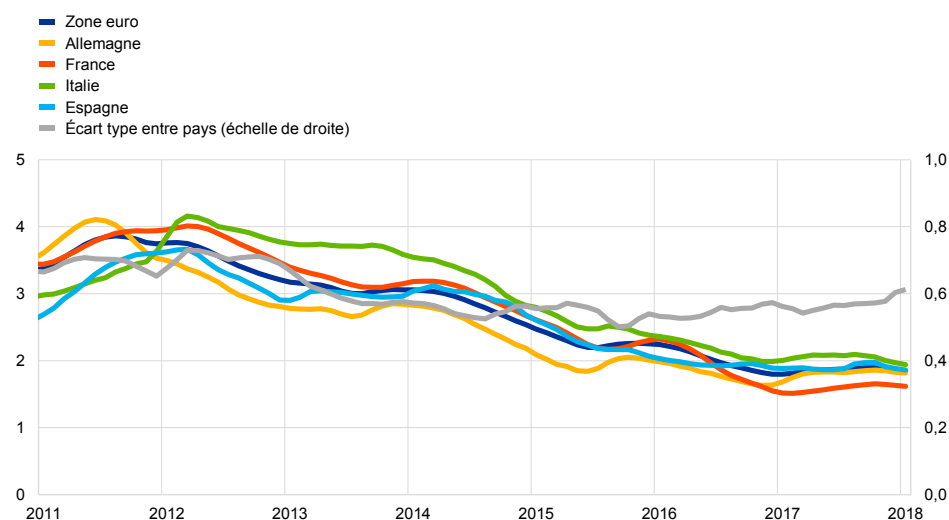
Source : BCE.

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

Graphique 28

Taux d'intérêt composites sur les prêts au logement

(en pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCE.

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

Selon les estimations, le flux annuel du financement externe total à destination des SNF de la zone euro s'est renforcé au quatrième trimestre 2017. Cette évolution reflète de nouvelles améliorations de la dynamique des prêts bancaires et

des effets de base. Globalement, le redressement du financement externe des SNF, observé depuis début 2014, a été favorisé par le renforcement de l'activité économique, de nouvelles diminutions du coût du financement par endettement, l'assouplissement des conditions d'octroi de crédits des banques et le nombre plus élevé de fusions et acquisitions. Dans le même temps, le niveau record – et croissant – de la trésorerie détenue par les SNF a réduit la nécessité du recours au financement externe.

Les émissions nettes de titres de créance par les SNF se sont ralenties au quatrième trimestre 2017. Bien qu'elles soient restées positives en octobre et en novembre, les émissions nettes ont été négatives en décembre. Selon les données de marché, toutefois, l'activité d'émission s'est de nouveau renforcée en janvier et s'est maintenue à des niveaux robustes en février. Les émissions nettes d'actions cotées par les SNF sont restées faibles au quatrième trimestre 2017.

Le coût de financement des SNF a légèrement augmenté depuis janvier.

Le coût nominal total du financement externe des SNF, qui comprend le crédit bancaire, l'émission de titres de dette sur le marché et le financement par émission d'actions, a légèrement augmenté, de quelque 15 points de base pour ressortir à 4,6 % en février, après être resté stable au cours des mois précédents. L'essentiel de la hausse enregistrée depuis janvier 2018 s'explique par l'augmentation des coûts de l'endettement de marché et du financement par émission d'actions. Si le coût actuel du financement externe est de 50 points de base environ supérieur à son point bas historique de juillet 2016, il reste inférieur au niveau observé mi-2014, lorsque les marchés ont commencé à anticiper l'introduction du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP).

6 Évolutions budgétaires

Selon les projections macroéconomiques de mars 2018 établies par les services de la BCE, le déficit budgétaire de la zone euro devrait continuer de décliner sur la période de projection (2017-2020). L'embellie des perspectives budgétaires tient principalement à une amélioration des conditions conjoncturelles et à une diminution des paiements d'intérêts, tandis que les mesures discrétionnaires d'assainissement sont limitées. L'orientation budgétaire au niveau agrégé pour la zone euro devrait en moyenne demeurer globalement neutre entre 2018 et 2020. Même si le ratio dette publique/PIB de la zone euro continuera de se replier, il n'en demeurera pas moins élevé. Les pays affichant des niveaux de dette élevés tout particulièrement auraient intérêt à reconstituer leurs réserves budgétaires.

Le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait se réduire à l'horizon des projections. D'après les projections macroéconomiques de mars 2018 établies par les services de la BCE ⁵, le ratio de déficit des administrations publiques de la zone euro reviendrait progressivement de 1 % du PIB en 2017 à 0,3 % du PIB en 2020 (cf. tableau 1). L'amélioration des perspectives budgétaires, qui se sont légèrement renforcées par rapport aux projections de décembre 2017, s'appuie principalement sur des conditions conjoncturelles favorables et sur des paiements d'intérêts en baisse.

Tableau 1
Évolutions budgétaires dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|------|------|------|------|
| a. Recettes totales | 46,0 | 45,6 | 45,3 | 45,2 |
| b. Dépenses totales | 47,0 | 46,3 | 45,9 | 45,5 |
| dont : | | | | |
| c. Paiements d'intérêts | 2,0 | 1,9 | 1,8 | 1,7 |
| d. Dépenses primaires (b - c) | 45,0 | 44,5 | 44,1 | 43,8 |
| Solde budgétaire (a - b) | -1,0 | -0,7 | -0,6 | -0,3 |
| Solde budgétaire primaire (a - d) | 1,0 | 1,1 | 1,1 | 1,4 |
| Solde budgétaire corrigé du cycle | -1,1 | -1,0 | -1,1 | -0,9 |
| Solde structurel primaire | 1,0 | 0,9 | 0,8 | 0,9 |
| Endettement brut | 86,7 | 84,4 | 82,1 | 79,7 |
| Pour mémoire : PIB en volume (variations en pourcentage) | 2,4 | 2,3 | 1,9 | 1,7 |

Sources : BCE et projections macroéconomiques établies en mars 2018 par les services de la BCE.

Notes : Les données se réfèrent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro. La somme des composantes peut ne pas être égale à 100 en raison des arrondis.

⁵ Cf. les [Projections macroéconomiques de mars 2018 pour la zone euro établies par les services de la BCE](#).

L'orientation budgétaire devrait en moyenne demeurer globalement neutre entre 2018 et 2020 dans la zone euro⁶. En 2018, des baisses des impôts directs et des réductions des cotisations de sécurité sociale acquittées par les travailleurs devraient en grande partie être compensées par des relèvements des impôts indirects et par une croissance modérée des dépenses courantes des administrations publiques. Une orientation neutre de la politique budgétaire est également attendue pour 2019 et 2020 vu que les mesures expansionnistes du côté des recettes devraient être intégralement contrebalancées par une nouvelle réduction des dépenses publiques. Ce constat donne à penser que les pays de la zone euro n'envisagent pas de tirer profit de l'affermissement et de la pérennité de l'expansion économique pour constituer des réserves budgétaires. Comme l'explique l'encadré intitulé « L'orientation de la politique budgétaire au cours des précédentes périodes d'expansion » du présent *Bulletin économique*, les politiques budgétaires menées en période économique prospère ont, de manière générale, été insuffisamment contracycliques durant la phase expansionniste précédant la crise financière.

Les niveaux élevés de dette publique dans la zone euro devraient continuer à refluer. Le ratio moyen dette publique/PIB de la zone euro, qui avait culminé en 2014, devrait retomber de 86,7 % du PIB en 2017 à 79,7 % du PIB d'ici fin 2020. La réduction du ratio moyen dette publique/PIB de la zone euro est soutenue par les hausses des excédents primaires observées actuellement et par des écarts favorables entre les taux d'intérêt et les taux de croissance sur fond de perspectives macroéconomiques globalement clémentes. En comparaison des projections de décembre, les perspectives relatives au ratio moyen dette publique/PIB se sont améliorées, traduisant un effet de base baissier provenant de 2017 ainsi qu'une légère augmentation des contributions des écarts entre les taux d'intérêt et les taux de croissance. Le profil du ratio moyen dette publique/PIB de la zone euro occulte néanmoins d'importantes différences entre pays. Si ce ratio devrait se replier dans la plupart des pays de la zone euro, il augmentera dans une poignée d'autres. Dans le cas des pays lourdement endettés surtout, la poursuite des efforts d'assainissement – de manière à satisfaire pleinement aux exigences du Pacte de stabilité et de croissance – est essentielle pour imprimer une tendance baissière ferme au ratio dette publique/PIB et pour rendre les finances publiques moins vulnérables à tout regain d'instabilité sur les marchés financiers ou à un brusque rebond des taux d'intérêt. L'analyse de la Commission européenne publiée récemment dans son « *Debt Sustainability Monitor 2017* », dont il ressort que des risques pèsent à moyen et à long termes sur la soutenabilité budgétaire dans plusieurs États membres, rejoint également ce point de vue. À cet égard, les réformes des retraites contribuent non seulement à la soutenabilité des finances publiques à long terme, mais peuvent de manière générale également aider à estomper les effets macroéconomiques à long terme potentiellement défavorables du vieillissement de la population,

⁶ L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance des politiques budgétaires sur l'économie au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée comme la variation du solde primaire structurel, c'est-à-dire le ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite des mesures temporaires telles que le soutien des pouvoirs publics au secteur financier. Pour plus de détails concernant 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.

ainsi que le montre l'article intitulé « L'impact économique du vieillissement de la population et des réformes des retraites » publié dans le présent *Bulletin économique*.

Encadrés

1 La hausse récente des prix du pétrole va-t-elle durer ?

Irma Alonso Álvarez et Frauke Skudelny

Les prix du pétrole sont passés de 45 dollars le baril environ fin juin 2017 à quelque 65 dollars le baril début mars 2018 (cf. graphique A). Les principaux facteurs à l'origine de cette hausse ont été la croissance plus forte que prévu de la demande mondiale, la stratégie adoptée par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et certains autres pays non membres de l'OPEP consistant à ajuster leur production – mouvement compensé en partie par l'augmentation de la production aux États-Unis – et les événements géopolitiques. Le présent encadré analyse ces facteurs à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif structurel (SVAR) et évalue s'ils sont susceptibles de persister.

Graphique A

Prix du Brent

(en dollars par baril)



Source : Bloomberg.

La croissance plus forte que prévu de la demande mondiale est l'un des facteurs à l'origine de la hausse des prix du pétrole observée depuis mi-2017.

À partir d'un modèle SVAR similaire à celui développé par Kilian et Murphy ⁷, le graphique B présente les contributions de l'offre de pétrole, de la demande agrégée et de la demande de pétrole à titre de précaution à la variation du prix du pétrole depuis juin 2017. Les résultats indiquent que la demande agrégée mondiale (barre jaune) a contribué à influencer les prix du pétrole sur la période concernée. En effet, les anticipations relatives à la croissance mondiale pour 2017 ont été revues à la hausse dans les projections établies par les services de la BCE. Toutefois, le modèle utilisé indique que les facteurs d'offre, tels que l'accord conjoint conclu entre les

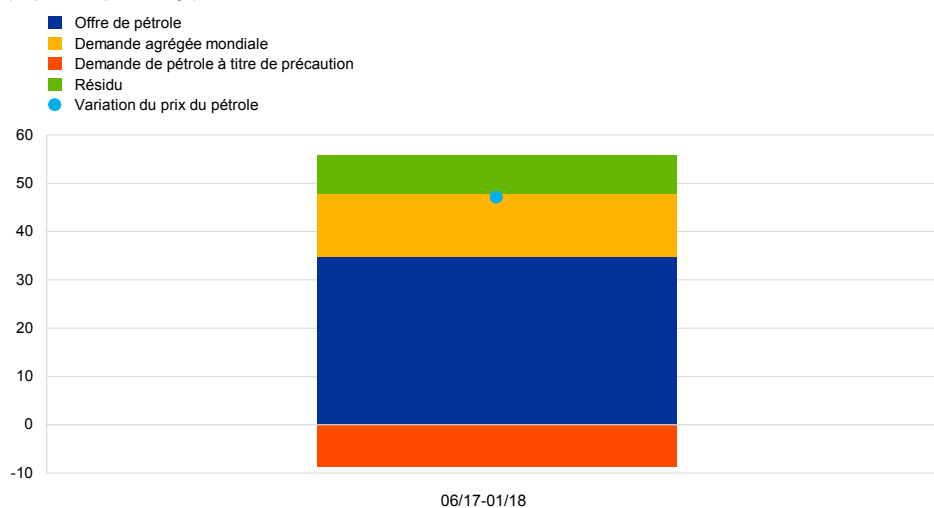
⁷ Cf. Kilian (L.) et Murphy (D.), « *The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil* », *Journal of Applied Econometrics*, volume 29, n° 3, 2014, p. 454-478.

pays de l'OPEP et les pays hors OPEP sur la réduction de la production et les interruptions imprévues de l'offre, ont joué un rôle plus important pour expliquer la dynamique des prix au second semestre 2017.

Graphique B

Déterminants des prix du pétrole

(en points de pourcentage)



Sources : Agence internationale de l'énergie (AIE), U.S. Energy Information Administration (US EIA) et calculs des services de la BCE.

Un deuxième facteur, encore plus pertinent, à l'origine de la hausse des prix du pétrole est l'efficacité de la stratégie adoptée par les pays de l'OPEP et certains pays hors OPEP pour réduire leur production de pétrole. En novembre 2016, les pays de l'OPEP et certains pays non membres de l'OPEP ont décidé de limiter leur production de pétrole afin de fixer un niveau plancher pour les prix du pétrole. La déclaration de coopération couvrait initialement la période allant jusqu'en juin 2017, avant d'être prolongée jusqu'à mars 2018 en mai 2017 et jusqu'à décembre 2018 en novembre 2017. Le succès de cette stratégie dépend principalement de deux facteurs : la conformité avec l'accord et la réaction de la production de pétrole des États-Unis.

Le niveau de conformité a été relativement satisfaisant au second semestre 2017. Le graphique C présente la variation de la production de pétrole pour les pays de l'OPEP (barres bleu foncé) et pour les pays hors OPEP participant à l'accord (barres rouges), ainsi que les réductions convenues par chacun. Le taux de conformité a été plus élevé au cours du second semestre 2017, ce qui a renforcé la crédibilité de l'accord et contribué à faire monter les prix. Le taux de conformité plus élevé des pays de l'OPEP et des participants hors OPEP sur cette période a entraîné une réduction de la production de 0,4 million de barils supplémentaires par jour par rapport au niveau observé entre janvier et juin 2017. De plus, les évolutions récentes laissent penser que ces pays vont poursuivre leur politique de réduction de la production jusqu'à fin 2018 et éventuellement au-delà.

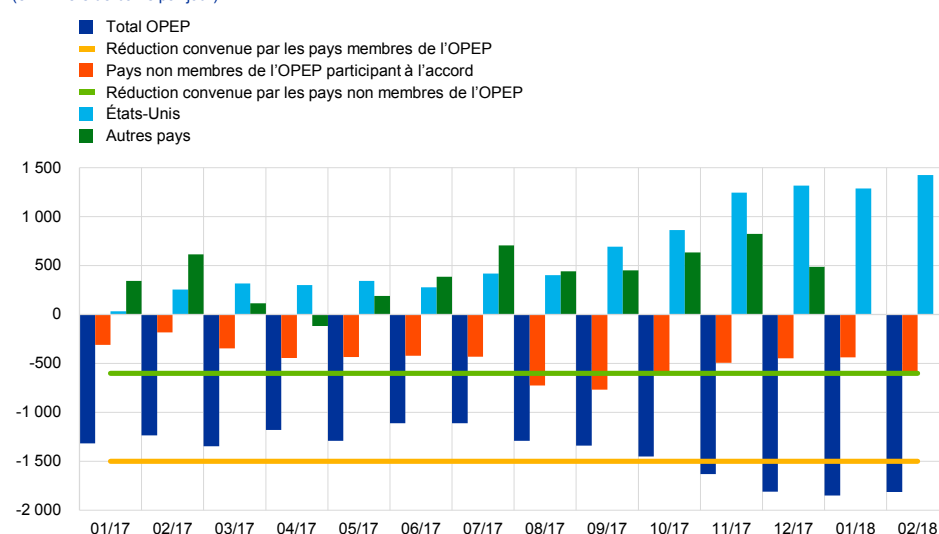
Dans le même temps, la production de pétrole aux États-Unis (barres bleu clair dans le graphique C) a augmenté, plus particulièrement au second

semestre 2017, compensant en partie l'effet exercé par le niveau de conformité plus élevé. D'autres pays ont également augmenté leur production depuis octobre 2016⁸. Selon les données de Rystad Energy, les investissements dans le secteur du pétrole de schiste aux États-Unis ont augmenté en 2017 et devraient continuer de s'inscrire en hausse au cours des prochaines années. Tant que le prix du pétrole ne chute pas en deçà de 50 dollars le baril environ, l'augmentation de la production américaine s'avèrera probablement plus durable, le pétrole de schiste étant rentable autour de ce niveau⁹.

Graphique C

Variations de la production de pétrole par rapport à octobre 2016

(en milliers de barils par jour)



Sources : Sources : AIE et calculs des services de la BCE.

Notes : Les variations de la production de pétrole sont calculées en utilisant octobre 2016 comme date de référence, comme défini dans l'accord de novembre 2016. « Autres pays » se rapporte à la production mondiale à l'exclusion de la production des États-Unis et des pays de l'OPEP et hors OPEP couverts par l'accord.

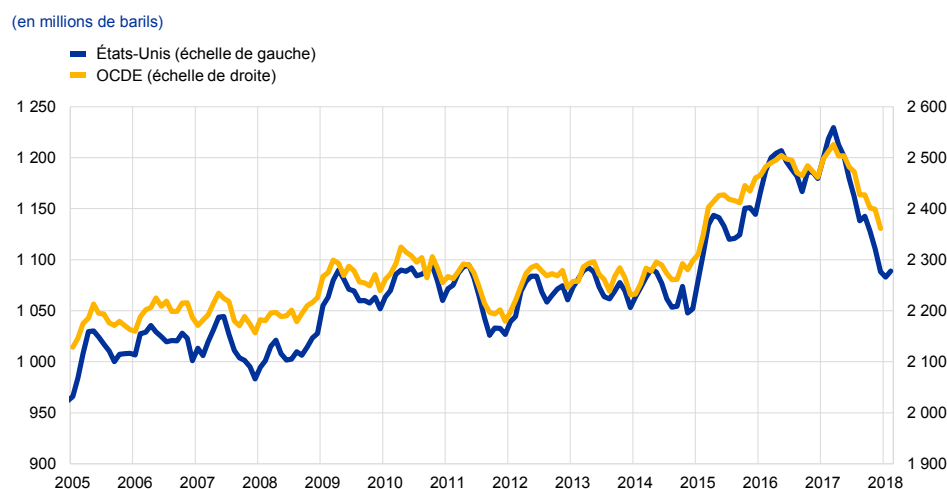
La diminution persistante des stocks (cf. graphique D) laisse penser que des tensions apparaissent sur les marchés du pétrole, ce qui exerce de nouvelles pressions à la hausse sur les prix et explique pourquoi la courbe des contrats à terme s'est déplacée en situation de déport (*backwardation*). Lorsque les stocks sont bas, le rendement d'opportunité (c'est-à-dire l'avantage qu'il y a à stocker du pétrole) est élevé, entraînant, toutes choses égales par ailleurs, une hausse du prix au comptant par rapport au prix des contrats à terme. Cela signifie que dans un scénario de déport, la pente de la courbe des contrats à terme a tendance à être plus accentuée lorsque les stocks sont bas. Le rôle crucial joué par les stocks explique pourquoi les marchés réagissent si fortement aux données d'inventaire inattendues, en particulier aux États-Unis. Par exemple, si les stocks diminuent plus qu'attendu par les marchés, les prix ont tendance à augmenter en

⁸ Dans l'accord conclu en novembre 2016 pour réduire la production, les niveaux d'octobre 2016 sont utilisés comme base de référence pour ajuster la production de pétrole brut, excepté pour l'Angola pour lequel la référence est septembre 2016.

⁹ Selon les données individuelles de Rystad Energy, le prix d'équilibre moyen de la production américaine de pétrole de schiste est proche de 50 dollars.

raison des anticipations d'un rééquilibrage du marché, comme cela s'est produit au quatrième trimestre 2017.

Graphique D Stocks



Sources : AIE et U.S. Energy Information Administration

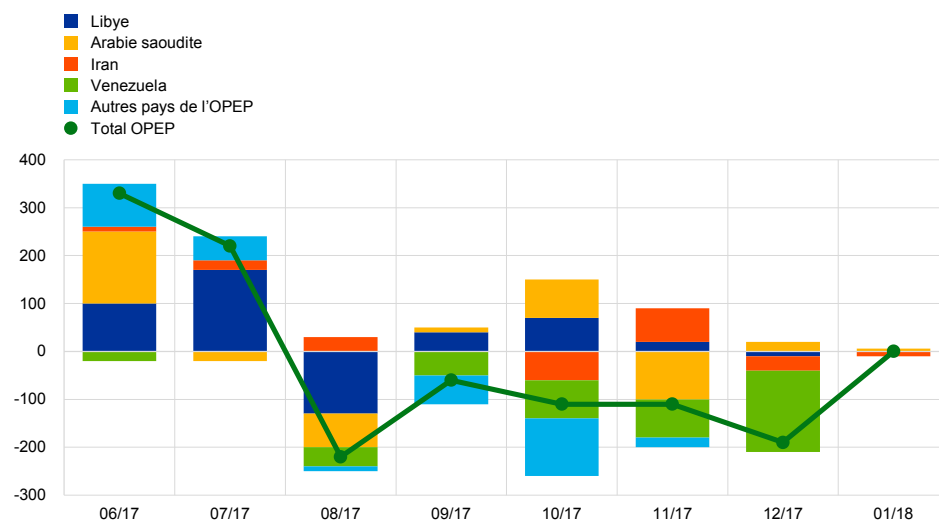
S'agissant du troisième facteur influençant les prix, plusieurs événements géopolitiques et des arrêts de la production se sont produits au second semestre 2017, qui ont contribué à la hausse des prix du pétrole.

Les troubles politiques au Venezuela, conjugués à la détérioration du réseau pétrolier et aux sanctions financières imposées par les États-Unis, ont entraîné une nouvelle baisse de 0,4 million de barils par jour environ de la production de pétrole du pays au second semestre 2017 (cf. graphique E). L'Iran a également été affecté par des troubles politiques en décembre. Même si cet épisode a été de courte durée, et son impact sur la production très faible, il a suscité des inquiétudes quant à la possibilité que les États-Unis adoptent une position politique plus dure vis-à-vis de l'Iran et imposent de nouveau des sanctions à moyen terme. De plus, les travaux d'entretien d'été ont réduit la production en Russie, au Mexique et en mer du Nord. Enfin, l'explosion d'un oléoduc en Libye a entraîné une réduction de la production de pétrole de 0,1 million de barils par jour durant une semaine en décembre, tandis que la fermeture pour réparation de l'oléoduc de Forties en mer du Nord a réduit l'offre de pétrole de quelque 0,25 million de baril par jour de mi-décembre à mi-janvier. Ces facteurs géopolitiques et ces arrêts de la production, qui sont vraisemblablement de nature temporaire pour la plupart, se reflètent dans la contribution positive de l'offre de pétrole à la hausse des prix présentée dans le graphique B. À plus long terme, la situation géopolitique incertaine au Venezuela et en Iran pourrait affecter les prix du pétrole et provoquer un léger accès de volatilité à court terme.

Graphique E

Production de pétrole des pays de l'OPEP

(variation mensuelle en milliers de barils par jour)



Sources : AIE et calculs des services de la BCE.

Dans l'ensemble, tandis que certains facteurs à l'origine de la hausse des prix du pétrole depuis mi-2017 semblent de nature temporaire, d'autres devraient avoir des effets plus durables, notamment la production de pétrole de schiste et l'accord conclu par les pays producteurs de l'OPEP et hors OPEP pour rééquilibrer le marché. Les prix du pétrole ont légèrement baissé en février, certains facteurs temporaires tels que les fermetures d'oléoducs et les troubles politiques en Iran s'étant atténués. Une augmentation inattendue des stocks de pétrole brut des États-Unis et une révision à la hausse de la prévision relative à la production de pétrole brut de ce pays pour les prochaines années ont jeté le doute sur la capacité de la demande à suivre le rythme de l'augmentation de l'offre. Dans ce contexte, le succès de la stratégie de l'OPEP dépendra non seulement de l'engagement de ses membres, qui s'est avéré relativement fort au second semestre 2017, mais également de la vitesse de réaction de la production de pétrole dans les pays non participants. Cela concerne en particulier les États-Unis, où le prix d'équilibre moyen se situe à 50 dollars le baril environ.

La liquidité des marchés de la dette souveraine de la zone euro depuis le début du PSPP

Linās Jurkšas, Daniel Kapp, Ken Nyholm et Julian Von Landesberger

La liquidité des marchés de la dette souveraine de la zone euro est importante pour la transmission de la politique monétaire de la BCE. En particulier, un degré élevé de liquidité renforce le lien entre les décisions de politique monétaire de la BCE, la courbe des rendements, les prix des actifs financiers en général, ainsi que le coût total et le flux de financement au sein de l'économie. La liquidité des marchés de la dette souveraine doit faire l'objet d'un suivi plus étroit depuis la mise en œuvre du programme d'achats de titres du secteur public par la BCE (PSPP), qui a donné lieu à l'acquisition d'une part significative de l'encours des obligations souveraines de la zone euro. Dans ce contexte, cet encadré présente certains des indicateurs de la liquidité du marché faisant l'objet d'un suivi régulier par la BCE. Dans l'ensemble, les indicateurs suggèrent que les conditions de la liquidité sur les marchés de la dette souveraine ne se sont pas détériorées depuis le début du PSPP (le 9 mars 2015).

Un marché liquide se définit généralement comme un marché sur lequel l'exécution d'une opération standard a un impact limité sur les prix. En d'autres termes, un marché liquide présente des carnets d'ordres volumineux, qui se reconstituent rapidement après l'exécution d'une opération. Ainsi, les modifications de prix induites par une transaction seraient minimales et temporaires. Naturellement, si l'on considère qu'une opération exécutée fournit de nouvelles informations sur la valeur fondamentale de l'actif négocié, il y aurait un ajustement proportionnel des cours vendeurs et acheteurs, sans altération du volume du carnet d'ordres autour des nouvelles valeurs.

Les indicateurs de la liquidité du marché se concentrent en général sur un ou plusieurs aspects du coût des transactions, de la profondeur du marché et/ou de sa résilience. L'indicateur le plus simple est l'écart affiché entre cours acheteur et cours vendeur, qui fournit des informations sur le coût attendu d'une opération. On peut construire des indicateurs plus significatifs en associant les informations relatives à l'écart cours acheteur–cours vendeur et, par exemple, le volume des carnets d'ordres, qui permet d'évaluer le volume d'opérations qu'un marché est capable d'absorber à un moment donné. Les mesures de la profondeur d'un marché s'appuient généralement sur les informations tirées des carnets d'ordres à cours limité¹⁰, qui constituent pour les intervenants de marché le barème dont ils disposent en termes de volume et de prix. La résilience est fonction de la dynamique de marché, c'est-à-dire le temps nécessaire à la reconstitution des carnets d'ordres après l'exécution d'une opération ; elle se concentre donc sur la dimension temporelle de la liquidité de marché.

¹⁰ Un carnet d'ordres à cours limité est un système de négociation dans lequel les cours vendeurs et acheteurs soumis par les intervenants de marché sont placés en file d'attente et exécutés selon une séquence prédéfinie.

Dans le présent encadré, nous analysons la liquidité des marchés de la dette souveraine de la zone euro à l'aide de trois indicateurs : le ratio d'Amihud, un indicateur de la liquidité fondé sur les carnets d'ordres et un indicateur de la liquidité établi à partir de l'exécution des opérations. Bien que ces trois indicateurs s'appuient sur des séries différentes de données de marché (respectivement, les opérations effectivement exécutées sur le marché, les carnets d'ordres à cours limité, et les cotations), ils se concentrent essentiellement sur les dimensions coût et volume de la liquidité.

Le ratio d'Amihud est largement utilisé. Il compare les variations des prix absolus avec les volumes négociés¹¹. Il correspond, pour une obligation donnée, au rapport entre la variation de prix en valeur absolue et le volume négocié sur un intervalle de temps donné. L'application du ratio d'Amihud aux obligations d'État soulève un problème pratique : la plupart des opérations sont réalisées sur le marché de gré à gré (*over-the-counter* – OTC), où les données de prix et de volume des transactions sont difficiles à obtenir, en particulier les données intrajournalières. De plus, l'indicateur ne prend pas en compte le fait que les prix des obligations peuvent bien sûr changer pour des raisons autres que le manque de liquidité. Afin de remédier à ces problèmes, on prend comme hypothèse, pour la variante considérée dans le présent encadré, que le volume négocié quotidien (pour lequel les données sont rapidement disponibles) est réparti de façon uniforme sur la journée et que la variation de prix en valeur absolue observée est ajustée de manière à éliminer l'effet de la tendance générale du marché. Dans la mesure où cet indicateur se concentre sur deux dimensions de la liquidité (le coût et le volume), il est souvent utile pour identifier l'aspect qui détermine les évolutions de la liquidité à certaines périodes. L'indicateur agrégé pour la zone euro est établi en calculant, dans un premier temps, la moyenne des valeurs des indicateurs du ratio d'Amihud pour l'ensemble des obligations souveraines d'un pays donné, éligibles au PSPP, et ensuite en pondérant les indicateurs composites des pays de leurs PIB respectifs.

L'indicateur de la liquidité fondé sur les carnets d'ordres est établi sur la base des données relatives aux écarts entre cours acheteur et cours vendeur et des quantités cotées tirées des carnets d'ordres à cours limité. Les données relatives aux opérations effectives ne sont donc pas nécessaires. Toutefois, cet indicateur dépend de la mesure dans laquelle le carnet d'ordres à cours limité est représentatif du marché. Il correspond, pour une obligation donnée, à la somme des cinq meilleures cotations côté acheteur et côté vendeur du carnet d'ordres, divisée par la somme des volumes cotés correspondants. C'est ce qu'illustre l'équation suivante :

$$\text{Degré d'illiquidité} \\ \text{établi sur la base} \\ \text{du carnet d'ordres}_{t,5\text{best}} = \frac{\text{ÉCART}_{t,5\text{best}}}{\text{QUANTITÉS}_{t,5\text{best}}} = \frac{\frac{1}{5} \sum_{j=1}^5 P_{t,\text{Ask}(j)} - \frac{1}{5} \sum_{j=1}^5 P_{t,\text{Bid}(j)}}{\sum_{j=1}^5 Q_{t,\text{Ask}(j)} + \sum_{j=1}^5 Q_{t,\text{Bid}(j)}}$$

où t représente le moment auquel le carnet d'ordres à cours limité est « gelé » pour les besoins du calcul, P le prix, et Ask et Bid indiquent de quel côté du carnet

¹¹ Cf. Amihud (Y.), « *Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects* », *Journal of Financial Markets*, vol. 5(1), p. 31-56, 2002.

d'ordres le prix est observé. La variable Q est la quantité pouvant être négociée à un prix coté donné et j , l'ordre de priorité des offres dans le carnet d'ordres à cours limité (des premiers aux cinquièmes meilleurs cours acheteurs et vendeurs avec les quantités correspondantes). L'indicateur est calculé pour la deuxième émission la plus récente d'obligations souveraines à dix ans de chaque pays, et les résultats sont ensuite pondérés de la taille du PIB des différents pays afin d'obtenir un indicateur agrégé pour la zone euro.

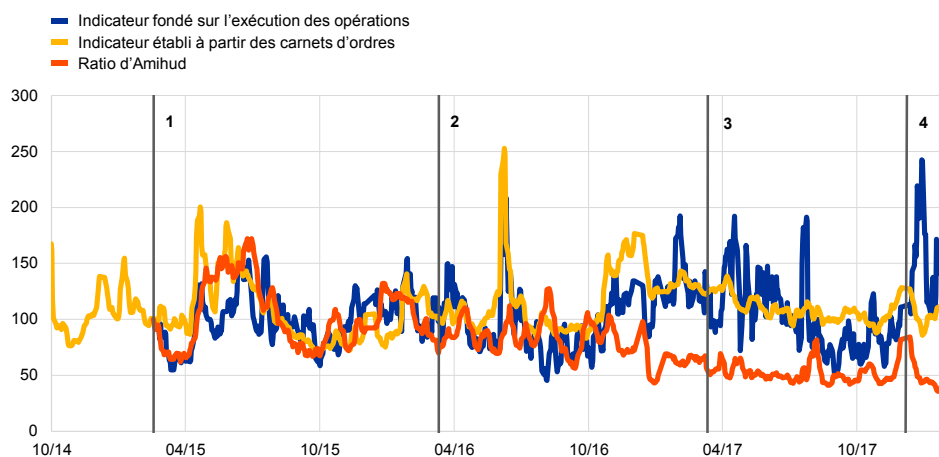
L'indicateur de la liquidité établi à partir de l'exécution des opérations utilise les informations issues des cotations pour les opérations réalisées au titre du PSPP. Lorsque ce type d'opérations est réalisé sur le marché OTC, les cotations fermes de prix et de volume proviennent de plusieurs contreparties. Les différences entre ces cotations contiennent des informations sur le degré de liquidité du marché. Pour une obligation donnée, cet indicateur correspond à l'écart entre les deux meilleures cotations, divisé par la durée de l'obligation. Seules les cotations donnant effectivement lieu à une transaction sont prises en compte. L'indicateur à l'échelle de la zone euro est calculé comme une moyenne pondérée du volume sur l'ensemble des obligations souveraines négociées.

Ces trois indicateurs suggèrent que les conditions de la liquidité sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro ne se sont pas détériorées depuis le début du PSPP (cf. graphique A). Si ces trois indicateurs ont affiché une certaine volatilité depuis le début du PSPP, ils n'ont cependant pas enregistré de tendance à la hausse, le ratio d'Amihud ayant même eu tendance à diminuer. Cela confirme que la liquidité de marché ne s'est pas détériorée, en dépit de l'accumulation au fil du temps des avoirs au titre du PSPP. De même, les indicateurs n'ont pas réagi de façon marquée à la modification du montant des achats mensuels dans le cadre du PSPP, l'indicateur établi à partir de l'exécution des opérations étant le seul à afficher une volatilité accrue au moment de la réduction du volume mensuel net – notamment après celle de début 2018.

Graphique A

Indicateurs de la liquidité des marchés de la dette souveraine depuis le début du PSPP

(indice : 100 = 9 mars 2015)



Sources : Bloomberg, EuroMTS Ltd et calculs de la BCE.

Notes : Le graphique retrace la moyenne mobile sur cinq jours des indicateurs. Une hausse (baisse) de ces indicateurs correspond à une détérioration (amélioration) des conditions de la liquidité. Les indicateurs sont normalisés à 100 le 9 mars 2015, date à laquelle les achats au titre du PSPP ont débuté. Les lignes verticales indiquent les modifications suivantes du volume des achats d'actifs au titre du PSPP : 1) le début du programme, avec un rythme mensuel de 60 milliards d'euros (9 mars 2015) ; 2) l'augmentation des achats nets mensuels à 80 milliards d'euros (1^{er} avril 2016) ; 3) la réduction des achats nets mensuels à 60 milliards d'euros (3 avril 2017) ; et 4) la réduction des achats nets mensuels à 30 milliards d'euros (2 janvier 2018). La dernière observation se rapporte au 20 février 2018.

Ces indicateurs tendent à enregistrer un pic autour des événements politiques et économiques associés à une détérioration attendue de la liquidité de marché. Par exemple, des pics ont été observés durant la période du « *Bund tantrum* » (qui a débuté le 29 avril 2015) et au moment du regain d'inquiétude au sujet d'un possible ralentissement significatif de la croissance économique en Chine (au premier trimestre 2016). Le référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'Union européenne (23 juin 2016) et les élections présidentielles aux États-Unis (8 novembre 2016) et en France (23 avril 2017) ont également été marqués par des pics d'illiquidité (cf. graphique A). En outre, la liquidité se détériore en général au cours de l'été et vers la fin de l'année. Toutefois, les pics du ratio d'Amihud observés autour de ces périodes sont plus modérés que ceux de l'indicateur fondé sur les carnets d'ordres. Les évolutions de l'indicateur établi à partir de l'exécution des opérations ressemblent à celles de l'indicateur fondé sur les carnets d'ordres, mais reflètent un bruit relativement plus important. Cela pourrait indiquer que le suivi devrait se concentrer sur l'indicateur fondé sur les carnets d'ordres ¹².

¹² Cela pourrait se justifier pour plusieurs raisons : premièrement, le montant d'ordres à cours limité soumis dépasse de loin le nombre d'opérations exécutées sur les marchés obligataires, ce qui permet à l'indicateur tiré des carnets d'ordres de réagir plus rapidement et plus facilement aux évolutions du marché. Deuxièmement, les indicateurs fondés sur les volumes de négociation risquent de sous-estimer la profondeur du marché, les quantités négociées étant généralement moins élevées que la quantité maximale qui aurait pu être négociée à un prix donné.

3 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 1^{er} novembre 2017 au 30 janvier 2018

Alaoíshe Luskin et Olivier Vergote

Cet encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE durant les septième et huitième périodes de constitution de réserves de 2017, qui se sont déroulées du 1^{er} novembre au 19 décembre 2017 et du 20 décembre 2017 au 30 janvier 2018, respectivement. Durant ces périodes, les taux des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt sont demeurés inchangés à 0,00 %, 0,25 % et – 0,40 %, respectivement.

Durant la période sous revue, l'Eurosystème a continué d'acquérir des titres du secteur public, des obligations sécurisées, des titres adossés à des actifs et des titres du secteur des entreprises dans le cadre de son programme d'achats d'actifs (APP), avec une cible d'achats mensuels de 60 milliards d'euros en moyenne jusqu'en décembre 2017. Le rythme des achats mensuels a été réduit à 30 milliards d'euros en moyenne à partir de janvier 2018, rythme qui sera maintenu jusqu'en septembre 2018 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif.

Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, est ressorti à 1 272,7 milliards d'euros, soit une hausse de 60,3 milliards par rapport à la précédente période sous revue (qui couvrait les cinquième et sixième périodes de constitution de 2017). Cette hausse du besoin de refinancement est attribuable à l'évolution du solde moyen des facteurs autonomes, qui a augmenté de 59,3 milliards d'euros pour atteindre 1 149,5 milliards au cours de la période sous revue, tandis que les réserves obligatoires ont augmenté de 1 milliard pour s'établir à 123,3 milliards.

La hausse du solde des facteurs autonomes, qui entraîne un retrait de liquidité, résulte principalement d'une diminution des facteurs apportant de la liquidité. La principale contribution a été apportée par la variation des actifs nets libellés en euros, qui ont diminué de 54,4 milliards d'euros pour s'établir à 251,8 milliards, en moyenne, au cours de la période sous revue. Les avoirs extérieurs nets ont également diminué, en moyenne, de 2 milliards d'euros, par rapport à la précédente période sous revue, pour ressortir à 635,0 milliards.

Les facteurs autonomes d'absorption de la liquidité ont légèrement augmenté au cours de la période sous revue, renforçant l'effet restrictif, sur la liquidité, des facteurs autonomes. La principale contribution a été apportée par les billets en circulation, qui ont augmenté de 9,3 milliards d'euros, à 1 151,9 milliards, et par les autres facteurs autonomes, qui sont ressortis à 695,6 milliards, en hausse de

5,3 milliards. Une diminution des dépôts des administrations publiques, de 11,8 milliards d'euros, a eu un effet inverse sur le niveau des facteurs autonomes d'absorption de la liquidité.

Tableau A

Situation de liquidité de l'Eurosystème

| | Du 1 ^{er} novembre 2017 au 30 janvier 2018 | Du 26 juillet 2017 au 31 octobre 2017 | Huitième période de constitution | | | Septième période de constitution | |
|---|--|--|-------------------------------------|----------------|----------------|-------------------------------------|----------------|
| Engagements – Besoins de refinancement (moyennes ; en milliards d'euros) | | | | | | | |
| Facteurs autonomes de la liquidité | 2 035,9 | (+2,8) | 2 033,1 | 2 040,8 | (+9,1) | 2 031,7 | (-15,0) |
| Billets en circulation | 1 151,9 | (+9,3) | 1 142,7 | 1 158,2 | (+11,6) | 1 146,6 | (+3,8) |
| Dépôts des administrations publiques | 188,3 | (-11,8) | 200,1 | 188,1 | (-0,4) | 188,5 | (-29,8) |
| Autres facteurs autonomes | 695,6 | (+5,3) | 690,3 | 694,5 | (-2,1) | 696,6 | (+11,0) |
| Comptes courants | 1 293,7 | (+45,7) | 1 248,0 | 1 275,2 | (-34,5) | 1 309,7 | (+56,4) |
| Instrument de politique monétaire | 808,8 | (+56,9) | 752,0 | 812,9 | (+7,5) | 805,4 | (+35,0) |
| Réserves obligatoires | 123,3 | (+1,0) | 122,2 | 123,8 | (+0,9) | 122,9 | (+0,6) |
| Facilité de dépôt | 685,6 | (+55,8) | 629,8 | 689,2 | (+6,6) | 682,5 | (+34,4) |
| Opérations de réglage fin de retrait de liquidité | 0,0 | (+0,0) | 0,0 | 0,0 | (+0,0) | 0,0 | (+0,0) |
| Actifs – Offre de liquidité (moyennes ; en milliards d'euros) | | | | | | | |
| Facteurs autonomes de la liquidité | 886,8 | (-56,4) | 943,2 | 843,6 | (-80,2) | 923,8 | (-13,2) |
| Avoirs extérieurs nets | 635,0 | (-2,0) | 637,0 | 635,7 | (+1,2) | 634,5 | (-0,5) |
| Actifs nets libellés en euros | 251,8 | (-54,4) | 306,1 | 207,9 | (-81,4) | 289,3 | (-12,7) |
| Instrument de politique monétaire | 3 128,8 | (+160,9) | 2 968,0 | 3 161,9 | (+61,4) | 3 100,4 | (+89,0) |
| Opérations d' <i>open market</i> | 3 128,6 | (+160,9) | 2 967,7 | 3 161,7 | (+61,5) | 3 100,2 | (+89,0) |
| Opérations d'appels d'offres | 765,2 | (-7,8) | 773,0 | 763,5 | (-3,1) | 766,7 | (-5,3) |
| Opérations principales de refinancement | 2,9 | (-3,2) | 6,1 | 2,9 | (-0,1) | 3,0 | (-3,8) |
| Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois | 7,8 | (-0,6) | 8,4 | 7,8 | (-0,2) | 7,9 | (-0,4) |
| Opérations TLTRO I | 14,9 | (-3,7) | 18,6 | 13,4 | (-2,7) | 16,1 | (-1,1) |
| Opérations TLTRO II | 739,6 | (-0,4) | 740,0 | 739,5 | (-0,1) | 739,7 | (-0,1) |
| Portefeuilles d'achats fermes de titres | 2 363,4 | (+168,7) | 2 194,7 | 2 398,2 | (+64,6) | 2 333,5 | (+94,4) |
| 1 ^{er} programme d'achats d'obligations sécurisées | 6,1 | (-1,1) | 7,2 | 6,1 | (-0,0) | 6,1 | (-0,9) |
| 2 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées | 4,8 | (-0,1) | 4,9 | 4,7 | (-0,0) | 4,8 | (-0,1) |
| 3 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées | 240,5 | (+10,7) | 229,8 | 242,5 | (+3,6) | 238,8 | (+6,1) |
| Programme pour les marchés de titres | 89,0 | (-2,1) | 91,1 | 89,1 | (+0,2) | 88,9 | (-1,6) |
| Programme d'achats de titres adossés à des actifs | 25,1 | (+0,5) | 24,6 | 25,1 | (+0,0) | 25,1 | (+0,5) |
| Programme d'achats de titres du secteur public | 1 867,8 | (+141,6) | 1 726,2 | 1 897,3 | (+54,7) | 1 842,6 | (+79,3) |
| Programme d'achats de titres du secteur des entreprises | 130,1 | (+19,3) | 110,9 | 133,4 | (+6,1) | 127,3 | (+11,0) |
| Facilité de prêt marginal | 0,2 | (-0,0) | 0,3 | 0,2 | (-0,1) | 0,2 | (+0,0) |
| Autres informations fondées sur la liquidité (moyennes ; en milliards d'euros) | | | | | | | |
| Besoin global de refinancement | 1 272,7 | (+60,3) | 1 212,5 | 1 321,3 | (+90,2) | 1 231,1 | (-1,2) |
| Facteurs autonomes ¹ | 1 149,5 | (+59,3) | 1 090,2 | 1 197,6 | (+89,3) | 1 108,3 | (-1,8) |
| Excédent de liquidité | 1 855,8 | (+100,6) | 1 755,3 | 1 840,4 | (-28,7) | 1 869,1 | (+90,2) |
| Évolution des taux d'intérêt (moyennes ; en pourcentage) | | | | | | | |
| Opérations principales de refinancement | 0,00 | (+0,00) | 0,00 | 0,00 | (+0,00) | 0,00 | (+0,00) |
| Facilité de prêt marginal | 0,25 | (+0,00) | 0,25 | 0,25 | (+0,00) | 0,25 | (+0,00) |
| Facilité de dépôt | -0,40 | (+0,00) | -0,40 | -0,40 | (+0,00) | -0,40 | (+0,00) |
| Eonia | -0,351 | (+0,006) | -0,357 | -0,359 | (-0,014) | -0,345 | (+0,014) |

Source : BCE.

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

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

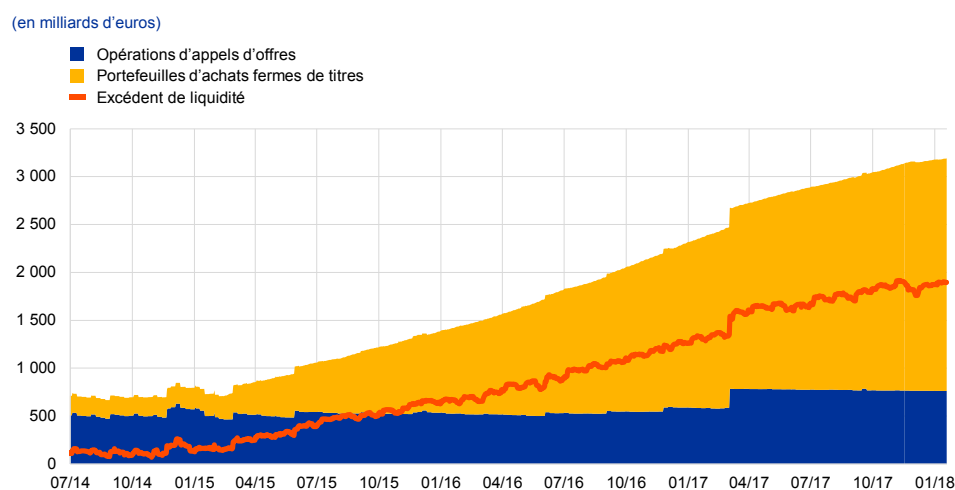
La volatilité au jour le jour des facteurs autonomes est restée élevée au cours de la période sous revue et globalement inchangée par rapport à la période précédente. Cette volatilité reflète essentiellement les fluctuations des dépôts des administrations publiques et des actifs nets libellés en euros.

Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

Au cours de la période sous revue, le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations d'open market (opérations d'appels d'offres et achats dans le cadre de l'APP) a augmenté de 160,9 milliards d'euros pour s'établir à 3 128,6 milliards (cf. graphique A). Cette hausse est entièrement attribuable à l'APP, tandis que la demande a encore légèrement diminué dans le cadre des opérations d'appels d'offres.

Graphique A

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



Source : BCE.

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des opérations d'appels d'offres a légèrement diminué durant la période sous revue, de 7,8 milliards d'euros, pour s'établir à 765,2 milliards. Cette diminution s'explique essentiellement par une baisse du montant moyen de l'encours des opérations de refinancement à plus long terme, de 4,1 milliards d'euros, résultant largement de remboursements volontaires anticipés de fonds empruntés dans le cadre de ces opérations. La liquidité moyenne fournie par les opérations principales de refinancement a baissé de 3,2 milliards d'euros et le montant moyen de la liquidité fournie par les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois a diminué de 0,6 milliard.

Avec les achats réalisés dans le cadre de l'APP, la liquidité fournie par le biais des portefeuilles de titres de l'Eurosystème liés à la mise en œuvre de la politique monétaire a augmenté de 168,7 milliards d'euros pour s'établir à

2 363,4 milliards, en moyenne. La liquidité fournie par le programme d'achats de titres du secteur public (PSPP), par le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées, par le programme d'achats de titres adossés à des actifs et par le programme d'achats de titres du secteur des entreprises a augmenté, en moyenne, de 141,6 milliards d'euros, de 10,7 milliards, de 0,5 milliard et de 19,3 milliards, respectivement. La réduction de la liquidité résultant du remboursement d'obligations détenues dans le cadre du programme pour les marchés de titres et des deux programmes précédents d'achats d'obligations sécurisées a représenté au total 3,3 milliards d'euros.

Excédent de liquidité

Par suite des évolutions examinées en détail précédemment, l'excédent de liquidité moyen au cours de la période sous revue a augmenté de 100,6 milliards d'euros par rapport à la période précédente pour s'établir à 1 855,8 milliards (cf. graphique A). Comme mentionné plus haut, cette hausse reflète en grande partie la liquidité fournie par le biais de l'APP avec une cible d'achats mensuels de 60 milliards d'euros jusqu'en décembre 2017 et de 30 milliards à partir de janvier 2018. Cette évolution a été partiellement contrebalancée par une augmentation des besoins de refinancement résultant principalement des facteurs autonomes. Une analyse plus détaillée de la période sous revue montre que l'effet modérateur des facteurs autonomes sur la hausse de l'excédent de liquidité s'est exercé essentiellement durant la huitième période de constitution. En particulier, au cours de cette période, l'excédent de liquidité a diminué de 28,7 milliards d'euros, la liquidité injectée *via* les achats réalisés dans le cadre de l'APP ayant été contrebalancée par la réduction des facteurs autonomes d'élargissement de la liquidité sous l'effet d'une baisse des actifs nets libellés en euros, conjuguée à une augmentation du besoin global de refinancement du secteur bancaire résultant principalement d'une hausse de la demande de billets. En revanche, durant la septième période de constitution, l'excédent de liquidité a augmenté de 90,2 milliards d'euros en raison des achats réalisés dans le cadre de l'APP et d'une légère baisse des facteurs autonomes exerçant une incidence restrictive sur la liquidité, principalement en raison d'une réduction des dépôts des administrations publiques.

Cette augmentation de l'excédent de liquidité au cours de la période sous revue s'est reflétée dans la hausse des encours moyens sur les comptes courants, qui se sont renforcés de 45,7 milliards d'euros pour s'établir à 1 293,7 milliards au cours de la période sous revue, tandis que le recours moyen à la facilité de dépôt s'est encore accru, de 55,8 milliards, pour ressortir à 685,6 milliards.

Évolution des taux d'intérêt

Les taux du marché monétaire au jour le jour sont demeurés proches du taux de la facilité de dépôt, les taux des paniers de garanties spécifiques sur le compartiment des opérations garanties revenant même au-dessous de ce

niveau. Sur le compartiment des opérations en blanc, l'Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro) s'est établi en moyenne à $-0,351\%$, par rapport à une moyenne de $-0,357\%$ lors de la précédente période sous revue. L'Eonia a fluctué entre un point haut de $-0,241\%$ le dernier jour de novembre 2017 et un point bas de $-0,370\%$ début janvier 2018.

Sur le marché des opérations garanties, les taux moyens des opérations de pension au jour le jour sur le marché *GC Pooling* ont fléchi pour le panier de garanties standard et le panier étendu par rapport à la période précédente. Le taux moyen des opérations de pension au jour le jour s'est établi à $-0,447\%$ pour le panier de garanties standard, enregistrant un point bas de $-0,756\%$ en fin d'année, et le taux moyen du panier étendu est ressorti à $-0,415\%$.

La baisse enregistrée fin 2017 par les taux des opérations de pension des émetteurs des pays du « cœur » de la zone euro (*core repo rates*) est moins prononcée que celle de fin 2016. Cela suggère que les intervenants de marché ont adopté des pratiques plus efficaces en matière de gestion des garanties. En outre, cette évolution laisse également penser que la facilité de prêts de titres dans le cadre du PSPP a des effets positifs.

4 Évolutions récentes de l'emploi à temps partiel

Katalin Bodnár

Dans la zone euro, on a pu observer un recours croissant au travail à temps partiel. La part des travailleurs à temps partiel s'élève aujourd'hui à environ 22 % de l'emploi total et le travail à temps partiel explique environ un quart de la croissance nette de l'emploi observée au cours du redressement du marché du travail de la zone euro (à partir du deuxième trimestre 2013). Cet encadré examine les dernières évolutions et les caractéristiques des deux principaux groupes de travailleurs à temps partiel : les travailleurs à temps partiel en situation de sous-emploi et ceux qui ne le sont pas.

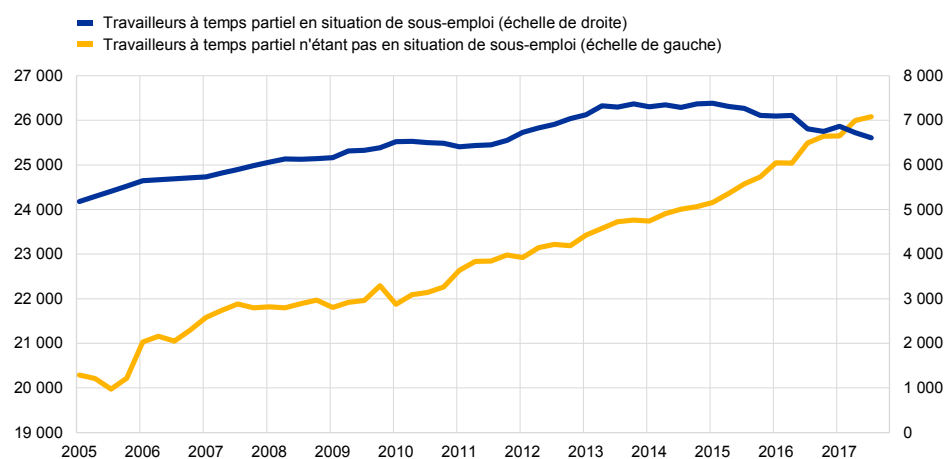
Le nombre de travailleurs à temps partiel en situation de sous-emploi a augmenté durant la crise, mais s'est récemment inscrit en baisse. Dans l'Enquête européenne sur les forces de travail, il est possible de distinguer les travailleurs à temps partiel cherchant à accroître leur nombre d'heures travaillées de ceux qui ne le cherchent pas. Le premier groupe correspond aux travailleurs « en situation de sous-emploi »¹³. Bien que les travailleurs inclus dans ce groupe occupent un emploi, ils sont généralement considérés comme partiellement au chômage ou sous-utilisés, ce qui signifie que le nombre d'heures de travail qu'ils souhaiteraient effectuer est supérieur au nombre d'heures demandé par leurs employeurs. Le sous-emploi dans la zone euro a augmenté à la fois au cours de la première phase de la Grande récession et dans le sillage de la crise de la dette souveraine. Il s'est inscrit en baisse récemment, mais reste supérieur à ses niveaux d'avant la crise (cf. graphique A). Ce profil d'évolution est comparable à celui du chômage.

¹³ Cf. la page *Eurostat Statistics Explained*, « [Underemployment and potential additional labour force statistics](#) ». L'emploi à temps partiel involontaire se rapporte à un concept similaire au sous-emploi, à quelques différences près : les travailleurs à temps partiel involontaire sont ceux qui travaillent à temps partiel car ils ne trouvent pas de travail à temps plein. Cf. également la page Eurostat intitulée « [EU labour force survey – methodology](#) ».

Graphique A

Nombre de travailleurs à temps partiel en situation de sous-emploi et n'étant pas en situation de sous-emploi dans la zone euro

(en milliers)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Données corrigées de l'incidence estimée des changements méthodologiques des séries chronologiques. Les données pour 2005-2008 sont établies à partir d'estimations des services de la BCE.

Le travail à temps partiel autre qu'en situation de sous-emploi s'est accru à la fois durant la crise et durant la reprise. Les membres du groupe des travailleurs à temps partiel ne cherchant pas à travailler un plus grand nombre d'heures occupent généralement un poste à temps partiel pour des raisons familiales, de santé ou autres (parce qu'ils sont étudiants, par exemple). Ce groupe représente la part de travailleurs à temps partiel la plus importante : quatre travailleurs à temps partiel sur cinq dans la zone euro sont satisfaits de leur nombre d'heures travaillées. Cette catégorie d'emploi à temps partiel n'a pas affiché de tendance cyclique ces dernières années ; en revanche, elle s'est régulièrement accrue à la fois pendant la crise et pendant la reprise (cf. graphique A). Ce profil suggère que cette catégorie de travail à temps partiel est principalement influencée par des facteurs structurels.

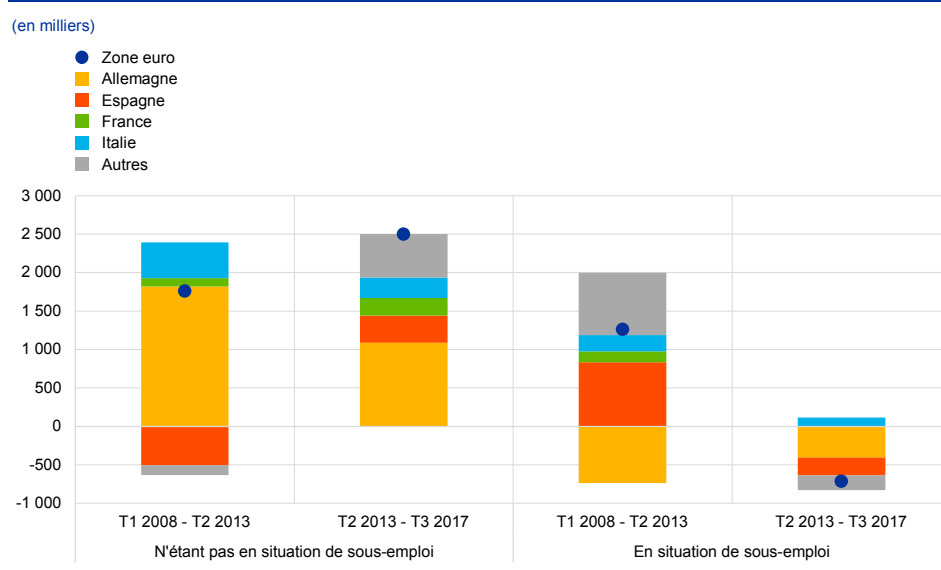
Le nombre de travailleurs à temps partiel n'étant pas en situation de sous-emploi a augmenté principalement en Allemagne, tandis que les contributions les plus importantes aux variations du sous-emploi dans la zone euro sont imputables à l'Espagne (cf. graphique B). Parmi les quatre principaux pays de la zone euro, c'est en Allemagne que la part du travail à temps partiel dans le total de l'emploi est la plus élevée. C'est également dans ce pays que la part des travailleurs à temps partiel satisfaits de leur nombre d'heures travaillées est la plus élevée et où les récentes hausses du travail à temps partiel n'ont pas été associées à du sous-emploi. En revanche, le sous-emploi a augmenté particulièrement fortement en Espagne et en Italie durant la crise. En Espagne, le sous-emploi a été alimenté par des personnes au chômage, à temps plein et à temps partiel n'étant pas en situation de sous-emploi¹⁴. La hausse considérable du sous-emploi durant la crise reflète probablement les modifications de la réglementation du travail à temps

¹⁴ Cf. également l'encadré intitulé « *Alternative measures of unemployment for the Spanish Economy* », *Economic Bulletin*, n° 2, Banco de España, 2017.

partiel ainsi que les répercussions de la crise sur le revenu et le patrimoine observées durant le ralentissement de l'économie, qui ont entraîné une hausse de l'offre de main-d'œuvre exprimée en heures. En Italie, le sous-emploi a sans doute été influencé par les mesures du gouvernement visant à soutenir une réduction des heures. Malgré un récent déclin, le sous-emploi reste supérieur à ses niveaux d'avant la crise en Italie et en Espagne, et nettement en deçà de ces niveaux en Allemagne.

Graphique B

Variation par pays du nombre de travailleurs à temps partiel en situation de sous-emploi et n'étant pas en situation de sous-emploi dans la zone euro durant la crise et la reprise



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Note : Données corrigées de l'incidence estimée des changements méthodologiques des séries chronologiques.

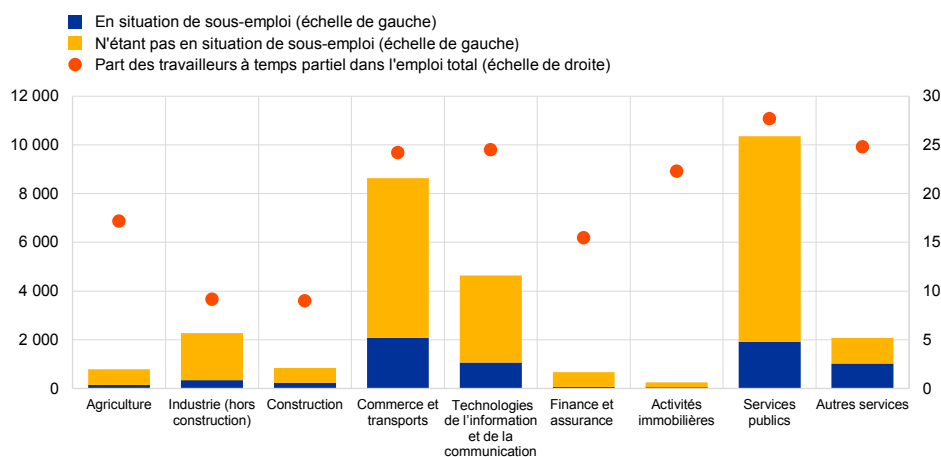
Les deux catégories de travail à temps partiel sont plus fréquentes dans le secteur des services et concernent en particulier les femmes. Dans la zone euro, les travailleurs à temps partiel sont concentrés dans trois secteurs : 1) le secteur des services publics, 2) le secteur du commerce, des transports, de l'hôtellerie et de la restauration et, 3) le secteur des technologies de l'information et de la communication. En conséquence, les deux catégories de travail à temps partiel sont également concentrées dans ces secteurs (cf. graphique C). En termes de caractéristiques individuelles, les femmes d'âge intermédiaire et plus âgées constituent la grande majorité des travailleurs à temps partiel (cf. graphique D). La distribution du travail à temps partiel entre les travailleurs à temps partiel en situation de sous-emploi et ceux qui ne le sont pas varie légèrement entre secteurs et selon les caractéristiques individuelles. Les travailleurs à temps partiel en situation de sous-emploi représentent la part la plus importante du total de l'emploi à temps partiel dans le secteur des autres services (qui recouvre les arts, les spectacles et les loisirs ; les autres activités de service ; et les activités des ménages et des organisations et organes extra-territoriaux), suivi par la construction, le commerce et les transports, et le secteur des technologies de l'information et de la communication. Ce travail à temps partiel en situation de sous-emploi est également

élevé parmi les hommes d'âge intermédiaire et les jeunes. Enfin, les travailleurs à temps partiel en situation de sous-emploi travaillent généralement un moins grand nombre d'heures que les travailleurs à temps partiel qui ne le sont pas.

Graphique C

Nombre de travailleurs à temps partiel en situation de sous-emploi et n'étant pas en situation de sous-emploi et part des travailleurs à temps partiel dans l'emploi total par secteur dans la zone euro en 2016

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

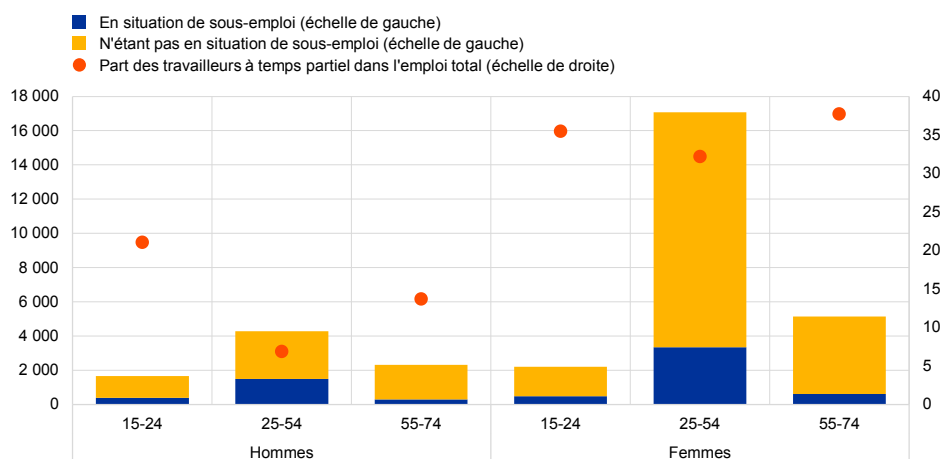


Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Graphique D

Nombre de travailleurs à temps partiel en situation de sous-emploi et n'étant pas en situation de sous-emploi et part des travailleurs à temps partiel dans l'emploi total par sexe et par tranche d'âge dans la zone euro au troisième trimestre 2017

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



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Il reste important de déterminer dans quelle mesure les travailleurs à temps partiel en situation de sous-emploi sont le signe d'un travail précaire et/ou de l'existence de capacités de production inutilisées dans l'économie. La littérature empirique constate que les travailleurs à temps partiel en situation de

sous-emploi ont tendance à avoir un niveau de sécurité de l'emploi, de satisfaction ¹⁵ au travail et de salaire ¹⁶ moins élevé que ceux qui ne sont pas en situation de sous-emploi. Le travail à temps partiel en situation de sous-emploi peut donc être considéré comme précaire dans certains cas. Toutefois, on ne sait pas non plus avec certitude dans quelle mesure les travailleurs à temps partiel en situation de sous-emploi sont effectivement disponibles pour travailler davantage d'heures et peuvent donc être considérés comme de la main-d'œuvre sous-utilisée ¹⁷. Dans le même temps, le travail à temps partiel n'étant pas en situation de sous-emploi peut être vu pour beaucoup comme une occasion d'entrer ou de rester sur le marché du travail et peut fréquemment se traduire par de la satisfaction au travail ¹⁸. Les travailleurs à temps partiel de cette catégorie semblent moins susceptibles de correspondre à des capacités de production inutilisées ou du travail précaire. Tout cela suggère que les récentes baisses du travail à temps partiel en situation de sous-emploi et la hausse continue du travail à temps partiel n'étant pas en situation de sous-emploi peuvent être considérées comme des sources d'amélioration du bien-être global.

¹⁵ Cf., par exemple, Vaalavuo (M.), « *Part-time work: A divided Europe* », *Evidence in focus*, Commission européenne, 2016 ; et Kauhanen (M.) et Nätti (J.), « *Involuntary temporary and part-time work, job quality and well-being at work* », *Working Papers*, n° 272, Labour Institute for Economic Research, Helsinki, 2011.

¹⁶ Veliziotis (M.), Matsaganis (M.) et Karakitsios (A.), « *Involuntary part-time employment: perspectives from two European labour markets* », *Working Papers* n° 15/02, ImPRovE, janvier 2015.

¹⁷ Cf., par exemple, Weale (M.), « *Slack and the labour market* », discours devant la *Thames Valley Chamber of Commerce*, 20 mars 2014.

¹⁸ Gallie (D.) et al., « *Quality of work and job satisfaction: comparing female part-time work in four European countries* », *International Review of Sociology*, vol. 26, n° 3, 2016, p. 457-481.

5 La fiabilité des estimations rapides préliminaires du PIB de la zone euro

Magnus Forsells et Stanimira Kosekova

Des statistiques fiables et rapidement disponibles sont essentielles pour l'analyse économique. Cet encadré examine et évalue la fiabilité de l'estimation rapide préliminaire établie par Eurostat pour la croissance trimestrielle du PIB de la zone euro, introduite début 2016. La politique monétaire unique de la zone euro dépend de l'existence d'indicateurs fiables, comparables et rapidement disponibles reflétant fidèlement les évolutions économiques. À cet égard, les comptes nationaux fournissent un tableau complet et cohérent de l'économie, ce qui fait d'eux la pierre angulaire de l'analyse de la politique monétaire. L'introduction d'une estimation rapide préliminaire du PIB a donc été une évolution bienvenue dans le cadre de l'effort permanent d'amélioration du paysage statistique européen. Toutefois, idéalement, la mise à disposition plus rapide des données devrait être réalisée sans compromettre la fiabilité, définie ici comme la proximité de l'estimation initiale avec les estimations ultérieures. Les informations concernant la fiabilité peuvent nous aider à interpréter les estimations initiales en termes d'incertitude entourant les données publiées ou à prévoir le sens des éventuelles révisions à venir. Si les indicateurs économiques fournissent des signaux qui induisent en erreur concernant les évolutions économiques, même s'ils sont plus tard corrigés par des révisions, cela peut avoir des conséquences négatives pour l'analyse économique.

L'introduction de l'estimation rapide préliminaire a permis d'avancer d'environ 15 jours la première publication des données relatives au PIB pour chaque période de référence, les estimations initiales étant produites 30 jours, et non plus 45 jours, après la fin du trimestre de référence. Eurostat, en collaboration avec les États membres de l'UE, a introduit l'estimation rapide préliminaire du PIB de la zone euro et de l'UE le 29 avril 2016, après une étude de faisabilité¹⁹. Dans la plupart des pays, les estimations à t+30 s'appuient largement sur les mêmes méthodes que celles utilisées à t+45. Toutefois, en raison de la disponibilité limitée des sources de données, le troisième mois du trimestre est généralement estimé ou partiellement estimé en appliquant des techniques de modélisation statistique reposant sur les informations mensuelles disponibles (par exemple, des statistiques conjoncturelles, des enquêtes auprès des chefs d'entreprise, des statistiques sur les évolutions des prix et des estimations préliminaires des données sources)²⁰. L'estimation rapide préliminaire pour la zone euro est établie sur la base (a) des estimations nationales pour six pays (la Belgique, l'Espagne, la France, la Lettonie, la Lituanie et l'Autriche, soit 40 % environ du PIB de la zone euro) qui sont publiées

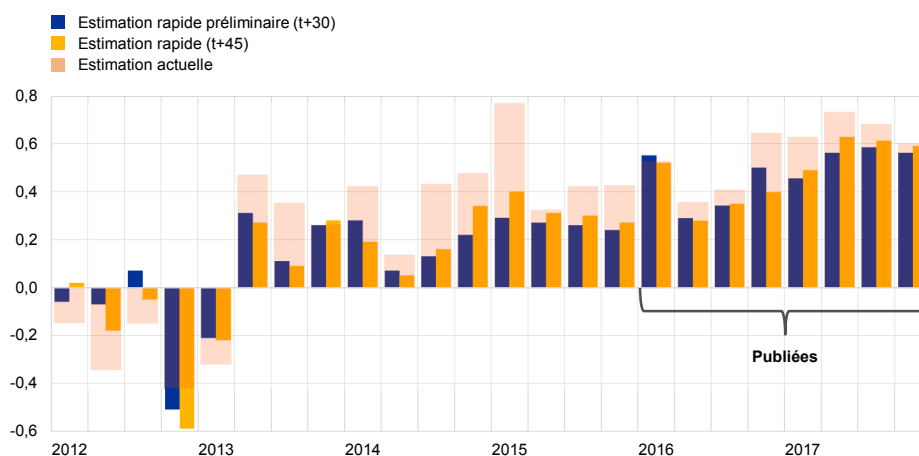
¹⁹ Cf. également le [site internet d'Eurostat](#) et l'encadré intitulé « Réduction du délai de publication de l'estimation rapide du PIB trimestriel de la zone euro : premières expériences », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

²⁰ Les méthodes d'estimation précises varient d'un pays à l'autre, mais peuvent inclure des modèles autorégressifs à retards échelonnés, des modèles factoriels dynamiques, des techniques de désagrégation temporelle, des modèles prévisionnels et des modèles multivariés comme indiqué dans les publications d'Eurostat « *Euro area and European Union GDP flash estimates at t+30* » et « *Overview of GDP flash estimation methods* ».

à t+30 et (b) les estimations nationales pour d'autres pays fournies à titre confidentiel à Eurostat pour le calcul de ces agrégats européens. Quatre pays de la zone euro (l'Irlande, le Luxembourg, Malte et la Slovénie, soit 4 % du PIB de la zone euro) ne produisent pas d'estimations à t+30 ou t+45, car ils publient leurs comptes nationaux 60 jours ou plus après la fin du trimestre de référence. L'inclusion de données à un stade ultérieur pour ces pays et l'incorporation de données révisées pour les pays ayant déjà fourni des estimations nationales préliminaires peuvent avoir une incidence sur l'estimation finale pour le trimestre de référence et, par conséquent, entraîner sa révision. Les révisions peuvent également refléter des évolutions de la composition de la zone euro et/ou des améliorations méthodologiques (telles que la transition vers le Système européen des comptes nationaux et régionaux (SEC 2010) en septembre 2014).

Graphique A Estimations du PIB de la zone euro

(variations trimestrielles en pourcentage)



Source : Eurostat.

Notes : La première estimation rapide préliminaire d'Eurostat a été publiée le 29 avril 2016 et se rapportait au premier trimestre 2016. Les estimations rapides préliminaires pour les périodes antérieures sont tirées de la publication d'Eurostat intitulée « *Euro area and European Union GDP flash estimates at 30 days* ». Dans le cadre de la présente analyse, des estimations à deux décimales sont utilisées. « Estimation actuelle » se rapporte aux données les plus récentes disponibles dans l'entrepôt de données statistiques de la BCE à partir du 7 mars 2018. Les estimations rapides sont établies sur la base de la composition de la zone euro à l'horizon pertinent, tandis que l'estimation actuelle se fonde sur la composition actuelle de la zone euro.

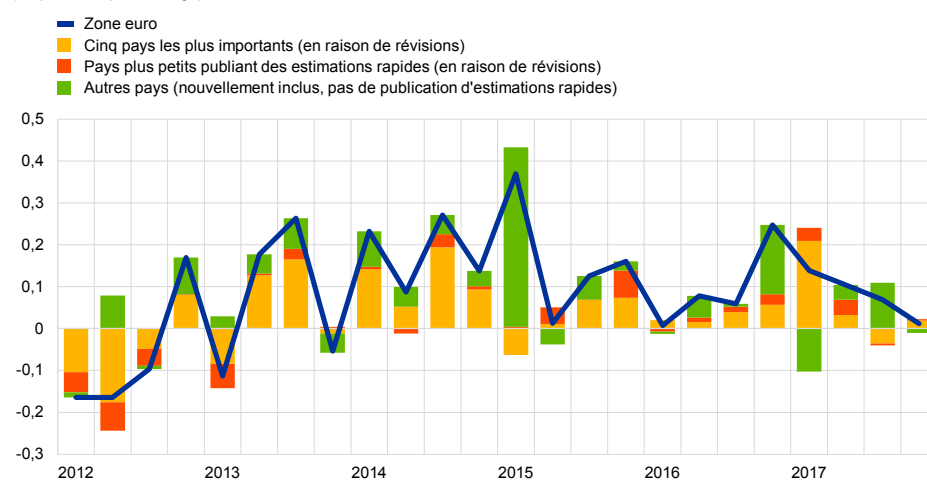
L'estimation rapide préliminaire (à t+30) a donné de bons résultats par rapport à l'estimation rapide (à t+45). Si l'on observe la période allant du premier trimestre 2012 au quatrième trimestre 2017, on ne constate, en moyenne, aucune différence entre l'estimation rapide préliminaire et l'estimation rapide (cf. graphique A). De plus, même en examinant les trimestres individuellement, aucun élément n'indique l'existence de différences importantes entre les deux estimations. Cela suggère que, malgré la date de publication avancée, la fiabilité de la première estimation s'est maintenue. Au bout du compte, bien sûr, il convient de comparer l'estimation rapide préliminaire et l'estimation rapide avec les dernières données de PIB disponibles, et les performances des deux estimations sont analogues à cet égard, chacune d'elle étant inférieure de 0,1 point de pourcentage en moyenne aux dernières données disponibles. Comme l'on pouvait s'y attendre, l'essentiel de cette révision découle des cinq pays les plus importants, puisqu'ils représentent plus de 80 % du PIB de la zone euro (cf. graphique B). Toutefois, des

pays plus petits ont également un rôle à jouer, soit (1) en raison de révisions de leurs propres estimations rapides, soit (2) parce que des pays qui ne produisent pas de données avant 60 jours ou plus après la fin du trimestre de référence sont inclus dans l'agrégat de la zone euro. De fait, les quatre pays plus petits qui ne produisent pas d'estimations à t+30 ou t+45 ont contribué assez largement aux révisions apportées au niveau de la zone euro, en particulier pour le premier trimestre 2015, le quatrième trimestre 2016 et le troisième trimestre 2017 ²¹.

Graphique B

Contributions aux différences entre l'estimation rapide à t+45 et les dernières données disponibles

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les cinq pays les plus importants en termes de PIB sont l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie et les Pays-Bas.

Les statistiques de la zone euro se sont améliorées au fil des années, mais il reste un certain nombre de défis à relever. L'introduction de l'estimation rapide préliminaire du PIB à t+30 est l'une des améliorations les plus significatives des comptes nationaux ces dernières années, qui a permis d'avancer la première estimation sans aucune perte de fiabilité. La BCE a régulièrement recours à de telles estimations dans son analyse et ses projections macroéconomiques, qui bénéficient de la réduction des délais de publication des données. D'autres pays de la zone euro devraient commencer à publier des estimations rapides préliminaires du PIB dans les prochaines années ²², mais le nombre de pays publiant des estimations nationales ou des ventilations détaillées de la dépense à t+30 ne peut, à court terme, être suffisant pour soutenir une analyse plus approfondie des évolutions macroéconomiques au niveau de la zone euro aussi rapidement après la fin du trimestre de référence. De plus, les statistiques économiques utilisées conjointement

²¹ Les révisions relatives à ces trimestres ont dans une large mesure résulté de l'incorporation des données irlandaises dans l'agrégat de la zone euro. Le rôle très significatif joué par les sociétés multinationales en Irlande et la façon dont leurs détentions de droits de la propriété intellectuelle (actifs incorporels) sont enregistrées ont conduit à une volatilité accrue des taux de croissance du PIB ces dernières années.

²² D'après le [calendrier de publication d'Istat](#), l'Italie publiera sa première estimation rapide préliminaire du PIB le 2 mai 2018.

aux estimations rapides préliminaires restent moins complètes et moins rapides au niveau de la zone euro qu'elles ne le sont dans un certain nombre de pays considérés individuellement et de partenaires commerciaux majeurs en dehors de la zone (comme les États-Unis). Il est donc important de poursuivre le développement de statistiques pertinentes au niveau tant de la zone euro que des différents pays et, en conséquence, d'en faire une priorité. Il est également important de renforcer la qualité des données sources utilisées pour établir les estimations rapides préliminaires (par exemple, les statistiques à court terme sur les services)²³. Ces améliorations accroîtront *in fine* la fiabilité des estimations rapides préliminaires et les rendront plus utiles, facilitant ainsi une analyse économique plus détaillée.

²³ Cf. également l'[avis de la BCE](#) sur une proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif aux statistiques européennes d'entreprises, modifiant le règlement (CE) n° 184/2005 et abrogeant dix actes juridiques dans le domaine des statistiques d'entreprises (CON/2018/1), 02.01.2018.

6 Le rôle de la saisonnalité et des valeurs aberrantes dans la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie

Eliza Lis et Mario Porqueddu

Les mesures de l'inflation sous-jacente permettent de faire abstraction de la volatilité à court terme des évolutions de prix. Par exemple, on peut exclure de l'IPCH les composantes très volatiles que sont l'énergie et les produits alimentaires. Toutefois, l'inflation mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie peut, elle aussi, présenter de la volatilité à court terme. Cet encadré examine deux sources possibles – la variation de la saisonnalité et les variations de prix idiosyncratiques (donc les « valeurs aberrantes ») – et évalue dans quelle mesure elles peuvent expliquer la récente volatilité à court terme du profil de l'inflation mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie de la zone euro.

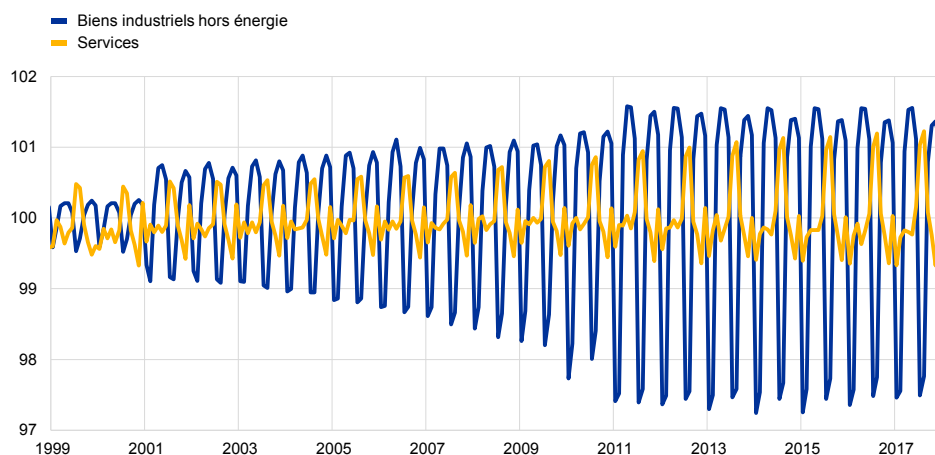
Les fluctuations saisonnières de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie de la zone euro sont devenues plus prononcées avec le temps. Les fluctuations saisonnières en tant que telles n'ont pas d'impact sur les taux d'inflation annuels, c'est la variation du facteur saisonnier qui en a un. La saisonnalité accrue s'explique en grande partie par des changements méthodologiques, mais elle reflète également une évolution plus générale²⁴. On constate une plus forte saisonnalité dans les cas de l'IPCH pour les biens industriels hors énergie ainsi que de l'IPCH pour les services (cf. graphique A).

²⁴ Pour une définition de la saisonnalité, cf. l'encadré intitulé « Indice harmonisé des prix à la consommation – effet des fêtes de Pâques et désaisonnalisation améliorée », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2016.

Graphique A

Facteur saisonnier de l'IPCH de la zone euro pour les biens industriels hors énergie et pour les services

(indice : pas d'impact de la saisonnalité sur l'IPCH = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Le facteur saisonnier correspond au rapport entre les séries brutes et les séries corrigées des variations saisonnières. Un chiffre supérieur (inférieur) à 100 correspond à un impact positif (négatif) de la saisonnalité sur l'IPCH de la zone euro pour les biens industriels hors énergie et pour les services.

L'impact de la saisonnalité sur l'IPCH pour les biens industriels hors énergie et sur l'IPCH pour les services résulte essentiellement des prix, respectivement, de l'habillement et des postes liés aux voyages.

Les soldes saisonniers dans l'habillement ont lieu habituellement en hiver (janvier et février) et en été (juillet et août) (cf. graphique B) ²⁵. Un démarrage plus tôt (plus tard) de la période de soldes peut alors entraîner une variation mensuelle des prix plus (moins) forte que l'année précédente et, donc, une baisse (hausse) temporaire prononcée du taux d'inflation annuel. L'impact de la saisonnalité sur les prix de l'habillement s'est nettement accentué depuis 2001, notamment sous l'effet d'une amélioration de la collecte des prix et des méthodes de calcul des variations de prix des vêtements d'hiver et des vêtements d'été et, depuis 2010, en raison de l'introduction du règlement relatif au traitement des produits saisonniers ²⁶. La saisonnalité des prix des services liés aux voyages (c'est-à-dire les voyages organisés, l'hébergement et le transport aérien) implique de fortes variations de prix essentiellement durant les mois d'été et d'hiver (cf. graphique C) ²⁷. Compte tenu du poids relativement élevé de l'habillement et des services liés aux voyages dans l'IPCH hors produits alimentaires et énergie (12 % environ), les écarts par rapport au profil saisonnier habituel peuvent avoir une forte incidence sur l'inflation annuelle.

²⁵ L'Italie et l'Espagne sont à l'origine de la forte saisonnalité des prix de l'habillement, tandis que l'Allemagne et la France affichent un profil saisonnier moins prononcé.

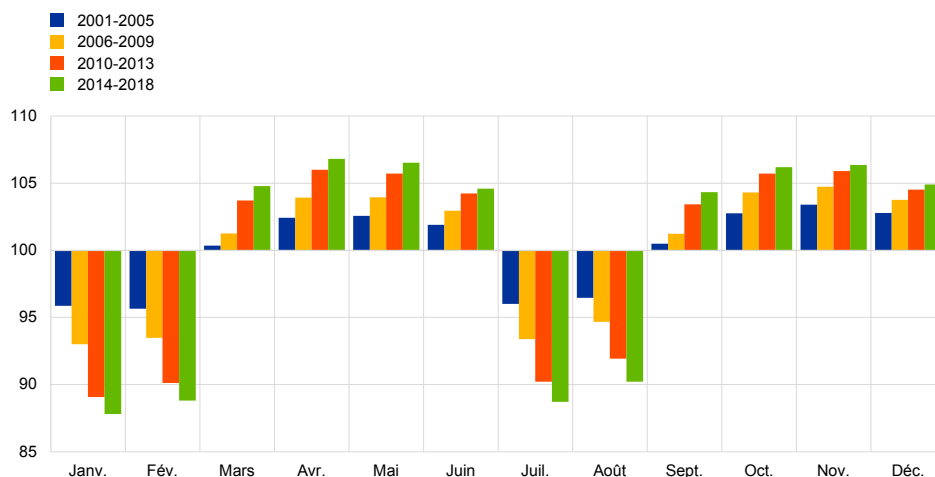
²⁶ Cf. l'encadré intitulé « Modifications méthodologiques du calcul de l'IPCH et leur incidence sur les données récentes », *Bulletin mensuel*, BCE, avril 2011.

²⁷ S'agissant des services liés aux voyages, c'est la France qui détermine la saisonnalité durant les mois d'été et l'Allemagne sur l'ensemble de l'année ; dans le cas de l'Allemagne, cela reflète essentiellement un profil saisonnier distinct pour les voyages organisés. Le calendrier exact des vacances d'été peut changer d'une année sur l'autre. Par définition, l'impact de ce changement ne serait pas pris en compte par le facteur saisonnier.

Graphique B

Facteur saisonnier de l'IPCH de la zone euro pour l'habillement.

(indice : pas d'impact de la saisonnalité sur l'IPCH = 100, moyennes)



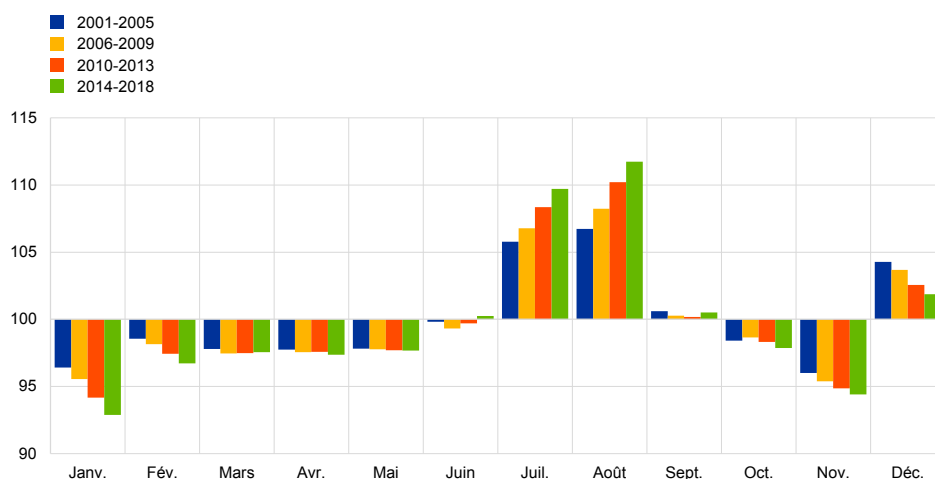
Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Pour les prix de l'habillement, il est fait référence à l'indice des prix des vêtements dans l'IPCH. La période 2014-2018 recouvre les données allant jusqu'à janvier 2018 inclus. Le facteur saisonnier correspond au rapport entre les séries brutes et les séries corrigées des variations saisonnières. Pour la désaisonnalisation des séries, les auteurs utilisent la méthode X12-regArima.

Graphique C

Facteur saisonnier de l'IPCH de la zone euro pour les postes liés aux voyages.

(indice : pas d'impact de la saisonnalité sur l'IPCH = 100, moyennes)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

Notes : Les postes liés aux voyages recouvrent les voyages organisés, les services d'hébergement et le transport aérien. La période 2014-2018 recouvre les données allant jusqu'à janvier 2018 inclus. Le facteur saisonnier correspond au rapport entre les séries brutes et les séries corrigées des variations saisonnières. Pour la désaisonnalisation des séries, les auteurs utilisent la méthode X12-regArima.

Les valeurs aberrantes influent également sur le profil d'évolution de l'inflation mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie.

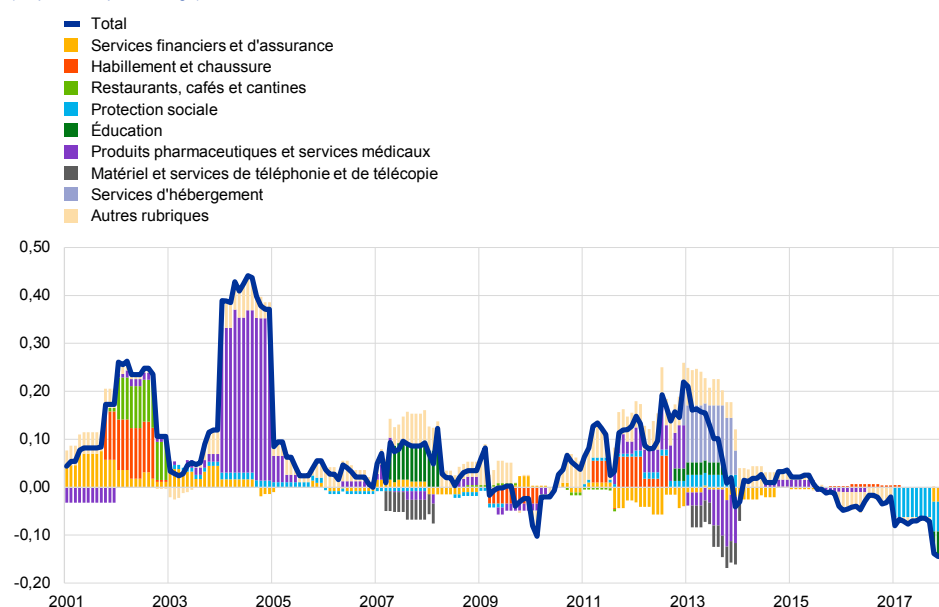
Les valeurs aberrantes peuvent se définir comme des variations de prix inhabituelles qui sont statistiquement très supérieures ou très inférieures à la variation moyenne sur un mois donné (après avoir neutralisé les effets saisonniers et de calendrier) et qui sont

généralement reliées à des événements spécifiques²⁸. Une modification du taux de TVA ou une mesure administrative, mais également des événements internationaux organisés, tels que les expositions mondiales (Expo) ou les Jeux olympiques, en sont de très bons exemples. Le graphique D présente une décomposition de l'impact des valeurs aberrantes répondant à cette définition²⁹. En 2017, la contribution des valeurs aberrantes à l'inflation mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie s'est établie autour de 0,1 point de pourcentage, soit la plus forte contribution négative nette pour l'échantillon 2001-2017. Ce résultat reflète la réduction des cotisations de sécurité sociale en Allemagne en janvier 2017, l'élargissement de l'exonération des frais d'inscription à l'université en Italie en octobre 2017 et la réduction des primes d'assurance sur le transport en Allemagne en octobre 2017.

Graphique D

Contribution des valeurs aberrantes à l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie

(en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs des services de la BCE.

L'impact des valeurs aberrantes sur les taux d'inflation annuels est généralement de courte durée. L'impact d'une variation de prix inhabituelle par

²⁸ Dans cet encadré, les valeurs aberrantes ont été identifiées à l'aide de modèles autorégressifs à moyenne mobile intégrée (ARIMA), selon la méthode X13-regArima. Seul est présenté l'impact des valeurs aberrantes de changement de niveau, car il est très probable que les valeurs aberrantes additives identifiées ne se distinguent pas suffisamment des variations de la saisonnalité. S'agissant des postes dépourvus de saisonnalité, les valeurs aberrantes correspondent aux variations mensuelles qui s'écartent de trois écarts types de la moyenne, soit un niveau proche de la valeur critique appliquée dans la méthode regArima.

²⁹ Les valeurs aberrantes sont identifiées individuellement pour les 72 rubriques de l'IPCH de la zone euro hors produits alimentaires et énergie. L'agrégation de ces valeurs aberrantes peut différer du résultat obtenu par la BCE après correction des effets saisonniers et de calendrier de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie de la zone euro, ainsi que des composantes « services » et « biens industriels hors énergie ». Cela est dû à la plus grande probabilité d'observer des valeurs aberrantes à un niveau de prix plus désagrégé.

rapport au mois précédent affectera les taux d'inflation pendant une durée d'un an, à moins qu'il ne soit réabsorbé relativement vite au cours des mois suivants, ce qui peut avoir comme conséquence de faire apparaître des valeurs aberrantes dans l'autre sens. On peut citer comme exemple le cas d'un hiver très doux sans neige dans les stations de ski, ce qui entraînera une baisse de la demande de services d'hébergement et une moindre hausse des prix par rapport au profil habituel. Toutefois, la fréquence de fixation des prix dans la plupart des rubriques figurant dans le graphique D est généralement faible, en particulier pour les prix administrés, la valeur aberrante de la variation de prix devenant alors le plus souvent un véritable changement de niveau avec un impact sur l'inflation qui disparaît au bout d'un an seulement.

La saisonnalité croissante et les valeurs aberrantes augmentent le risque d'une inflation non prévue. La détection et l'évaluation de changements inhabituels dans les profils saisonniers et de valeurs aberrantes sont importantes pour l'exercice de prévision à court terme, afin de distinguer les chocs de courte durée des fluctuations conjoncturelles et des tendances à moyen et long termes. En pratique, en raison de leur nature inattendue et ponctuelle, les valeurs aberrantes sont souvent mécaniquement incorporées au moment de l'actualisation de la trajectoire attendue de l'inflation à court terme – le profil d'évolution mensuel pour les mois suivants demeurant alors inchangé par rapport à la précédente prévision. Cette méthode risque de négliger le fait que la valeur aberrante pourrait être la première étape d'une modification dans la tendance, ou qu'elle pourrait disparaître très rapidement à la faveur d'un mouvement dans la direction opposée.

L'orientation de la politique budgétaire au cours des précédentes périodes d'expansion

Maria Grazia Attinasi, Alessandra Anna Palazzo et Beatrice Pierluigi

L'activité économique dans la zone euro et dans la plupart de ses États membres a renoué avec les niveaux observés avant la crise et affiche actuellement une accélération.

Au cours des quatre dernières années, l'évolution progressive vers une expansion généralisée et auto-entretenu s'est accompagnée d'une orientation globalement neutre de la politique budgétaire pour l'ensemble de la zone euro. En d'autres termes, les politiques discrétionnaires n'ont pas donné d'impulsion significative à l'économie, ni pesé sur la croissance pour la zone euro dans son ensemble. À mesure que l'expansion se renforce et gagne en maturité, une orientation plus contracyclique pourrait s'avérer nécessaire pour la zone euro. Les arguments en faveur d'une politique budgétaire contracyclique avancés dans la littérature³⁰ reposent essentiellement sur la nécessité d'améliorer les positions budgétaires lorsque la conjoncture est favorable et d'utiliser la marge budgétaire qui en résulte pour soutenir l'économie durant les récessions, sans compromettre la soutenabilité de la dette. Dans la zone euro, le rôle important que jouent les stabilisateurs automatiques pour garantir la contracyclicité exige que les pays mènent leurs politiques conformément aux engagements qu'ils ont souscrits dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Cela leur permettra de reconstituer les réserves budgétaires, de réduire les ratios de dette et de maintenir les politiques budgétaires sur une trajectoire soutenable.

Dans ce contexte, le présent encadré examine l'orientation de la politique budgétaire au cours des précédentes périodes d'expansion et la mesure dans laquelle les phases de conjoncture favorable ont été mises à profit pour constituer des réserves budgétaires.

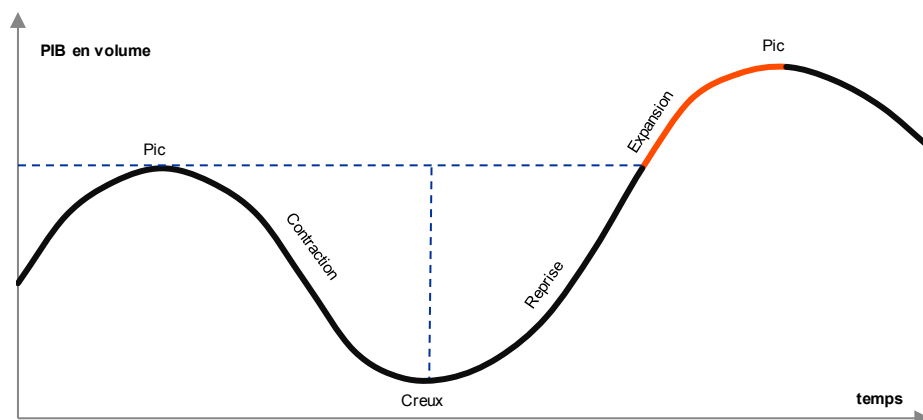
Aux fins de cet encadré, une expansion est la période située entre le moment où le PIB retrouve le niveau le plus élevé qu'il avait enregistré avant la contraction et celui où il atteint son sommet suivant³¹. Cette partie du cycle est souvent appelée « expansion » par opposition à la phase de reprise, qui désigne la période durant laquelle le PIB remonte vers son pic précédent au départ d'un plancher conjoncturel (cf. graphique A). Un autre indicateur utilisé pour décrire les expansions consiste à identifier les périodes où l'écart de production est positif et où la croissance effective du PIB est supérieure à celle du PIB potentiel.

³⁰ Cf., entre autres, Taylor (John B.), « *Reassessing discretionary fiscal policy* », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, n° 3, 2000, et pour une analyse plus récente, « *Now is the time: fiscal policies for sustainable growth* », *Fiscal Monitor*, FMI, Washington, avril 2015.

³¹ Les points hauts et les points bas conjoncturels sont calculés en utilisant la méthode de Bry et Boschan pour la fréquence trimestrielle du PIB en volume. Pour plus de détails, cf. Harding et Pagan, « *Dissecting the cycle: a methodological investigation* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, n° 2, p. 365-381, 2002.

Graphique A

Représentation stylisée du cycle conjoncturel



Notes : Le segment rouge représentant l'expansion indique la période située entre le moment où le niveau du PIB en volume retrouve son point haut précédent et celui où il atteint son sommet suivant. Une contraction se définit comme une période d'au moins deux trimestres consécutifs de croissance du PIB négative.

Entre 1996 et 2007, la zone euro a connu une longue phase d'expansion

(cf. tableau A). Au cours de cette période, le PIB en volume de la zone euro a progressé de 2,4 % par an en moyenne. Parmi les cinq principaux pays, la France, l'Espagne et les Pays-Bas ont enregistré une longue période d'expansion, la croissance moyenne du PIB se révélant sensiblement plus élevée pour les deux derniers que pour la première. S'agissant de l'Allemagne et de l'Italie, la très longue période d'expansion s'est interrompue au début des années 2000. Elle n'a redémarré que vers le milieu de la décennie et a duré jusqu'en 2007. L'Italie a enregistré le plus faible taux de croissance moyen du PIB en volume des cinq plus grands pays de la zone euro durant la période d'expansion qui a précédé la grande récession. Plus récemment, l'Allemagne a été le seul pays à enregistrer une courte expansion immédiatement après la crise économique et financière de 2008-2009.

Tableau A**Orientation et évolutions budgétaires durant les périodes d'expansion**

| Périodes d'expansion | Orientation budgétaire annuelle moyenne | Solde primaire corrigé du cycle | | Dette des administrations publiques | | Solde primaire | Croissance du PIB en volume | Écart de production | |
|----------------------|---|---------------------------------|------|-------------------------------------|-------|----------------|-----------------------------|---------------------|--|
| | | début | fin | début | fin | | | | |
| | (en pourcentage du PIB) | | | | | | Moyenne (en pourcentage) | | |
| Zone euro | | | | | | | | | |
| T1 1996-T1 2008 | 0,0 | 0,5 | 0,7 | 70,8 | 64,9 | 1,4 | 2,4 | 0,6 | |
| Allemagne | | | | | | | | | |
| T1 1996-T2 2001 | 0,6 | 0,4 | 3,3 | 54,8 | 58,9 | 1,3 | 1,9 | 0,0 | |
| T2 2005-T1 2008 | 0,6 | 0,0 | 1,8 | 64,8 | 63,7 | 1,1 | 2,6 | -0,1 | |
| T1 2011-T3 2012 | 1,5 | -0,6 | 1,2 | 80,9 | 79,8 | 1,9 | 2,5 | 0,5 | |
| France | | | | | | | | | |
| T1 1996-T1 2008 | -0,1 | -0,7 | -1,7 | 55,8 | 64,3 | 0,2 | 2,3 | 0,8 | |
| Italie | | | | | | | | | |
| T1 1996-T1 2001 | 0,0 | 3,9 | 4,0 | 116,9 | 105,1 | 5,0 | 2,0 | 0,3 | |
| T4 2003-T1 2008 | 0,1 | 1,5 | 1,9 | 100,5 | 99,8 | 1,4 | 1,5 | 1,4 | |
| Espagne | | | | | | | | | |
| T1 1996-T2 2008 | 0,2 | -0,8 | 1,9 | 61,7 | 35,6 | 2,0 | 3,8 | 1,7 | |
| Pays-Bas | | | | | | | | | |
| T1 1996-T2 2008 | 0,3 | -2,8 | 0,8 | 73,6 | 42,7 | 2,4 | 3,0 | 0,0 | |

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

Notes : Les périodes d'expansion désignent les trimestres compris entre le moment où le PIB renoue avec le niveau le plus élevé enregistré avant la contraction et celui où il atteint son sommet suivant. L'orientation budgétaire annuelle moyenne est calculée comme la variation annuelle moyenne du solde primaire corrigé du cycle (SPCC). Les données relatives au SPCC étant disponibles à partir de 1995, et celles relatives à l'orientation budgétaire l'étant dès lors à partir de 1996, le début de la première phase d'expansion est fixé au premier trimestre 1996. Cependant, le PIB en volume pour la zone euro a atteint son pic d'avant la crise au deuxième trimestre 1994. Les indicateurs font référence aux données de fin d'année, lorsque l'expansion prend fin à partir du troisième trimestre. Pour l'Allemagne et la zone euro, le SPCC de 1995 est corrigé de l'incidence ponctuelle significative résultant de l'inclusion du *Treuhandanstalt* (une agence fiduciaire créée en vue de privatiser des entreprises de l'ancienne République démocratique allemande) dans le budget fédéral allemand.

Durant la période qui a précédé la crise financière, l'orientation budgétaire dans la zone euro a été neutre en moyenne³². Dans les différents pays,

l'orientation budgétaire, définie comme la variation du solde primaire corrigé du cycle (SPCC) était globalement neutre en Espagne, en Italie et en France, légèrement

³² L'orientation budgétaire mesure l'effet de la politique des administrations publiques sur le solde budgétaire. Le solde primaire corrigé du cycle (c'est-à-dire le solde total net des paiements d'intérêts et de la composante conjoncturelle) est le principal outil utilisé pour évaluer cet effet. Il pourrait néanmoins être une mesure imparfaite de l'effort des administrations publiques, compte tenu de l'incertitude qui entoure la mesure de l'écart de production et du fait que l'indicateur lui-même pourrait être influencé par des facteurs sur lesquels les administrations publiques n'ont pas de contrôle. Ces facteurs incluent des recettes publiques et des cotisations sociales qui reposent sur des bases dont l'évolution est souvent quelque peu différente de celle du PIB, de sorte que les élasticités fiscales standard ne sont pas pertinentes. L'évaluation de l'effort budgétaire a récemment été complétée par une analyse ascendante, qui fournit une quantification plus détaillée de l'effort des administrations publiques sur le plan des mesures mises en œuvre au niveau tant des recettes que des dépenses. Pour plus de détails, cf. l'article intitulé « Évaluation de l'effort budgétaire », *Bulletin mensuel*, BCE, octobre 2014.

restrictive aux Pays-Bas et plus contracyclique en Allemagne³³ (cf. tableau A). La croissance du PIB étant solide elle aussi, le ratio de dette a sensiblement reculé en Espagne et aux Pays-Bas. En revanche, il a augmenté en France, notamment sous l'effet d'un SPCC durablement négatif sur l'ensemble de la période d'expansion. Il convient de noter que l'Italie a dégagé des excédents primaires relativement importants durant la période d'expansion allant de 1996 à 2000, ce qui a donné lieu à une réduction substantielle de son ratio d'endettement. Ce résultat ne s'est toutefois pas répété au cours de la période d'expansion suivante, de 2003 à 2007, la croissance moyenne du PIB en volume étant alors légèrement plus faible et l'excédent primaire nettement plus restreint. L'Allemagne est le pays qui a enregistré en permanence le plus haut degré de contracyclicité au cours des phases d'expansion.

Une simple approche de « fonction de réaction budgétaire » permet d'identifier les principaux facteurs qui déterminent les politiques discrétionnaires. Selon la littérature pertinente³⁴, lorsqu'ils optent pour une orientation budgétaire, les responsables politiques peuvent être influencés par les éléments suivants : (a) le niveau de la dette, des ratios d'endettement élevés pouvant nécessiter des assainissements afin de garantir la soutenabilité ; (b) le niveau de départ du solde primaire, puisque, plus le niveau de départ de l'excédent primaire est élevé, moins il est nécessaire de constituer des réserves budgétaires ; (c) des considérations électorales, étant donné que des politiques budgétaires peuvent être utilisées pour obtenir un soutien électoral pendant des élections ; et (d) le cycle conjoncturel, les gouvernements pouvant constituer des réserves budgétaires durant des périodes de conjoncture favorable, afin de pallier les effets d'une récession ultérieure.

La fonction de réaction budgétaire estimée apparaît cohérente par rapport aux informations descriptives présentées au tableau A. Le graphique B montre l'incidence relative sur l'orientation budgétaire prévue des variables explicatives présentant une pertinence statistique, telles qu'elles sont obtenues sur la base des estimations de la fonction de réaction budgétaire³⁵. Ces variables confirment les conclusions de la littérature, à savoir que l'orientation budgétaire générale a été

³³ Une orientation budgétaire située entre $-0,2\%$ et $0,2\%$ du PIB est généralement considérée comme globalement neutre. L'analyse menée dans le présent encadré se fonde sur des données *ex post*. Il convient de noter que, comparativement aux données en temps réel, les données *ex post* montrent une détérioration des SPCC dans les pays de la zone euro, à la suite de révisions à la baisse *ex post* de la production potentielle durant la période d'expansion allant de 1996 à 2007. Cela signifie que les données en temps réel auraient révélé une orientation plus contracyclique que la réalisation *ex post*.

³⁴ Cf. Turrini (A.), « *Fiscal policy and the cycle in the Euro Area: The role of government revenue and expenditure* », *Economic Papers*, n° 323, 2008 ; Checherita-Westphal (C.) et Ždársek (V.), « *Fiscal reaction function and fiscal fatigue: evidence for the euro area* », *Working Paper Series*, n° 2036, BCE, 2017 et Golinelli (R.), Mammi (I.), Momigliano (S.) et Rizza (P.), « *The Cyclical Policy in the Euro Area over the Crisis* » in *Proceedings of the 19th Workshop on Public Finance*, Banca d'Italia, 2017, mimeo.

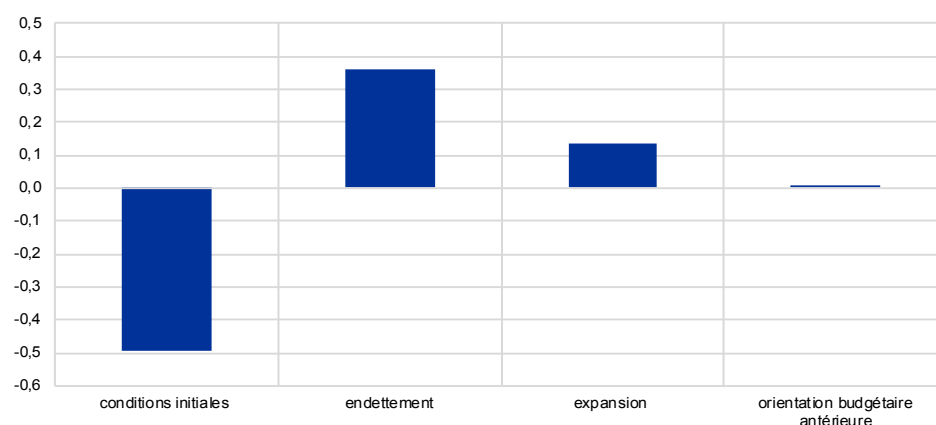
³⁵ Selon l'approche de la fonction de réaction budgétaire, l'orientation budgétaire (c'est-à-dire la variation du solde budgétaire corrigé du cycle) est estimée comme étant une fonction des éléments suivants : (a) l'orientation budgétaire décalée, (b) le niveau décalé du SPCC, (c) le niveau d'endettement décalé et (d) une variable muette égale à 1 durant les années d'expansion économique (telle que définie au graphique A ci-dessus) et sinon à 0. Cette relation est estimée pour un échantillon des cinq plus grands pays de la zone euro au cours de la période comprise entre 1996 et 2017. Ces méthodes d'estimation se composent de techniques de données de panel à effets fixes et de techniques instrumentales variables permettant de tenir compte d'éléments d'endogénéité potentielle. Des tests de robustesse supplémentaires incluent une estimation réalisée au moyen de la méthode dynamique des moments généralisés.

influencée positivement (c'est-à-dire dans le sens d'une politique budgétaire plus restrictive) par le niveau de la dette et négativement (c'est-à-dire dans le sens d'une politique budgétaire plus souple) par le niveau de départ du solde primaire. De plus, le graphique B montre qu'au cours de périodes d'expansion économique, telles que définies dans le présent encadré, l'orientation budgétaire tend également à être relativement plus restrictive.

Graphique B

Contributions à l'orientation budgétaire (1996-2017)

(en points de pourcentage)



Notes : Les barres représentent l'incidence relative de chaque variable explicative prise en compte dans les estimations de la fonction de réaction budgétaire sur l'orientation budgétaire (c'est-à-dire la variation du solde primaire corrigé du cycle - SPCC). Pour chaque variable, l'incidence relative est calculée comme étant le produit du coefficient estimé et de la valeur moyenne de cette variable, considérée comme un ratio de la valeur prédite de l'orientation budgétaire. Les estimations des coefficients ont été obtenues au moyen de techniques de panel à effets fixes d'une fonction de réaction budgétaire (cf. la note de bas de page 35). D'autres tests de robustesse comprennent une estimation au moyen de la méthode dynamique des moments généralisés permettant de prendre en compte une endogénéité potentielle attribuable aux variables dépendantes décalées parmi les variables de régression. Les instruments utilisés sont des valeurs décalées des variables endogènes. Les résultats résistent aux différentes spécifications. Observations = 100. Les conditions initiales comprennent le niveau décalé du SPCC, ainsi que la constante.

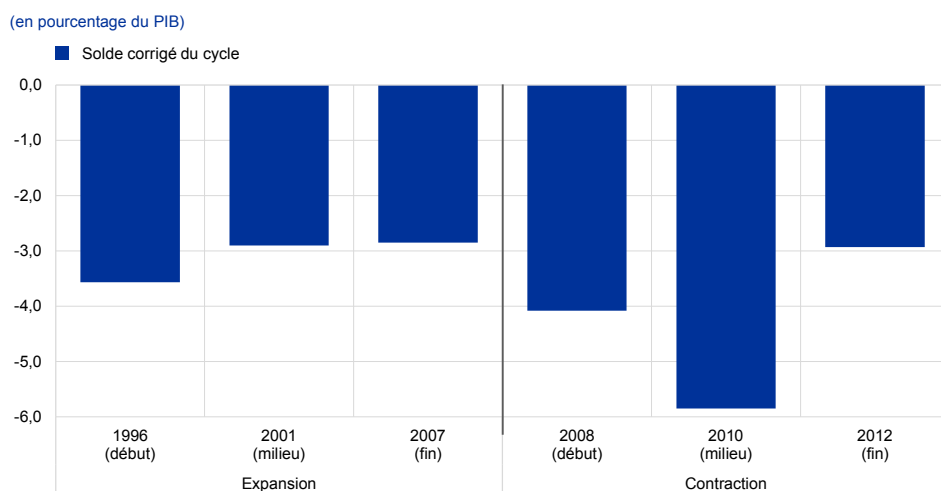
L'orientation légèrement contracyclique ou globalement neutre qui a prévalu au cours de la phase expansionniste qui a précédé la crise financière n'a pas été suffisante pour constituer des réserves adéquates en vue de la récession suivante. Dans le cadre de gouvernance budgétaire de l'UE, l'ensemble des pays de l'UE doivent atteindre des niveaux d'endettement soutenables, tout en garantissant que leurs budgets disposent de suffisamment de marge de manœuvre et d'une marge de sécurité permettant d'empêcher la violation des règles budgétaires de l'UE en cas de chocs négatifs ³⁶. Au cours de la très longue période d'expansion ayant précédé les crises économique et financière de 2008-2009, la zone euro n'est pas parvenue à constituer des réserves budgétaires suffisantes. Cela s'explique par le fait qu'elle a enregistré un solde budgétaire corrigé du cycle durablement négatif (c'est-à-dire les soldes budgétaires globaux, déduction faite de la composante cyclique – cf. graphique C). La zone euro est entrée dans la crise en affichant un solde budgétaire corrigé du cycle de – 2,8 %. Durant la période

³⁶ Depuis 2005, cette obligation est devenue opérationnelle en requérant que les pays convergent vers leur objectif de moyen terme, c'est-à-dire que le budget doit être en équilibre ou proche de l'équilibre en termes structurels. Cette analyse ayant débuté avant l'instauration du solde structurel, le niveau du solde budgétaire corrigé du cycle à la fin de chaque expansion est utilisé comme approximation de la mesure dans laquelle les pays ont constitué des réserves budgétaires.

comprise entre 2008 et 2010 qui a suivi, le solde budgétaire corrigé du cycle s'est encore dégradé de près de 3 points de pourcentage du PIB (pour s'établir à – 5,8 % en 2010), et le ratio dette/PIB a progressé de près de 20 points de pourcentage du PIB, d'après les données de la Commission européenne. Sur la base de cette expérience et compte tenu des arriérés de dette accumulés lors de la récession à double creux, il semble y avoir de bonnes raisons pour que les pays de la zone euro profitent des conditions économiques actuelles favorables pour reconstituer des réserves budgétaires suffisantes, conformément au PSC. Dans ce contexte, il convient de rappeler la remarque émise par l'Eurogroupe en novembre 2017, selon laquelle l'ajustement budgétaire structurel limité prévu en 2018 dans certains États membres a constitué un sujet de préoccupation, en particulier lorsqu'il est associé à des risques de soutenabilité élevés ³⁷. L'Eurogroupe a invité tous les États membres considérés par la Commission comme présentant des risques de non-conformité par rapport aux exigences du PSC à envisager en temps opportun les mesures budgétaires supplémentaires nécessaires pour garantir leur conformité en 2018.

Graphique C

Le solde budgétaire corrigé du cycle de la zone euro lors des périodes d'expansion et de contraction précédentes



Source : Commission européenne.

Note : Cf. la note portant sur le graphique A pour la définition d'expansion et de contraction. Le milieu se réfère à l'année située au milieu de la période d'expansion et de contraction.

³⁷ Cf. l'encadré intitulé « Évaluation de l'examen des projets de plans budgétaires portant sur l'exercice 2018 », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2017.

8 Évaluation par la Commission européenne des déséquilibres macroéconomiques et des progrès en matière de réformes pour 2018

Nico Zorell

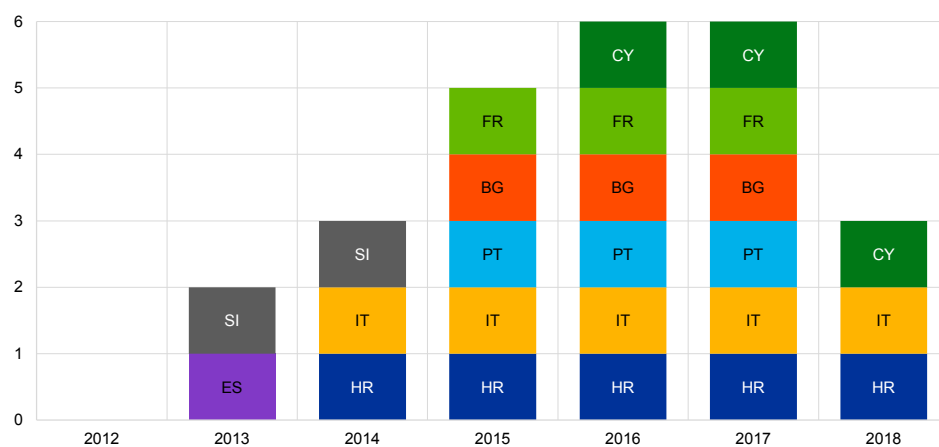
L'évaluation par la Commission européenne des déséquilibres macroéconomiques et des progrès engrangés en matière de réformes pour 2018 confirme la nécessité pour nombre d'États membres de l'UE de consentir de plus grands efforts afin de consolider la croissance économique et d'accroître la résilience sur une base plus durable.

L'évaluation de la Commission, publiée le 7 mars 2018, fait partie intégrante du Semestre européen et de sa procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM). Le Semestre européen procure un cadre pour la coordination des politiques économiques et budgétaires dans l'UE. Au sein de ce cadre, la PDM vise à prévenir l'émergence de déséquilibres macroéconomiques nuisibles dans les États membres de l'UE et à les corriger lorsqu'ils sont considérés comme excessifs. À la suite d'un exercice de filtrage mené chaque année à l'automne sur la base d'un tableau de bord normalisé, la Commission européenne réalise des examens approfondis des pays retenus. Si des déséquilibres sont avérés, l'État membre concerné se voit adresser des recommandations au titre du volet préventif de la PDM. Pour ce qui est des déséquilibres jugés excessifs, la Commission peut passer à l'étape supérieure en lançant la procédure pour les déficits excessifs (PDE) par la voie d'une recommandation au Conseil de l'Union européenne. Au titre du volet correctif de la procédure, l'État membre concerné doit présenter un plan d'action correctif et des sanctions financières peuvent être imposées.

L'évaluation de la Commission pour 2018 met en évidence une résorption progressive des déséquilibres macroéconomiques dans les États membres de l'UE. Le nombre de pays recensés par la Commission comme présentant des déséquilibres excessifs a diminué pour la première fois depuis l'instauration de la PDM en 2011. Ce groupe ne compte plus désormais que trois États membres, à savoir la Croatie, l'Italie et Chypre (cf. graphique A). La Bulgarie, la France et le Portugal y ont également figuré durant les trois dernières années, mais au vu des progrès qu'ils ont engrangés, ces pays sont dorénavant considérés par la Commission comme présentant des déséquilibres (et non plus des déséquilibres excessifs) (cf. tableau A). La même classification continue de s'appliquer à l'Allemagne, à l'Irlande, à l'Espagne, aux Pays-Bas et à la Suède malgré les progrès récemment enregistrés sur le plan de la résorption de certains déséquilibres dans ces pays. S'agissant de la Slovénie, la Commission est parvenue à la conclusion que les déséquilibres qui avaient été épinglés l'année dernière n'existaient plus. De manière générale, la Commission n'a pas décelé de signe attestant la présence de déséquilibres macroéconomiques dans 16 États membres, autrement dit la Slovénie ainsi que les pays qui n'avaient pas été retenus pour un examen approfondi dans la première phase de la PDM.

Graphique A

États membres de l'UE considérés comme présentant des déséquilibres excessifs



Source : Commission européenne.

Notes : Le graphique montre les pays évalués par la Commission européenne parce qu'ils présentent des « déséquilibres excessifs » au cours des années considérées. Un pays soumis à un programme d'ajustement économique intègre automatiquement la PDM lorsque le programme prend fin. En 2012, aucun pays n'était considéré comme présentant des déséquilibres excessifs.

Tableau A

Conclusions de la Commission relatives à la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques pour 2018

| (1) Pas de déséquilibres | | (2) Déséquilibres | (3) Déséquilibres excessifs | (4) Déséquilibres excessifs et application du volet correctif (PDE) |
|--------------------------|----|-------------------|-----------------------------|---|
| BE | MT | BG | HR | - |
| CZ | AT | DE | IT | |
| DK | PL | IE | CY | |
| EE | RO | ES | | |
| LV | SK | FR | | |
| LT | SI | NL | | |
| LU | FI | PT | | |
| HU | UK | SE | | |

Source : Commission européenne.

Notes : Les quatre pays mis en évidence sont ceux à l'égard desquels la Commission européenne a amélioré la classification au titre de la PDM en 2018 (soit de « déséquilibres excessifs » à « déséquilibres », soit de « déséquilibres » à « pas de déséquilibres »). La Grèce n'est actuellement pas soumise à la PDM, attendu qu'elle fait l'objet d'un programme d'ajustement économique.

L'amélioration récente des déséquilibres macroéconomiques revêt un caractère partiellement cyclique, en ce qu'elle a été portée par l'expansion économique prolongée au sein de l'UE.

Le renforcement du rythme de la croissance a soutenu la correction des déséquilibres, directement et indirectement. Directement, parce qu'il a facilité le désendettement des entreprises et des ménages, ainsi qu'un repli du chômage. Et indirectement, parce qu'il a contribué à réduire les déséquilibres en termes de stock, qui sont généralement exprimés par rapport à la production nationale. En conséquence, l'endettement public, l'endettement privé et l'endettement extérieur ont continué de refluer dans la plupart des États membres de l'UE. Qui plus est, le chômage total (et en particulier celui des jeunes) a poursuivi son repli, à la faveur des réformes du marché du travail mises en place dans certains pays au cours des années précédentes.

En dépit de ces améliorations, la Commission a explicitement mis en garde à l'encontre des risques émanant de l'existence d'importants déséquilibres en termes de stock. Plus particulièrement, l'endettement des secteurs public et privé ainsi que l'endettement extérieur demeurent, dans de nombreux États membres, largement supérieurs aux niveaux d'avant la crise et constituent une source de vulnérabilité aux chocs défavorables qui pourraient survenir à l'avenir. Cette situation nécessite un suivi attentif des pays relevant de la PDM, même lorsqu'ils ne sont plus considérés comme présentant des déficits excessifs.

La mise en place de réformes structurelles est essentielle pour renforcer la croissance et accroître la résilience sur une base durable. Or, au cours de l'année écoulée, le rythme de mise en œuvre de réformes est demeuré plutôt limité dans nombre d'États membres de l'UE. C'est ce qu'il ressort de l'examen annuel par la Commission de la mise en œuvre des recommandations par pays (RPP). Une RPP adresse des orientations sur mesure et individualisées à un État membre de l'UE couvrant une période comprise approximativement entre 12 et 18 mois sur la façon de procéder pour renforcer la croissance économique et accroître la résilience tout en conservant des finances publiques saines. Le train actuel de RPP a été adopté par le Conseil de l'Union européenne en juillet 2017. Comme l'an dernier, la Commission a conclu que l'écrasante majorité – plus de 90 % – des recommandations de réformes n'avaient été suivies que par « certains » progrès ou par des progrès « limités » dans la mise en œuvre des RPP, alors que seule une RPP (sur près de 80) avait été suivie de progrès substantiels et qu'aucune n'avait été pleinement suivie (cf. tableau B). En dépit de leur plus grande vulnérabilité, les six pays recensés l'an dernier comme présentant des déséquilibres excessifs n'ont, en moyenne, pas atteint des taux de mise en œuvre significativement plus élevés que l'État membre moyen de l'UE. Tel est également le cas, en moyenne, des trois pays dont la classification au titre de la PDM a été ramenée de « déséquilibres excessifs » à « déséquilibres » dans l'évaluation de 2018 de la Commission.

Tableau B

Évaluation par la Commission de la mise en œuvre des recommandations par pays de 2017

| | BE | BG | CZ | DK | DE | EE | IE | ES | FR | HR | IT | CY | LV | LT | LU | HU | MT | NL | AT | PL | PT | RO | SI | SK | FI | SE | UK | |
|--------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| RPP 1* | Non évaluée | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Non évaluée |
| RPP 2 | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités |
| RPP 3 | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités |
| RPP 4 | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités |
| RPP 5 | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités | Progrès limités |

Source : Commission européenne.

Notes : * L'évaluation de la RPP 1 ne tient pas compte du respect du Pacte de stabilité et de croissance, que la Commission européenne évaluera au printemps de 2018. La mention « non évaluée » s'applique à des cas où la RPP 1 concerne essentiellement ou exclusivement le Pacte de stabilité et de croissance. La Grèce est soumise à un programme d'ajustement économique et n'a, à ce titre, pas reçu de RPP.

Exploiter pleinement et efficacement l'ensemble des instruments disponibles dans le cadre de la PDM – y compris son volet correctif – pourrait contribuer à relancer le calendrier des réformes au vu des conditions économiques favorables observées actuellement.

Bien qu'elle ait identifié des déséquilibres excessifs dans trois pays à l'occasion de son évaluation de 2018, la Commission n'a pas proposé d'activer la procédure concernant les déséquilibres excessifs (autrement dit le volet correctif de la PDM). Tandis que la mise en œuvre fragmentaire des RPP illustre les difficultés à améliorer la mise en œuvre de réformes en recourant au volet préventif de la PDM, le volet correctif de la procédure établit une procédure bien définie garantissant une plus forte incitation à la mise en œuvre des réformes critiques sur le plan macroéconomique les plus indispensables. Ce constat est particulièrement pertinent pour les États membres les plus vulnérables, dans le but d'accroître leur résilience et d'améliorer le fonctionnement de l'Union économique et monétaire. De manière générale, la PDM s'est jusqu'ici montrée plus efficace pour identifier les déséquilibres macroéconomiques que pour les corriger. Mobiliser l'ensemble des outils disponibles – y compris l'activation du volet correctif de la procédure pour les pays présentant des déséquilibres excessifs – pourrait renforcer l'efficacité de la procédure. (Une telle mobilisation a par ailleurs été réclamée par les cinq présidents dans leur rapport de 2015³⁸ et, plus récemment, par la Cour européenne des auditeurs³⁹.) Une plus grande appropriation nationale des programmes soumis dans le cadre du Semestre européen pourrait également concourir à accroître l'efficacité de la PDM.

³⁸ Juncker (J.-C.) *et al.*, « Compléter l'Union économique et monétaire européenne », juin 2015.

³⁹ Cour européenne des auditeurs, « Audit de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM) », Rapport spécial n° 3, 2018.

Articles

1 Les effets réels des contraintes de crédit

Miguel García-Posada

Le présent article passe en revue la littérature existante sur les contraintes financières et leur incidence sur l'investissement. Il présente également de nouvelles observations sur ce thème à partir d'un large échantillon d'entreprises issues de 12 pays européens sur la période 2014-2017. Les données proviennent de l'enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement (SAFE), qui s'intéresse plus particulièrement aux petites et moyennes entreprises (PME). Les données disponibles tendent à indiquer que les contraintes de crédit jouent un rôle crucial dans les décisions d'investissement des sociétés non financières.

1 Introduction

Selon certaines hypothèses, la structure du financement d'une entreprise n'influence pas son investissement. Le théorème de Modigliani et Miller ⁴⁰, qui est la pierre angulaire de la littérature relative à la finance d'entreprise, énonce que, sous certaines conditions, la valeur d'une entreprise est indépendante de la structure du capital. Cela signifie que, en présence de marchés de capitaux parfaits, les décisions de financement d'une entreprise sont indépendantes de ses décisions d'investissement. Dans ce cas, les fonds internes et externes sont de parfaits substituts et les décisions d'investissement des entreprises ne sont pas affectées par des facteurs financiers comme l'autofinancement, le levier d'endettement ou les versements de dividendes.

En pratique, toutefois, plusieurs facteurs expliquent que les fonds externes sont généralement plus coûteux que les flux de trésorerie générés en interne. Des facteurs comme les coûts de transaction, les avantages fiscaux, les coûts des faillites, les coûts d'agence et l'asymétrie de l'information remettent en cause le théorème de Modigliani et Miller ⁴¹. Dans un tel contexte, les fonds internes et externes ne sont pas des substituts parfaits, ce qui entraîne l'apparition d'une prime de financement externe. Les contraintes financières peuvent ainsi avoir des effets (négatifs) importants sur les variables réelles et, donc, l'accès au financement externe peut affecter les décisions d'investissement.

⁴⁰ Modigliani (F.) et Miller (M.H.), « *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment* », *American Economic Review*, vol. 48, 1958, p. 261-297.

⁴¹ Pour une revue de la recherche théorique dans ce champ, cf. Schiantarelli (F.), « *Financial Constraints and Investment: Methodological Issues and International Evidence* », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 12, n° 2, 1996, p. 70-89.

Le présent article passe en revue la littérature existante et présente de nouvelles observations sur ce thème. La section 2 examine les données empiriques relatives à l'impact des contraintes financières sur l'investissement des entreprises. La section 3 présente de nouvelles observations réalisées à partir de l'enquête SAFE de la BCE et de la Commission européenne ⁴², que complètent les informations tirées de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro ⁴³. La section 4 apporte une conclusion.

2 Revue de la littérature

La présente section synthétise les observations microéconométriques des effets que les contraintes de crédit ont sur l'économie réelle. Elle met en exergue les études les plus notables de la littérature qui suivent une approche microéconométrique ⁴⁴ afin de fournir un contexte aux nouveaux éléments présentés dans la section 3.

2.1 Premières recherches : sensibilité de l'investissement au *cash flow* et données relatives aux états financiers

Les premières recherches sur les contraintes financières ont été réalisées à partir de données issues des états financiers des entreprises et de mesures indirectes des contraintes financières. Dans cette littérature, l'approche standard a consisté à utiliser des mesures indirectes des contraintes financières comme la politique de distribution de dividendes, l'adossement à des groupes, la taille, l'âge, la forme de la propriété et les notations de crédit afin de tester si la sensibilité de l'investissement au *cash flow* était plus importante dans certaines catégories d'entreprises qui avaient une probabilité plus élevée d'être financièrement contraintes ⁴⁵.

Les travaux fondateurs de Fazzari *et al.* ⁴⁶ ont abouti à la conclusion que l'investissement était plus sensible au *cash flow* dans des entreprises financièrement contraintes. Selon les auteurs, les entreprises distribuant de faibles dividendes ont une probabilité plus élevée d'être financièrement contraintes. En effet, ces entreprises sont susceptibles de verser des dividendes faibles, lorsqu'elles

⁴² Les rapports périodiques relatifs à l'enquête **SAFE** sont disponibles sur le site internet de la BCE.

⁴³ Pour plus de détails concernant l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, cf. Köhler-Ulbrich (P.), Hempell (H.) et Scopel (S.), « *The euro area bank lending survey. Role, development and use in monetary policy preparation* », *Occasional Paper Series*, n° 179, BCE, 2016.

⁴⁴ Il existe également un large *corpus* dans la littérature macroéconomique qui étudie les effets des frictions financières sur la croissance à long terme et les cycles économiques. Par exemple, Aghion *et al.* (Aghion (P.), Angeletos (G.), Banerjee (A.) et Manova (K.)), « *Volatility and growth: Credit constraints and the composition of investment* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 57, n° 3, 2010, p. 246-265) montrent que, *via* leur incidence sur la part conjoncturelle de l'investissement, les contraintes de crédit peuvent entraîner à la fois une hausse de la volatilité de la production et une diminution de la croissance moyenne.

⁴⁵ Pour une revue de cette littérature, cf. Schiantarelli (F.), *op. cit.*

⁴⁶ Fazzari (S.M.), Hubbard (R.G.) et Petersen (B.C.), « *Financing Constraints and Corporate Investment* », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1988, n° 1, 1988, p. 141-206.

ont besoin, en vue de leurs investissements, de ressources excédant leur autofinancement, afin de conserver l'intégralité des fonds internes à faibles coûts qu'elles peuvent générer. La présence de contraintes financières peut être testée en analysant la sensibilité de l'investissement au *cash flow*. Intuitivement, si le désavantage lié au recours à un financement externe est faible en termes de coûts (en l'absence de contraintes financières), les entreprises peuvent utiliser des fonds externes pour lisser l'investissement lorsque les ressources internes fluctuent. En revanche, si le désavantage en termes de coûts est important (en présence de contraintes financières), les entreprises peuvent ne pas avoir accès à d'autres sources de financement à faibles coûts et leur investissement risque d'être dépendant des fluctuations du *cash flow*. Se conformant à cette hypothèse, les auteurs ont conclu que l'investissement des entreprises distribuant de faibles dividendes était plus sensible aux fluctuations du *cash flow* que l'investissement des entreprises distribuant des dividendes élevés.

Une critique standard de cette approche est que le *cash flow* peut représenter une approximation d'autres déterminants non observables de l'investissement, comme les opportunités d'investissement. Le *cash flow* peut rendre compte de la rentabilité actuelle et attendue de l'investissement : un *cash flow* élevé est le signe que l'entreprise se porte bien et que cette situation va probablement continuer⁴⁷. Ainsi, les entreprises plus liquides ont de meilleures opportunités d'investissement et, par conséquent, elles ont tendance à réaliser plus d'investissements. Une façon de contourner ce problème est de neutraliser l'impact de la rentabilité attendue de l'investissement lors de l'estimation des sensibilités investissement-*cash flow*. Pour ce faire, on peut utiliser le *q* moyen de Tobin (ratio de la valeur de marché de l'entreprise rapportée au coût de remplacement de ses actifs)⁴⁸, car il contient des informations sur les perspectives de rentabilité. La théorie laisse supposer que, si les contraintes financières sont non significatives, le *q* de Tobin devrait être le seul déterminant de l'investissement. Toutefois, le *q* de Tobin est difficile à mesurer en pratique et peut différer nettement du *q* marginal⁴⁹, qui est la mesure utilisée pour les décisions d'investissement des entreprises, à moins de remplir des conditions très strictes. Donc, lorsque le *q* de Tobin n'est pas une bonne mesure des opportunités d'investissement, l'importance du *cash flow* peut simplement refléter le fait qu'il renferme des informations relatives à la rentabilité future.

En outre, ce courant de la littérature a été remis en cause par Kaplan et Zingales⁵⁰, qui présentent des données empiriques montrant qu'une plus grande sensibilité de l'investissement au *cash flow* n'est pas une mesure fiable des contraintes de financement. Les auteurs se lancent dans une analyse

⁴⁷ Par exemple, dans Fazzari *et al.*, *op. cit.*, le *cash flow* est égal au résultat après intérêts et impôts plus les dépréciations et les amortissements, cette valeur étant rapportée au stock de capital. Cette variable devrait être fortement corrélée au ratio de rendement des actifs (résultat net/total des actifs).

⁴⁸ Cf. Tobin (J.), « *A General Equilibrium Approach to Monetary Policy* », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 1, n° 1, 1969, p. 15-29.

⁴⁹ Le *q* marginal de Tobin est le ratio correspondant à la valeur de marché d'une unité supplémentaire de capital rapportée à son coût de remplacement.

⁵⁰ Kaplan (S. N.) et Zingales (L.), « *Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?* », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, n° 1, 1997, p. 169-215.

approfondie des entreprises distribuant de faibles dividendes que Fazzari *et al.* répertorient comme financièrement contraintes au regard du critère investissement-*cash flow*. En particulier, ils examinent la position des dirigeants quant à l'accès de leur entreprise au crédit, recueillie à partir des informations fournies dans les rapports annuels ou les rapports « 10-K »⁵¹ des entreprises, que complètent des informations quantitatives supplémentaires. Sur cette base, ils élaborent une classification des entreprises selon l'ampleur des contraintes financières auxquelles elles sont soumises. De manière frappante, les entreprises classées comme les moins contraintes financièrement affichent une sensibilité investissement-*cash flow* nettement plus élevée que celles qui sont classées comme faisant face à de plus fortes contraintes financières, ce qui veut dire que la sensibilité investissement-*cash flow* n'augmente pas toujours avec le degré de contraintes de financement.

Une autre étude qui met en exergue les limites de ce type de méthodologie est celle de Farre-Mensa et Ljungqvist⁵². Les auteurs, à partir d'un large échantillon d'entreprises cotées américaines sur la période comprise entre 1989 et 2011, concluent que les entreprises généralement classées comme contraintes⁵³ ne se comportent pas en réalité comme telles. En particulier, ces entreprises n'éprouvent pas de difficultés à accroître leur endettement lorsque les taux d'imposition augmentent (l'augmentation des taux d'imposition augmentant la valeur du bouclier fiscal) et elles utilisent le produit des émissions d'actions afin d'accroître les versements aux actionnaires, ce qui indique qu'elles ne sont pas confrontées à une courbe inélastique de l'offre d'actions. Selon les auteurs, les mesures traditionnelles des contraintes de crédit permettent d'identifier les entreprises jeunes et en forte croissance qui obtiennent un financement essentiellement grâce aux marchés des actions et du crédit, plus qu'elles ne retracent les contraintes financières effectives.

2.2 Indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux contraintes financières et aux performances des entreprises

Compte tenu des limites des études précédentes fondées sur les sensibilités investissement-*cash flow* et les données issues des états financiers, un nouveau courant de la littérature s'attache à évaluer l'impact des contraintes financières sur les variables réelles à partir de données d'enquêtes. L'idée centrale est d'obtenir des mesures directes des contraintes financières en

⁵¹ Le « 10-K » est un rapport annuel imposé par la SEC américaine qui fournit un état synthétique global des performances financières d'une entreprise.

⁵² Farre-Mensa (J.) et Ljungqvist (A.), « *Do Measures of Financial Constraints Measure Financial Constraints?* », *Review of Financial Studies*, vol. 29, n° 2, 2016, p. 272-308.

⁵³ En se fondant sur l'absence de notation de crédit et le versement de faibles dividendes, ou sur les combinaisons linéaires de caractéristiques observables telles que la taille, l'âge ou l'effet de levier comme dans les indices Kaplan-Zingales, Hadlock-Pierce et Whited-Wu. Le véritable indice Kaplan-Zingales est dérivé de Lamont (O.), Polk (C.) et Saa-Requejo (J.), « *Financial Constraints and Stock Returns* », *Review of Financial Studies*, vol. 14, n° 2, 2001, p. 529-554. L'indice Hadlock-Pierce est tiré de Hadlock (C.) et Pierce (J.), « *New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index* », *Review of Financial Studies*, vol. 23, n° 5, 2010, p. 1909-1940. L'indice Whited-Wu est établi à partir de Whited (T.) et Wu (G.), « *Financial Constraints Risk* », *Review of Financial Studies*, vol. 19, n° 2, 2006, p. 531-559.

interrogeant les entreprises sur les problèmes qu'elles rencontrent dans leur accès aux marchés du crédit.

Campello et al.⁵⁴ **utilisent une enquête à l'échelle mondiale pour déterminer l'incidence de la crise financière de 2008 sur les programmes de dépenses.**

Pour ce faire, ils utilisent un échantillon de très grandes entreprises des États-Unis, d'Europe et d'Asie interrogées en 2008. Ils concluent que les entreprises contraintes ont prévu, en moyenne, des réductions plus fortes des dépenses liées aux technologies, des dépenses en capital, des dépenses de marketing et de l'emploi. L'incapacité à obtenir des fonds externes a aussi obligé beaucoup d'entreprises contraintes à renoncer à des opportunités d'investissement intéressantes.

Ferrando et Mulier⁵⁵ **analysent l'incidence de la qualité d'emprunteur découragé (une entreprise qui a besoin d'un financement externe mais ne sollicite pas de prêt bancaire de peur que sa demande soit rejetée) sur l'investissement et la croissance des entreprises.**

Pour ce faire, ils combinent les réponses à l'enquête SAFE avec les données issues des états financiers pour neuf pays de la zone euro sur la période 2010-2014. Dans l'enquête, les emprunteurs découragés sont généralement des entreprises plus risquées et de moins bonne qualité que les emprunteurs non découragés, ainsi que le montrent, entre autres, leurs plus faibles scores Z de Altman⁵⁶ et leurs faibles ratios de couverture des intérêts⁵⁷. À l'aide de variables instrumentales destinées à prendre en compte l'endogénéité entre le découragement et l'investissement (les emprunteurs découragés ayant tendance à avoir de plus mauvaises opportunités d'investissement), les auteurs montrent que le découragement a des effets négatifs importants sur l'investissement, l'emploi et la croissance des actifs. Leur thèse est que cette incidence négative s'explique par le défaut d'accès au financement bancaire impliqué par le découragement.

Une approche différente est adoptée par Buca et Vermeulen⁵⁸, **qui examinent l'incidence négative d'un resserrement du crédit bancaire sur l'investissement global.**

Ils utilisent les informations relatives aux critères d'octroi de crédits des banques (ou critères d'approbation des prêts) tirés de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro pour construire les indices de durcissement pour six pays européens⁵⁹ sur la période 2004-2009. Le durcissement des critères d'octroi devrait se traduire par une proportion plus élevée d'entreprises faisant face à des contraintes de crédit et pourrait ainsi avoir des conséquences sur l'économie

⁵⁴ Campello (M.), Graham (J.R) et Harvey (C.), « *The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis* », *Journal of Financial Economics*, vol. 97, n° 3, 2010, p. 470-487.

⁵⁵ Ferrando (A.) et Mulier (K.), « *The real effects of credit constraints: evidence from discouraged borrowers in the euro area* », *Working Paper Series*, n° 1842, BCE, 2015.

⁵⁶ Le score Z est une combinaison linéaire de cinq ratios d'entreprise courants, pondérés à l'aide de coefficients. La formule est utilisée pour prédire la probabilité de défaillance d'une entreprise d'ici deux ans. Cf. Altman (E.I.), « *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy* », *Journal of Finance*, vol. 23, n° 4, 1968, p. 589-609.

⁵⁷ Le ratio de couverture des intérêts est défini comme bénéfices/charges d'intérêt, les bénéfices étant mesurés avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (EBITDA).

⁵⁸ Buca (A.) et Vermeulen (P.), « *Corporate investment and bank-dependent borrowers during the recent financial crisis* », *Journal of Banking & Finance*, vol. 78, mai 2017, p. 164-180.

⁵⁹ La Belgique, l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie, et le Portugal.

réelle. En particulier, les auteurs mettent en évidence que, après un resserrement du crédit bancaire, les emprunteurs dépendant de leurs banques (c'est-à-dire les entreprises ayant un pourcentage dette bancaire/total des actifs élevé) ont réduit leur investissement dans une proportion plus importante que les emprunteurs n'ayant pas ce type de dépendance. Le durcissement des critères d'octroi du crédit bancaire ayant été important lors de la dernière crise financière, leur thèse est que ce phénomène peut expliquer une part significative de la baisse de l'investissement global des sociétés non financières au cours de cette période.

Toutefois, l'endogénéité potentielle des contraintes financières constitue une réserve à toutes ces études. Le fait que la composante non observée que représentent les opportunités d'investissement puisse être corrélée à l'indicateur des contraintes de crédit – les opportunités d'investissement et la demande d'investissement ne pouvant être neutralisées que de manière imparfaite – compromet l'interprétation causale des estimations. Ainsi, les entreprises dont les bilans sont fragiles peuvent avoir à la fois des opportunités d'investissement médiocres et une probabilité élevée d'être financièrement contraintes, donc la relation entre ces deux variables peut être endogène.

2.3 Les effets réels de la crise de la dette souveraine

Enfin, un autre courant de la littérature étudie les effets réels de la crise de la dette souveraine. En particulier, la crise de la dette souveraine dans la zone euro en 2010-2012 pourrait avoir entraîné une contraction du crédit et avoir affecté négativement l'investissement des entreprises et les créations d'emploi via un rationnement du crédit par les banques en difficulté en raison de la crise de la dette souveraine, phénomène connu sous le nom de « lien émetteurs souverains-banques ».

Ferrando *et al.*⁶⁰ concluent que la crise de la dette souveraine dans la zone euro a entraîné une réduction importante de l'accès au crédit. Les auteurs, qui utilisent les données de l'enquête SAFE sur 11 pays au cours de la période 2009-2012 concluent que la crise de la dette souveraine dans la zone euro a entraîné une réduction importante de l'accès au crédit due à l'offre en raison du lien émetteurs souverains-banques. En particulier, une fois la crise de la dette souveraine amorcée, et en neutralisant l'impact de la qualité des emprunteurs, les entreprises dans les pays en difficulté⁶¹ se sont généralement davantage vu opposer des refus d'octroi de crédits, et ont dû faire face à un rationnement du crédit et à une hausse des taux débiteurs.

En outre, Acharya *et al.*⁶² concluent que la crise de la dette en Europe a eu de fortes conséquences négatives sur l'économie réelle via le canal du crédit

⁶⁰ Ferrando (A.), Popov (A.) et Udell (G.F.), « *Sovereign stress and SMEs' access to finance: Evidence from the ECB's SAFE survey* », *Journal of Banking & Finance*, vol. 81, Issue C, 2017, p. 65-80.

⁶¹ L'Irlande, la Grèce, l'Espagne, l'Italie et le Portugal.

⁶² Acharya (V.), Eisert (T.), Eufinger (C.) et Hirsch (C.), « *Real Effects of the Sovereign Debt Crisis in Europe: Evidence from Syndicated Loans* », *CEPR Discussion Paper*, n° DP10108, 2014.

bancaire. D'après cette étude du marché des prêts syndiqués en Europe pour la période 2006-2012, la contraction du crédit qui a suivi la crise de la dette en Europe a eu de fortes conséquences négatives sur l'économie réelle, la raréfaction des crédits octroyés par les banques touchées par la crise ayant pesé sur l'investissement, les créations d'emplois et la croissance du chiffre d'affaires des entreprises associées à ces banques. Les estimations des auteurs laissent penser que la contraction du crédit a représenté entre un cinquième et la moitié des effets réels négatifs globaux subis par les entreprises emprunteuses en Europe durant la crise. Ce phénomène est essentiellement lié aux banques des pays en difficulté confrontées à des pertes sur leur portefeuille de dette souveraine domestique et aux incitations qui en ont résulté pour les banques faiblement capitalisées de ces pays de s'engager dans une stratégie de transfert du risque en achetant davantage d'obligations souveraines nationales, ce qui a eu un effet d'éviction sur le crédit au secteur privé.

3 L'incidence des contraintes financières sur l'investissement : nouveaux éléments tirés d'enquêtes.

Cette section apporte de nouveaux éléments sur la relation entre contraintes financières et investissement des entreprises ⁶³. Les résultats suggèrent que les contraintes financières exercent une forte incidence négative sur l'investissement des entreprises.

3.1 Échantillon et statistiques descriptives

L'analyse se fonde sur les données de l'enquête SAFE, qui couvre 12 pays européens pour la période 2014-2017. L'échantillon ne contient que des sociétés non financières et exclut les entreprises du secteur agricole et les administrations publiques. La plupart des sociétés ne sont interrogées qu'une fois, mais il existe un panel rotatif réduit d'entreprises interrogées lors de campagnes successives ⁶⁴. L'échantillon est limité aux campagnes 11 à 16 de l'enquête (d'avril-septembre 2014 à octobre 2016-mars 2017) en raison de la disponibilité de certaines variables clés. Il compte 7 506 observations correspondant à 4 863 sociétés dans 12 pays européens ⁶⁵.

La variable clé est une mesure des contraintes de crédit globales. Les contraintes de crédit sont évaluées en termes de financement bancaire (prêts bancaires et lignes de crédit), de crédits commerciaux et d'autres financements

⁶³ Une analyse complémentaire de l'effet des contraintes financières sur l'investissement réalisée à partir des données SAFE est disponible dans l'encadré intitulé « Évolutions récentes de l'investissement des entreprises au travers de données d'enquêtes au niveau de l'entreprise », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2016.

⁶⁴ Cf. le rapport « *Survey on the access to finance of enterprises Methodological information on the survey and user guide for the anonymised micro dataset* ».

⁶⁵ Belgique, Allemagne, Irlande, Grèce, Espagne, France, Italie, Pays-Bas, Autriche, Portugal, Slovaquie et Finlande.

(actions et titres de créance, crédit-bail, affacturage, prêts intragroupes, etc.). Une entreprise est considérée comme soumise à des contraintes financières dès l'instant où elle subit des contraintes quel que soit le type de source de financement. En particulier, la variable contrainte de crédit est égale à 1 si, pour un certain type de financement, une des circonstances suivantes s'applique : a) la demande de financement externe de l'entreprise a été rejetée ; b) l'entreprise n'a reçu qu'une part limitée (c'est-à-dire moins de 75 %) du financement sollicité (rationnement quantitatif) ; c) l'entreprise a refusé l'offre de financement externe du prêteur en raison de coûts d'emprunt trop élevés (rationnement par les prix) ; d) l'entreprise n'a pas fait de demande de financement externe par crainte de voir sa demande rejetée (emprunteur découragé)⁶⁶. La variable est égale à 0 (c'est-à-dire non contrainte) si l'entreprise a sollicité et obtenu un financement externe. Les entreprises qui n'ont pas sollicité de financement externe sont exclues de l'échantillon. D'après cet indicateur, 24 % des entreprises de l'échantillon subissent une contrainte pour une source de financement ou une autre⁶⁷.

La distribution des entreprises soumises à des contraintes est variable d'une catégorie d'entreprise à l'autre, ce qui souligne le rôle des asymétries d'information et du risque de crédit.

Les graphiques 1 à 3 présentent le pourcentage d'entreprises soumises à des contraintes dans plusieurs catégories. Conformément aux résultats antérieurs de la littérature, il existe une relation négative entre la probabilité de subir des contraintes financières et la taille (graphique 1a)⁶⁸. En ligne également avec les études antérieures⁶⁹, la proportion d'entreprises matures (dix ans ou plus) soumises à des contraintes est nettement plus faible que celle des entreprises relativement jeunes (moins de cinq ans), bien que la proportion de très jeunes entreprises soumises à des contraintes soit également légèrement plus faible (graphique 1b). Conformément à la littérature qui suggère qu'appartenir à un groupe d'entreprises atténue les contraintes financières⁷⁰, la proportion de sociétés soumises à des contraintes est nettement moins élevée parmi les filiales ou les succursales que parmi les entreprises autonomes (graphique 2a). La structure du capital compte également, les

⁶⁶ Des indicateurs similaires ont déjà été construits dans la littérature, mais ils étaient centrés sur le crédit bancaire uniquement. Cf., par exemple, Ferrando (A.), Popov (A.) et Udell (G.F.), « *Do SMEs Benefit from Unconventional Monetary Policy and How? Micro-evidence from the Eurozone* », *Journal of Money, Credit and Banking*, 2018, à paraître ; Ferrando (A.) et Mulier (K.), « *Firms' Financing Constraints: Do Perceptions Match the Actual Situation?* », *Economic and Social Review*, vol. 46, n° 1, 2015, p. 87-117.

⁶⁷ Ce chiffre est bien plus élevé que les chiffres présentés dans les rapports de la BCE sur l'enquête SAFE. Deux raisons expliquent cet écart. Premièrement, dans les rapports, l'indicateur est uniquement axé sur les prêts bancaires. Deuxièmement, il utilise pour dénominateur l'ensemble des PME pour lesquelles les prêts bancaires sont pertinents, tandis que, dans le présent article, l'indicateur n'utilise pour dénominateur que les entreprises qui ont sollicité un financement externe.

⁶⁸ Cf. Beck (T.), Demirgüç-Kunt (A.) et Maksimovic (V.), « *Financial and Legal Constraints to Growth: Does Firm Size Matter?* », *Journal of Finance*, vol. 60, n° 1, p. 137-177 ; Beck (T.), Demirgüç-Kunt (A.), Laeven (L.) et Maksimovic (V.), « *The determinants of financing obstacles* », *Journal of International Money and Finance*, vol. 25, n° 6, 2006, p. 932-952 ; Artola (C.) et Genre (V.), « *Euro Area SMEs under Financial Constraints: Belief or Reality?* », *CESifo Working Paper*, n° 3650, 2011.

⁶⁹ Ferrando (A.) et Grieshaber (N.), « *Financing obstacles among euro area firms: Who suffers the most?* », *Working Paper Series*, n° 1293, BCE, novembre 2011. Ferrando (A.) et Mulier (K.), « *Firms' Financing Constraints: Do Perceptions Match the Actual Situation?* », *op. cit.*

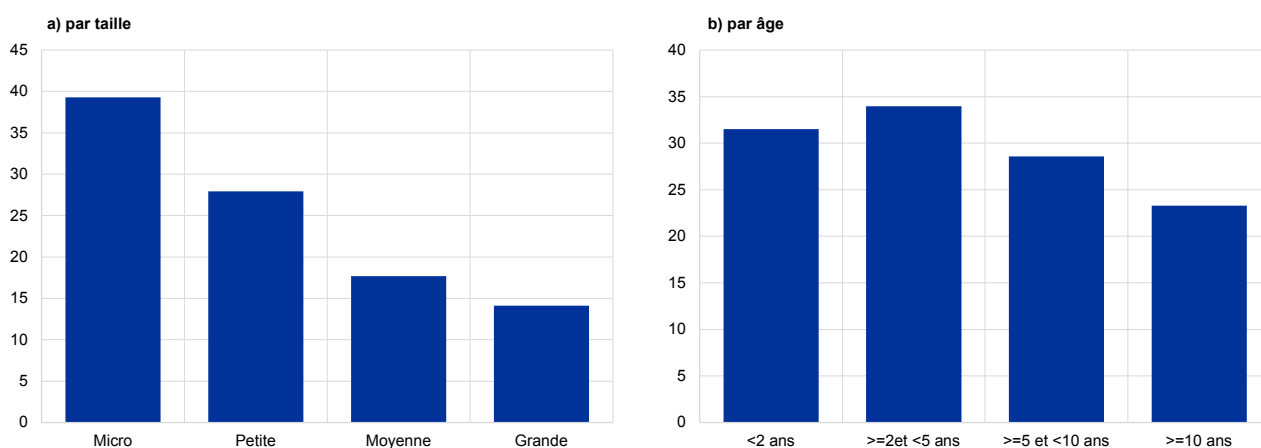
⁷⁰ Cf., par exemple, Hoshi (T.), Kashyap (A.) et Scharfstein (D.), « *Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups* », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, n° 1, 1991, p. 33-60.

entreprises individuelles et les entreprises familiales étant plus susceptibles d'être soumises à des contraintes que les entreprises cotées en bourse (graphique 2b). Il existe également une proportion importante d'entreprises soumises à des contraintes parmi celles détenues par des sociétés de capital-risque, le capital-risque ayant tendance à financer des projets nouveaux et risqués pour lesquels les financements conventionnels sont rarement disponibles. Les entreprises exportatrices sont moins susceptibles d'être soumises à des contraintes financières que les entreprises non exportatrices car elles sont généralement plus compétitives et plus productives (graphique 3a) ⁷¹. Enfin, la proportion d'entreprises soumises à des contraintes de crédit est plus élevée dans les pays vulnérables aux chocs économiques et financiers que dans les pays moins vulnérables ⁷² (graphique 3b).

Graphique 1

Pourcentage d'entreprises soumises à des contraintes, par taille et par âge

(pourcentages pondérés)



Source : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement.

Notes : Une entreprise est considérée comme soumise à des contraintes financières si l'une des circonstances suivantes s'applique : a) sa demande de financement externe a été rejetée ; b) elle n'a reçu qu'une part limitée (c'est-à-dire moins de 75 %) du financement sollicité ; c) elle a refusé l'offre de financement externe du prêteur car les coûts d'emprunt étaient trop élevés ; d) elle n'a pas fait de demande de financement externe par crainte que sa demande ne soit rejetée. Les instruments de financement suivants sont examinés : les prêts bancaires, les lignes de crédit, les crédits commerciaux, les autres financements (actions et titres de créance, crédit-bail, affacturage, prêts intragroupes, etc.). Les observations sont pondérées à l'aide de pondérations d'échantillonnage. Les pondérations rétablissent les proportions du poids économique (en termes de nombre de salariés) de chaque classe de taille, activité économique et pays. Le nombre d'observations est de 7 506.

Pays : Belgique, Allemagne, Irlande, Grèce, Espagne, France, Italie, Pays-Bas, Autriche, Portugal, Slovaquie et Finlande.

Période : campagnes 11 à 16 de l'enquête SAFE (d'avril-septembre 2014 à octobre 2016-mars 2017).

Les classes de taille fondées sur le nombre de salariés sont définies comme suit : micro = moins de 10 ; petite = entre 10 et 49 ; moyenne = entre 50 et 249 ; grande : 250 ou plus.

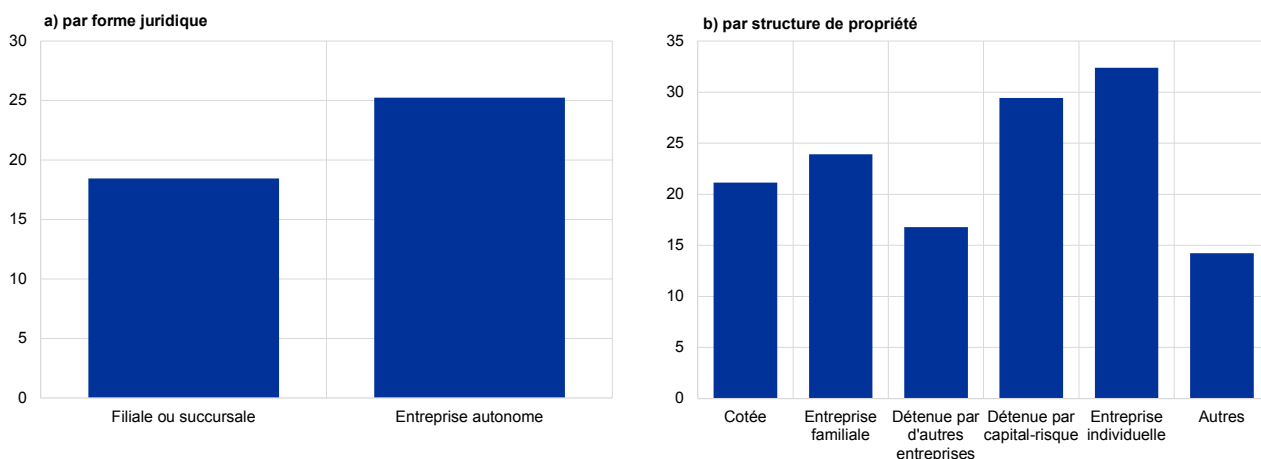
⁷¹ Correa-López (M.) et Doménech (R.), « *The Internationalisation of Spanish Firms* », *BBVA Research Working Papers*, n° 12/30, 2012.

⁷² « Pays vulnérables » se rapporte à l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, l'Italie, le Portugal et la Slovaquie et « pays moins vulnérables » aux autres pays de l'échantillon.

Graphique 2

Pourcentage d'entreprises soumises à des contraintes, par forme juridique et par structure de propriété

(pourcentages pondérés)

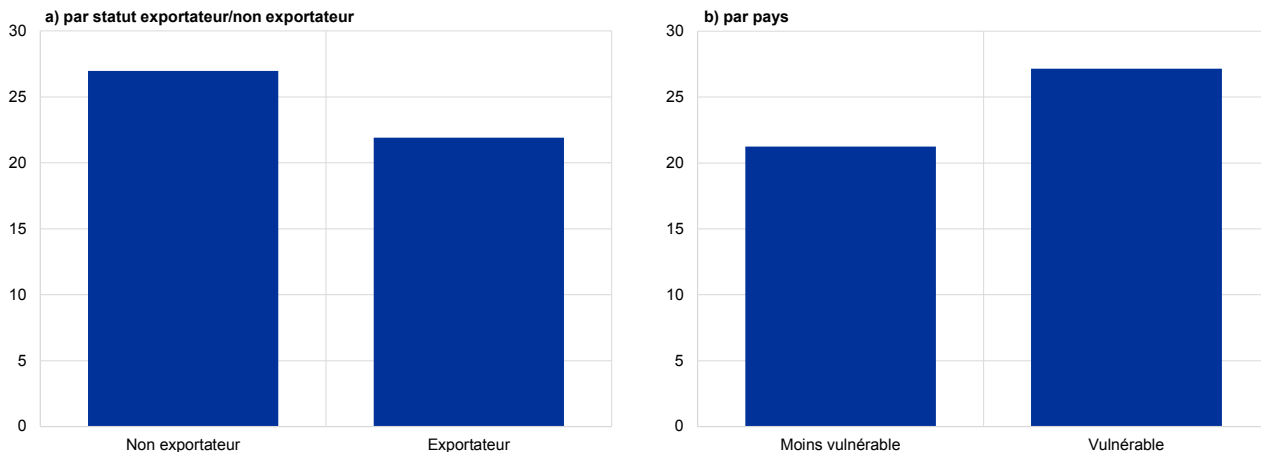


Source : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement.
Notes : Cf. graphique 1.

Graphique 3

Pourcentage d'entreprises soumises à des contraintes par statut exportateur/non-exportateur et par pays

(pourcentages pondérés)

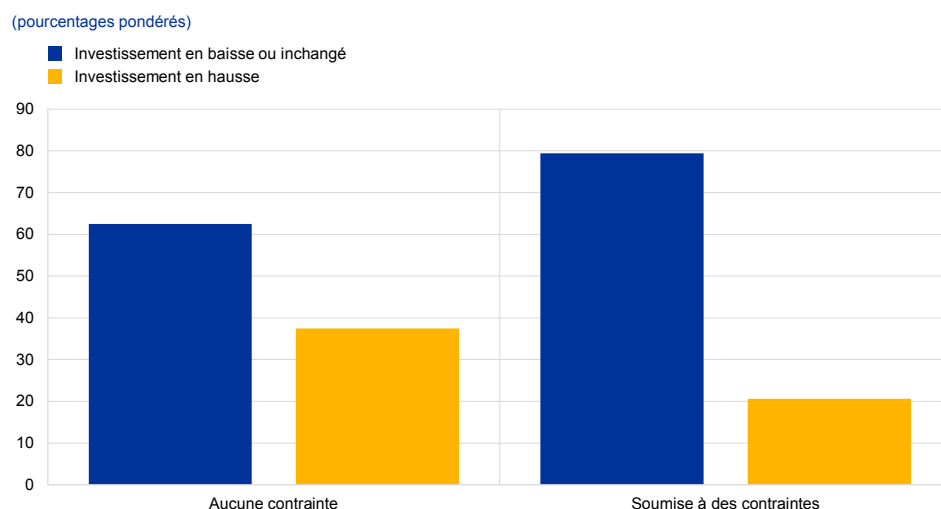


Source : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement.
Notes : Cf. graphique 1. « Pays vulnérables » se rapporte à l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, l'Italie, le Portugal et la Slovaquie et « pays moins vulnérables » aux autres pays de l'échantillon.

Les données descriptives suggèrent l'existence d'une relation négative entre contraintes financières et investissement des entreprises. Dans l'enquête, il est demandé aux entreprises si leur investissement a diminué, est resté inchangé ou a augmenté au cours des six derniers mois. Afin d'examiner un lien potentiel entre contraintes financières et investissement, le graphique 4 présente la distribution de l'investissement pour les entreprises soumises à des contraintes et pour celles qui ne le sont pas. Le pourcentage d'entreprises déclarant que leur investissement a diminué ou est resté inchangé est nettement plus élevé (d'environ 15 points de

pourcentage) dans le groupe des entreprises soumises à des contraintes financières ⁷³.

Graphique 4 Investissement et contraintes de crédit



Source : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement.
Notes : Cf. graphique 1.

3.2 Analyse économétrique

Un test plus formel des effets des contraintes de crédit sur l'investissement peut être mené par le biais d'une analyse de régression. Cette analyse utilise des modèles de probabilité linéaires. La variable dépendante est l'investissement, une variable muette égale à 1 si l'investissement a augmenté et à 0 s'il a diminué ou est resté inchangé. Cette variable est régressée sur l'indicateur de contrainte de crédit, un vaste ensemble de variables de contrôle au niveau des entreprises et des pays et d'effets fixes de temps et par pays.

Le biais de variables omises constitue le défi fondamental en termes d'identification. Les entreprises dont les opportunités d'investissement sont médiocres ont tendance à moins investir et présentent une probabilité plus élevée d'être soumises à une contrainte de crédit. Dès lors, le coefficient de l'indicateur de contrainte de crédit est susceptible d'être affecté par une certaine endogénéité.

Pour traiter ce problème, l'analyse suit deux approches, l'une qui utilise des approximations des opportunités d'investissement et l'autre, des méthodes de variables instrumentales. La première approche repose sur le recours aux moindres carrés ordinaires (MCO) et à un vaste ensemble de covariables pour prendre en compte les opportunités d'investissement des entreprises. La principale mesure des opportunités d'investissement est un indicateur de l'évolution de la

⁷³ La différence est statistiquement significative à 1 %.

situation spécifique à chaque entreprise, comme dans Ferrando et Mulier⁷⁴. En particulier, il est demandé à l'entreprise d'évaluer l'évolution de sa propre situation, en termes de ventes et de rentabilité ou de plan d'activité et ce, sur les six derniers mois. L'analyse inclut également un indicateur des variations du chiffre d'affaires d'une entreprise faisant office d'approximation des opportunités de croissance, comme dans Gomes⁷⁵. S'agissant des contrôles restants au niveau des entreprises, la taille et l'âge, ainsi que le secteur d'activité de l'entreprise, sont des déterminants traditionnels des opportunités d'investissement (cf. Petersen et Rajan⁷⁶)⁷⁷.

Néanmoins, comme il est impossible de prendre parfaitement en compte les opportunités d'investissement des entreprises, des variables instrumentales sont également utilisées. L'approche en termes de variables instrumentales vise à supprimer toute corrélation restante du terme d'erreur dans la régression avec l'indicateur de contrainte du crédit. Les instruments proposés, les critères d'octroi de crédits ajustés, sont deux variables qui mesurent le niveau des critères d'octroi (ajustés) dans chaque pays, tels qu'ils sont appliqués aux grandes entreprises et aux PME, respectivement. Les variables, qui proviennent de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, mesurent la composante critères d'octroi du crédit des banques uniquement liée à l'offre (c'est-à-dire le critère d'approbation des prêts des banques), telle qu'influencée par des facteurs comme les coûts de financement, les pressions concurrentielles et la tolérance au risque⁷⁸. Les critères d'octroi de crédits ajustés ne devraient pas être corrélés aux facteurs de demande tels que les perspectives macroéconomiques, les perspectives spécifiques au secteur ou la solvabilité des emprunteurs et les risques liés au collatéral exigé. Toutefois, pour exclure la possibilité que l'instrument ne soit que le reflet du cycle économique et, ainsi, des opportunités d'investissement au niveau de l'ensemble de l'économie, des variables de contrôle macroéconomiques ont été incluses : le PIB réel, l'indicateur de confiance des consommateurs et le rendement des emprunts publics à dix ans.

Les résultats suggèrent que les contraintes financières exercent un effet important sur l'investissement. Le tableau 1 présente les résultats des modèles de probabilité linéaires estimés par la méthode des MCO et la méthode des doubles moindres carrés (2MC), dans lesquelles la variable dépendante est

⁷⁴ Ferrando (A.) et Mulier (K.), « *The real effects of credit constraints: evidence from discouraged borrowers in the euro area* », *op. cit.*

⁷⁵ Gomes (J.F.), « *Financing Investment* », *American Economic Review*, vol. 91, n° 5, 2001, p. 1263-1285.

⁷⁶ Petersen (M.A.) et Rajan (R.G.), « *The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data* », *Journal of Finance*, vol. 49, n° 1, 1994, p. 3-37.

⁷⁷ D'autres variables de contrôle au niveau des entreprises sont également incluses. Cf. les notes du tableau 1.

⁷⁸ Afin de construire ces deux variables, les critères d'octroi de crédit sont régressés sur les facteurs de demande suivants : « perspectives économiques générales », « perspectives spécifiques au secteur ou à l'entreprise/solvabilité des emprunteurs » et « risques liés au collatéral exigé ». Les résidus de ces régressions sont les variables de critères d'octroi de crédits ajustées. Pour plus de détails sur la construction des variables, cf. García-Posada (M.), « *Credit constraints, firm investment and growth: evidence from survey data* », *Working Paper Series*, BCE, à paraître.

l'investissement ⁷⁹. La colonne 1, estimée par MCO, indique une forte corrélation négative entre le régresseur endogène, « soumise à une contrainte », et la variable dépendante « investissement ». Toutefois, pour établir une relation causale, il convient d'avoir recours aux variables instrumentales. Premièrement, une seule variable instrumentale est utilisée : les critères d'octroi de crédits ajustés des prêts aux PME (colonne 2). D'après ces estimations, la présence de contraintes de crédit réduit de 67 points de pourcentage la probabilité d'augmenter l'investissement, mais l'effet est estimé de façon imprécise et n'est statistiquement significatif qu'à 10 %. Afin d'accroître la précision des estimations, une seconde variable instrumentale est utilisée, à savoir les critères d'octroi de crédits ajustés pour les prêts accordés aux grandes entreprises ⁸⁰. Le résultat, présenté dans la colonne 3, est un effet très fort et précis : les contraintes de crédit réduisent la probabilité d'une hausse de l'investissement de 92 points de pourcentage et le coefficient est significatif à 5 % ⁸¹.

⁷⁹ Toutes les variables de contrôle évoluant dans le temps sont décalées d'une période, tandis que le régresseur endogène, « soumise à des contraintes », et les instruments de critères d'octroi de crédits ajustés sont inclus simultanément.

⁸⁰ Il convient également de noter que les instruments ne semblent pas être faibles, la F-statistique de premier niveau étant supérieure à 10, qui est la valeur de référence suggérée par la littérature. La spécification passe également le test J de Sargan-Hansen (valeur-p = 0,291) c'est-à-dire qu'il est impossible de rejeter l'hypothèse nulle de validité des restrictions de suridentification.

⁸¹ L'effet moyen est susceptible de masquer une importante hétérogénéité, l'incidence des contraintes de crédit pouvant être très forte pour certains types d'entreprises et faible ou inexistante pour d'autres types. En particulier, à partir du même échantillon, García-Posada (M.), *op. cit.*, constate que l'essentiel de l'incidence causale des contraintes de crédit sur l'investissement des entreprises résulte des PME anciennes.

Tableau 1**Incidence des contraintes de crédit sur l'investissement**

(coefficients, erreurs-types entre parenthèses)

| | 1 | 2 | 3 |
|---------------------------|-----------------------|-----------------------|--|
| Soumise à des contraintes | - 0,096*** (0,019) | - 0,668* (0,387) | - 0,917** (0,360) |
| Estimateur | MCO | 2MC | 2MC |
| Instruments | | Critères d'octroi PME | Critères d'octroi PME Critères d'octroi grandes entreprises |
| F-test (premier niveau) | | 11,711 | 11,510 |

Sources : Enquête de la BCE et de la Commission européenne sur l'accès des entreprises au financement et calculs de la BCE.
Notes : La variable dépendante est l'investissement, une variable muette égale à 1 si l'investissement a augmenté et à 0 s'il a diminué ou est resté inchangé.

Soumise à des contraintes est une variable muette égale à 1 si l'entreprise est soumise à des contraintes de crédit et à 0 sinon. Les variables instrumentales sont les critères d'octroi de crédits ajustés pour les prêts aux PME et les critères d'octroi de crédits ajustés pour les prêts aux grandes entreprises.

Toutes les spécifications incluent des variables muettes de pays et de temps, des variables de contrôle macroéconomiques, des variables de contrôle liées aux entreprises et d'autres variables de contrôle liées aux entreprises.

Les contrôles macroéconomiques sont le PIB après élimination de la composante tendancielle, un indicateur de la confiance du consommateur et le rendement des emprunts publics à dix ans;

Les variables de contrôle liées aux entreprises sont des variables muettes pour le secteur, la taille (en termes d'emploi et de chiffre d'affaires), l'âge, la forme juridique, la structure du capital et le statut exportateur/non exportateur.

Les autres variables de contrôles liées aux entreprises sont des variables muettes pour les hausses/baisses du chiffre d'affaires, des bénéfices, des coûts de main-d'œuvre, des autres coûts, du ratio endettement/actifs et des charges d'intérêt, ainsi que des variables muettes pour l'amélioration/détérioration de la situation spécifique à chaque entreprise, des capitaux propres des entreprises et de l'historique de crédit des entreprises.

Tous les contrôles variables dans le temps sont décalés d'une période (t-1).

Les erreurs-types robustes en grappes figurent entre parenthèses. Niveau de la grappe : groupes de pays. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

F-test (premier niveau) est la F-statistique de Kleibergen-Paap Wald rk.

MCO correspond à la méthode des moindres carrés ordinaires. 2MC correspond à la méthode des doubles moindres carrés. Les observations sont pondérées à l'aide de pondérations d'échantillonnage. Les pondérations rétablissent les proportions du poids économique (en termes de nombre de salariés) de chaque classe de taille, activité économique et pays.

Le nombre d'observations est de 7 506.

Pays : Belgique, Allemagne, Irlande, Grèce, Espagne, France, Italie, Pays-Bas, Autriche, Portugal, Slovaquie et Finlande.

Période : campagnes 11 à 16 de l'enquête SAFE (d'avril-septembre 2014 à octobre 2016-mars 2017).

L'analyse fait abstraction d'autres canaux potentiellement pertinents tels que la marge extensive. Les résultats sont des mesures prudentes de l'incidence totale des contraintes de crédit dans l'économie réelle, l'analyse ignorant la marge extensive, c'est-à-dire les entreprises qui ferment en raison d'un manque de crédits et celles qui n'entrent pas sur le marché car elles n'obtiennent pas les financements nécessaires à la mise en œuvre de leurs projets d'investissement.

4 Conclusions

Il n'apparaît pas clairement a priori que les contraintes de crédit affectent l'investissement des entreprises. Sur des marchés de capitaux parfaits et exempts de frictions, le théorème de Modigliani-Miller implique que les décisions d'une entreprise en matière de financement sont indépendantes de ses décisions d'investissement parce que les financements internes et externes sont parfaitement substituables. En pratique toutefois, plusieurs facteurs en font des substituts imparfaits, de sorte que les contraintes financières peuvent exercer des effets importants sur l'investissement des entreprises. Cet article a passé en revue la littérature existante et fourni de nouveaux éléments sur la base d'un vaste échantillon d'entreprises européennes.

Les éléments disponibles suggèrent que les contraintes financières exercent des effets prononcés sur les décisions d'investissement des sociétés non financières, soulignant le rôle important que joue la politique monétaire pour les atténuer. Face à la crise financière récente, les banques centrales du monde entier ont pris des mesures sans précédent pour rétablir le mécanisme de transmission de la politique monétaire, réduisant ainsi les contraintes financières subies par les ménages et les entreprises ⁸². Ces actions peuvent avoir stimulé l'investissement *via* le canal du crédit et leur effet sur la prime de financement externe payée par les entreprises. Néanmoins, il convient d'être prudent lorsque l'on tire des conclusions sur les implications macroéconomiques des études mentionnées ci-dessus, qui sont fondées sur des données microéconomiques, dans la mesure où ces études reposent sur des analyses d'équilibre partiel et utilisent souvent des données qualitatives tirées d'enquêtes.

⁸² La part des entreprises soumises à des contraintes financières dans la zone euro a reculé depuis 2012. Cf. l'encadré intitulé « Évolutions récentes de l'investissement des entreprises au travers de données d'enquêtes au niveau de l'entreprise », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2016.

2 L'impact économique du vieillissement de la population et des réformes des retraites

Carolin Nerlich et Joachim Schroth

Le présent article examine les implications macroéconomiques et budgétaires du vieillissement de la population dans la zone euro et la façon dont les réformes des retraites peuvent contribuer à résoudre ces difficultés. Selon les dernières projections d'Eurostat, le vieillissement démographique de la zone euro devrait se poursuivre et même s'intensifier au cours des prochaines décennies. Ce processus continu, qui résulte de l'allongement de l'espérance de vie et de la faiblesse des taux de fécondité, devrait, selon la plupart des analyses, entraîner une diminution de l'offre de main-d'œuvre et des pertes de productivité ainsi que des changements de comportement, et il exercera probablement un effet défavorable sur la croissance potentielle. Par ailleurs, en provoquant une hausse de l'épargne de précaution, le vieillissement devrait avoir une incidence modératrice sur les taux d'intérêt pendant une période prolongée. Le vieillissement de la population entraîne également des variations des prix relatifs, en raison essentiellement de modifications de la demande, caractérisées par une hausse de la demande de services. En outre, selon les projections, les pays de la zone euro devraient également connaître, à mesure que leurs populations vieillissent, de nouvelles tensions à la hausse sur les dépenses publiques liées aux retraites, aux soins de santé et aux soins de longue durée.

Même si de nombreux pays de la zone euro ont mis en œuvre des réformes des retraites après la crise de la dette souveraine, de nouvelles réformes semblent nécessaires afin d'assurer la soutenabilité budgétaire à long terme. À cet égard, les mesures reculant l'âge de la retraite devraient atténuer les effets macroéconomiques défavorables du vieillissement, car elles agiront positivement sur l'offre de main-d'œuvre et sur la consommation domestique. En revanche, la hausse du taux de cotisations ou la baisse du benefit ratio (ratio de la pension moyenne au salaire moyen) pourraient avoir des implications macroéconomiques moins favorables.

1 Introduction

Le vieillissement de la population dans la zone euro pose un certain nombre de défis économiques. Selon la plupart des analyses, ce processus continu devrait entraîner des tensions baissières sur la croissance potentielle, sur l'offre de main-d'œuvre et sur le taux d'intérêt d'équilibre. Dans le même temps, les économies vieillissantes devraient faire face à une hausse des coûts budgétaires liés au vieillissement, ce qui pourrait entraîner des risques pour la soutenabilité budgétaire. L'évolution probable des modes de consommation en lien avec le vieillissement de la population pourrait également affecter les prix relatifs, ce qui pourrait ensuite se répercuter sur la transmission de la politique monétaire. La combinaison de ces différents effets complique les défis auxquels est confrontée la politique monétaire.

Le présent article analyse différentes implications macroéconomiques importantes du vieillissement de la population et la façon dont les réformes des retraites pourraient contribuer à les atténuer. Après un examen des dernières projections démographiques d'Eurostat et leurs principaux facteurs explicatifs, il s'attache aux implications macroéconomiques du vieillissement sur la croissance potentielle, en particulier s'agissant de l'offre de main-d'œuvre, de la formation de capital et de la productivité totale des facteurs. L'impact négatif sur la croissance est également étudié en utilisant un modèle hautement stylisé. Cet article aborde également les effets sur les équilibres budgétaires et la soutenabilité de la dette, tandis que l'impact sur les prix relatifs découlant de l'évolution des modes de consommation est traité dans un encadré spécifique. La section finale examine le rôle des réformes des retraites et leurs effets macroéconomiques et inclut un encadré présentant les simulations effectuées à l'aide de modèles. Les implications pour la politique monétaire, notamment par le biais des variations du taux d'intérêt réel d'équilibre, sont également traitées dans un encadré spécifique.

2 Évolutions démographiques dans la zone euro

Les pays de la zone euro sont confrontés à d'importants défis démographiques, qui devraient avoir des implications économiques majeures.

La population totale de la zone euro devrait passer de 340 millions en 2016 à 352 millions environ en 2040, avant de revenir à 345 millions en 2070, selon les projections de population 2015 d'Eurostat⁸³. Par ailleurs, la structure d'âge de la population de la zone euro devrait également se modifier, le vieillissement devant se poursuivre et continuer de s'intensifier. Ces évolutions résulteront essentiellement de la faiblesse des taux de natalité, ainsi que de nouveaux allongements de l'espérance de vie, tandis que les flux migratoires nets ne compenseront que partiellement, en moyenne, l'impact du vieillissement des populations. Il y aura également d'importants effets de cohorte, l'intégralité de la « génération du *baby boom* » (les nombres importants de personnes nées dans les années cinquante et soixante) partant en retraite au cours des vingt prochaines années. Il convient cependant de noter que le vieillissement de la population ne se limite pas à la seule zone euro. En effet, il s'agit d'un phénomène mondial affectant les économies avancées (et certaines économies de marché émergentes) sur tous les continents. C'est au Japon que le vieillissement de la population se situe au stade le plus avancé⁸⁴.

Le vieillissement de la population résulte de différentes tendances démographiques. Le taux de fécondité moyen dans la zone euro se situe actuellement à 1,6, ce qui est largement inférieur au niveau de remplacement naturel (considéré comme nécessaire pour maintenir la population totale à un niveau

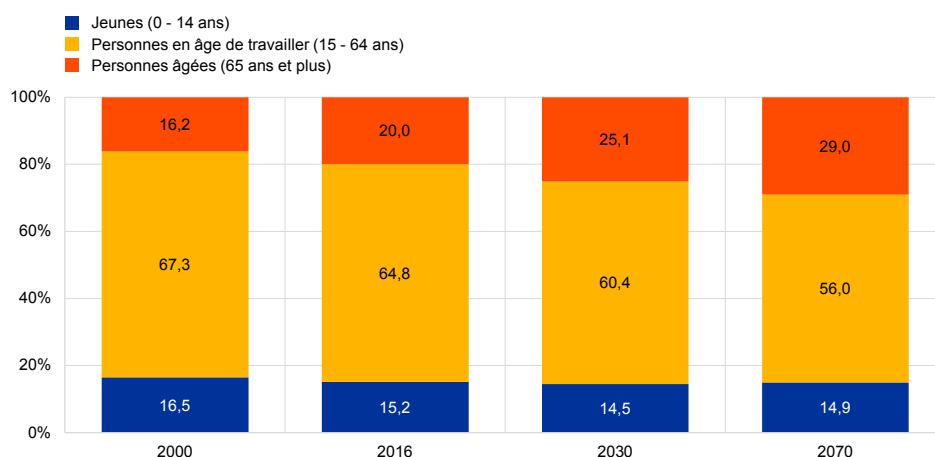
⁸³ Cf. les [Projections de population 2015 d'Eurostat](#). Les projections d'Eurostat pour la zone euro sont comparables aux dernières projections de population des Nations Unies, bien que ces dernières soient légèrement plus défavorables en termes de vieillissement de la population.

⁸⁴ Cf. OCDE, *Panorama des pensions 2017*, 2017. Dans le cas du Japon, l'ajustement budgétaire nécessaire pour stabiliser la dette publique est estimé à 30-40 % de la consommation totale. Cf. également Hansen (G.) et Imrohorglu (S.), « *Fiscal reform and government debt in Japan: A neoclassical perspective* », *Review of Economic Dynamics*, vol. 21, 2016.

constant), qui est de 2,1 environ. Même si Eurostat prévoit une légère hausse des taux de natalité, ils devraient rester bien inférieurs, en moyenne, au niveau de remplacement. Par conséquent, les jeunes devraient représenter à l'avenir un pourcentage plus faible de la population totale (cf. graphique 1). L'espérance de vie devrait continuer de s'allonger, bien que plus lentement que lors des dernières décennies⁸⁵. En 2070, l'espérance de vie restante à l'âge de 65 ans s'établira en moyenne à 23,6 années pour les hommes et à 26,9 années pour les femmes, soit environ 5 années de plus qu'aujourd'hui. L'allongement de l'espérance de vie, combiné aux effets de cohorte dus au vieillissement de la génération du *baby boom*, contribuera à une forte augmentation de la taille de la cohorte des personnes âgées (nombre de personnes âgées de 65 ans et plus), comme le montre le graphique 1. La taille de cette cohorte des personnes âgées devrait atteindre son pic en termes absolus autour de 2050. Pour l'ensemble de la zone euro, les flux migratoires nets ne devraient que partiellement compenser la baisse de la population en âge de travailler. Leur impact devrait encore diminuer au fil du temps, reflétant un recul de la migration nette par rapport à la population totale, ainsi que le vieillissement des migrants actuels.

Graphique 1
Cohortes d'âge dans la zone euro

(en pourcentage de la population totale)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Dans la zone euro, le taux de dépendance des personnes âgées, défini comme le nombre de personnes âgées de 65 ans et plus en pourcentage de la population en âge de travailler (personnes ayant entre 15 et 64 ans), devrait être sensiblement plus élevé en 2070. Sur la base des projections 2015 d'Eurostat, le taux moyen de dépendance des personnes âgées devrait fortement augmenter dans la zone euro, passant d'un niveau légèrement supérieur à 30 % en 2016 à 52 % environ en 2070 (cf. graphique 2). Une hausse de ce taux signifie une baisse du nombre de travailleurs potentiellement disponibles pour prendre en

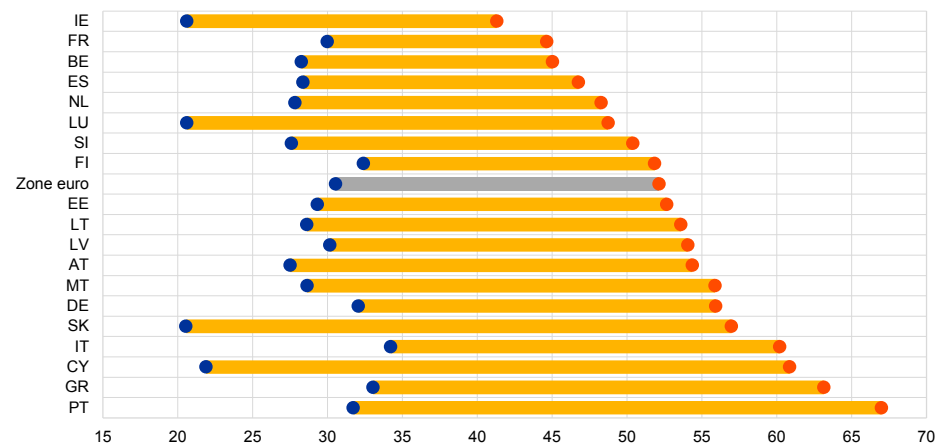
⁸⁵ Pour des informations plus détaillées sur ces projections démographiques, cf. la Commission européenne, « *The 2018 Ageing Report – Underlying Assumptions & Projection Methodologies* », *Institutional Paper* 65, novembre 2017.

charge chaque retraité, en l'absence de modifications de l'âge légal de la retraite ⁸⁶. Cette situation entraînera pour les pays concernés une charge budgétaire importante en termes de systèmes publics de retraite.

Graphique 2

Taux de dépendance des personnes âgées en 2016 et en 2070

(en pourcentages)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Ce graphique illustre les taux de dépendance des personnes âgées, définis comme le nombre de personnes âgées de 65 ans et plus, en pourcentage de la population en âge de travailler (personnes ayant entre 15 et 64 ans), pour 2016 (points bleus) et 2070 (points orange).

Tous les pays de la zone euro connaîtront un vieillissement de leur population, mais l'ampleur de ce défi démographique variera considérablement d'un pays à l'autre. Les pays ayant les taux les plus élevés de dépendance des personnes âgées sont actuellement l'Allemagne, la Grèce, l'Italie, le Portugal et la Finlande (cf. graphique 2). Selon les projections, ces taux devraient augmenter de plus de 35 points de pourcentage d'ici à 2070 à Chypre, au Portugal et en Slovaquie, le Portugal atteignant un taux de 67 %, le plus élevé de la zone euro. Pour la Grèce, l'Italie et Chypre, les taux devraient également atteindre ou dépasser 60 %. En revanche, l'Irlande devrait enregistrer le taux le plus bas de la zone euro en 2070, tandis que la Belgique, l'Espagne et la France devraient connaître les hausses les plus faibles.

Les facteurs explicatifs du vieillissement de la population retenus dans les projections diffèrent également selon les pays. La question de savoir si (et dans quelle mesure) le vieillissement s'explique par la faiblesse des taux de fécondité et/ou par les allongements de l'espérance de vie a des conséquences importantes pour la dynamique du vieillissement de la population et pour ses implications économiques et budgétaires. Eurostat prévoit que l'espérance de vie s'allongera dans tous les pays de la zone euro. Cependant, les allongements attendus sont généralement plus importants dans les pays où l'espérance de vie est actuellement

⁸⁶ Le taux de dépendance des personnes âgées utilisé dans le présent article a trait à la dépendance démographique, différente du concept de dépendance économique, qui tient également compte d'autres facteurs, tels que l'emploi des travailleurs plus âgés et les différences des profils de revenus selon les cohortes d'âge. Pour interpréter ce taux, il est important de garder à l'esprit que l'âge effectif du départ en retraite pour un pays peut être supérieur ou inférieur à 65 ans.

plus faible, les augmentations les plus fortes étant attendues en Lettonie et en Slovaquie. De plus, Eurostat prévoit que le taux de fécondité s'améliorera légèrement dans tous les pays à l'exception de la France (qui continuera toutefois à enregistrer le taux le plus élevé de la zone euro). Les projections relatives aux migrations nettes montrent un degré élevé d'hétérogénéité entre les pays. Pour quelques pays, ces projections font même état de flux migratoires nets négatifs, ce qui pourrait encore amplifier le problème du vieillissement.

Cela étant, il convient d'être prudent lors de l'évaluation des tendances démographiques à long terme. Les projections relatives à la population dépendent fortement des hypothèses sous-jacentes concernant les taux de fécondité, l'espérance de vie et les flux migratoires. Si ces trois composantes sont entourées d'une certaine incertitude, l'incertitude concernant les flux migratoires est de loin la plus forte. Par conséquent, les projections de population ont historiquement donné lieu à d'importantes erreurs de prévision et à de fréquentes révisions⁸⁷. Des changements méthodologiques ont également contribué à la révision de ces prévisions. Afin de résoudre au moins partiellement le problème de l'incertitude, les projections de population sont souvent complétées par une analyse de sensibilité⁸⁸.

3 L'impact économique du vieillissement

3.1 Implications pour la croissance potentielle

Le vieillissement de la population résultant des allongements de l'espérance de vie et de la faiblesse des taux de fécondité est susceptible d'exercer des tensions à la baisse sur l'ensemble des composantes de la croissance potentielle. Cependant, les changements de comportement et les choix des autorités à l'égard du vieillissement pourraient, dans une certaine mesure, permettre de contrebalancer ces effets.

Le vieillissement devrait réduire l'offre de main-d'œuvre au fil du temps : les jeunes travailleurs seront moins nombreux à entrer dans la population active et les travailleurs plus âgés tendront à avoir des taux d'activité plus bas. La faiblesse des taux de fécondité réduit la taille des cohortes plus jeunes, ce qui devrait par la suite diminuer l'offre de main-d'œuvre et le PIB par tête⁸⁹. Le fait d'avoir moins d'enfants dépendants entraîne dans un premier temps, en termes

⁸⁷ Cf. Maddaloni (A.) *et al.*, « *Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area* », *Occasional Paper Series*, n° 51, BCE, août 2006, ainsi que Clements (B.) *et al.*, « *The fiscal consequences of shrinking populations* », *Staff Discussion Notes*, n° 15/21, FMI, octobre 2015.

⁸⁸ Cf., par exemple, la Commission européenne, « *The 2018 Ageing Report – Underlying Assumptions & Projection Methodologies* », *op. cit.*, qui inclut une analyse de sensibilité pour ces trois composantes (taux de fécondité, espérance de vie et flux migratoires) dans les projections de croissance potentielle à long terme.

⁸⁹ En revanche, l'importance des cohortes de jeunes entrant sur le marché du travail a été l'un des facteurs qui ont contribué au « miracle de la croissance » de l'Asie émergente au cours de la période 1965-1990. Cf. Bloom (D.) et Williamson (J.), « *Demographic Transitions and Economic Miracles in Emerging Asia* », *The World Bank Economic Review*, vol. 12, n° 3, septembre 1998.

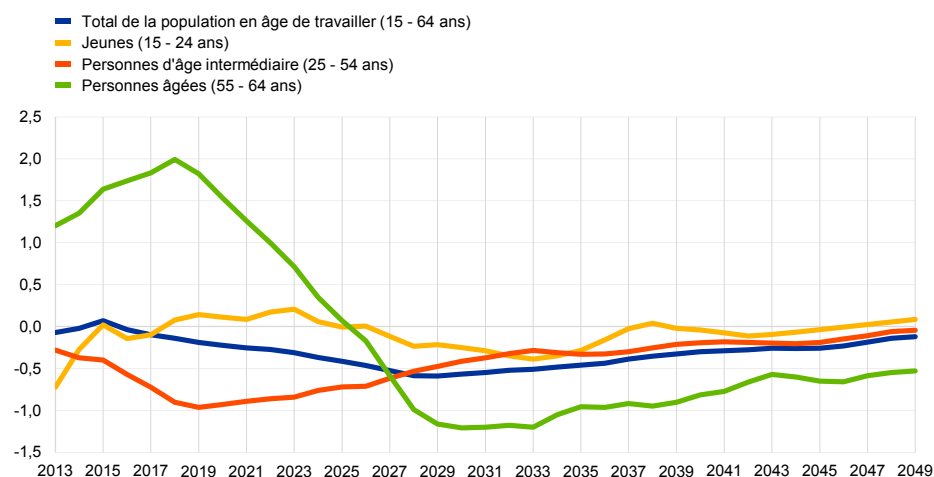
relatifs, une hausse de la population en âge de travailler en pourcentage de la population totale. Cependant, lorsque ces cohortes moins nombreuses atteindront l'âge de travailler, il y aura une incidence baissière sur la population en âge de travailler, à la fois en termes absolus et en pourcentage de la population totale. Un allongement de l'espérance de vie entraînera une hausse du nombre de personnes atteignant l'âge de la retraite, ce qui accroîtra le taux de dépendance des personnes âgées ⁹⁰. Les changements de structure de la population liés au vieillissement affectent également la composante travail de la production potentielle *via* les différences des taux d'activité spécifiques à chaque âge. En effet, en 2016, le taux d'activité des personnes d'âge intermédiaire dans la zone euro (personnes ayant entre 25 et 54 ans) se situait à 85 % environ, niveau sensiblement plus élevé que les taux équivalents des personnes plus âgées ayant entre 55 et 64 ans (60 % environ) et des personnes plus jeunes ayant moins de 25 ans (40 % environ). L'impact de ces facteurs sur l'offre agrégée de main-d'œuvre devrait varier au fil du temps et être fortement dépendant de la structure de la population. Dans la zone euro, les cohortes importantes de personnes d'âge intermédiaire deviendront des personnes âgées dans les dix prochaines années et réduiront leur activité, tandis que les cohortes réduites des jeunes deviendront des personnes d'âge intermédiaire (cf. graphique 3). Par conséquent, les personnes d'âge intermédiaire représenteront un pourcentage sensiblement plus petit de la population en âge de travailler, tandis que les personnes plus âgées constitueront un pourcentage plus important. En l'absence de changements des taux d'activité spécifiques à l'âge, cette évolution exercera des tensions à la baisse sur l'offre de main-d'œuvre. Ce constat est également globalement conforme aux résultats exposés dans l'encadré 1, qui utilise un modèle stylisé pour montrer l'impact du vieillissement de la population sur différentes variables macroéconomiques (telles que l'emploi). Les flux migratoires nets, qui, dans le passé, étaient essentiellement constitués de personnes en âge de travailler, devraient atténuer dans une certaine mesure cette incidence baissière.

⁹⁰ À strictement parler, la baisse des taux de mortalité des cohortes en âge de travailler exerce, toutes choses égales par ailleurs, une incidence haussière sur la population en âge de travailler. Cependant, dans la zone euro, les taux de mortalité de ces cohortes en âge de travailler se situent déjà à des niveaux très faibles : les effets positifs sur cette population seront donc très limités à l'avenir.

Graphique 3

Variations prévues de la population en âge de travailler par groupe d'âge

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Commission européenne et calculs de la BCE.

Encadré 1

Implications macroéconomiques stylisées du vieillissement sur la base d'un modèle à générations imbriquées

João Domingues Semeano et Carolin Nerlich

Le présent encadré illustre différentes implications macroéconomiques stylisées du vieillissement sur la base du modèle à générations imbriquées développé par Baksa et Munkacsi et paramétré pour la zone euro ⁹¹. Ce modèle tient explicitement compte des effets compositionnels du vieillissement (c'est-à-dire des changements de la structure de la population liés à la baisse des taux de fécondité et à l'allongement de l'espérance de vie), qui ont d'importantes implications sur l'offre de main-d'œuvre, la consommation privée et la dette publique. Ce modèle a l'avantage de permettre une évaluation de l'impact du vieillissement de la population sur un vaste ensemble de variables macroéconomiques dans un cadre d'équilibre général, ainsi qu'une analyse des implications de différentes réformes des retraites (qui seront étudiées dans la section 4).

Les principales caractéristiques du modèle de Baksa et Munkacsi peuvent se résumer comme suit : ce modèle est un modèle d'équilibre général dynamique à générations imbriquées avec un horizon temporel infini. Il s'agit d'un modèle d'économie fermée soumise à des rigidités des prix et à des rigidités du marché du travail, et la politique monétaire se caractérise par une règle de Taylor.

⁹¹ Les modèles à générations imbriquées sont bien adaptés pour rendre compte des évolutions démographiques et de l'interaction entre les générations. Pour une description détaillée du modèle de Baksa et Munkacsi, cf. Baksa (D.) et Munkacsi (Z.), « *A detailed description of OGRE, the OLG model* », *Working Paper Series*, n° 31/2016, *Lietuvos bankas*, 2016. Le sigle « OGRE » signifie « générations imbriquées et retraite » (*overlapping generations and retirement*). Le modèle original tenait compte de l'informalité, qui n'est pas incluse dans la présente analyse pour des questions de simplicité. Les données utilisées dans le présent encadré couvrent la période 2009-2016.

Démographie et nature du choc de vieillissement : pour chaque période, la population totale est la somme de la cohorte des personnes en âge de travailler (personnes entre 20 ans et l'âge de la retraite) et de la cohorte des retraités (personnes ayant atteint l'âge de la retraite)⁹². La population totale change au fil du temps, les travailleurs naissant et les retraités décédant sur la base de certaines probabilités, qui suivent une voie prédéterminée. Le vieillissement est introduit sous la forme d'une hausse permanente de 10 points de pourcentage du taux de dépendance des personnes âgées, mise en place sur une période de 30 ans, après laquelle les taux de fécondité et de mortalité sont supposés rester constants. La hausse du taux de dépendance des personnes âgées est modélisée de telle sorte que l'importance relative des taux de fécondité et de mortalité en tant que facteurs déterminants ressemble aux projections de population 2015 d'Eurostat pour la zone euro (cf. section 2). Les valeurs d'équilibre stationnaire de « long terme » étudiées ci-après se rapportent à une période de 50 ans.

Secteur des ménages : l'activité économique des ménages se divise en deux phases : la phase d'activité et la phase de retraite. Lors de la phase d'activité, soit les ménages travaillent (ils perçoivent alors des revenus et paient un impôt sur le revenu), soit ils sont au chômage (ils perçoivent alors des prestations de chômage). Ils consacrent leurs revenus nets et leurs prestations à consommer et à constituer une épargne de précaution. Lors de la phase de retraite, les ménages ne travaillent pas et perçoivent alors des prestations de retraite. En fonction de la probabilité du décès dans la période suivante du modèle, ils consacreront également une partie ou la totalité de leur épargne à consommer.

Secteur de production et rigidités du marché du travail : ce modèle inclut deux types d'entreprises, produisant, respectivement, des biens d'équipement et des biens de consommation. Les entreprises produisant des biens embauchent des salariés et utilisent du capital physique, soumis à un progrès technologique exogène (en prenant pour hypothèse une fonction de production Cobb-Douglas). Les entreprises tiennent compte des coûts d'ajustement des prix lorsqu'elles définissent les prix. Par ailleurs, le modèle suppose des rigidités du marché du travail, imputables aux coûts d'embauche et aux négociations salariales, qui influencent le niveau du chômage.

Secteur budgétaire : le secteur budgétaire inclut différentes sortes de recettes publiques (impôt sur le revenu, cotisations sociales, TVA, etc.) et de dépenses publiques (prestations de retraite, allocations de chômage et consommation publique). Afin de tenir compte de la diversité des systèmes de retraite des pays de la zone euro, on suppose que les trois quarts des prestations de retraite sont basés sur le principe de la répartition et le dernier quart sur le régime de la capitalisation. Dans la situation initiale d'équilibre sans vieillissement de la population, on suppose que le système de retraite est équilibré. Les pouvoirs publics peuvent émettre des emprunts pour équilibrer le budget des administrations publiques.

Selon les résultats à long terme pour la zone euro, il semble que le vieillissement affecte l'économie principalement par le biais du marché du travail et des variations de la consommation et de l'épargne. Le tableau A présente les résultats stylisés de l'équilibre

⁹² Ce modèle ne tient pas compte des personnes ayant moins de 20 ans. La partie démographique de ce modèle est fondée sur l'étude de Gertler (M.), « *Government debt and social security in a life-cycle economy* », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1999, p. 61-110. Elle combine le modèle de la jeunesse perpétuelle avec des éléments du cycle de vie, tels que la probabilité de partir en retraite et de mourir, qui peuvent être agrégés.

stationnaire de long terme découlant d'un choc de vieillissement, en prenant comme hypothèse qu'aucune mesure d'assainissement n'est adoptée pour contrebalancer l'incidence de ce choc sur la dette publique (scénario de référence sans assainissement). À la suite de ce choc de vieillissement (c'est-à-dire la hausse de 10 points de pourcentage du taux de dépendance des personnes âgées), le ratio des travailleurs par rapport aux retraités diminue. Le nombre de personnes au travail se réduisant, l'offre de main-d'œuvre et l'emploi baissent. De plus, la consommation privée par habitant recule également, les travailleurs, notamment, réduisant leur consommation. En revanche, les travailleurs augmentent leur épargne de précaution en investissant dans des emprunts publics, afin de lisser leur consommation sur une période plus longue lors de la retraite. Les retraités puisent plus progressivement dans leur épargne en raison de l'allongement de leur espérance de vie. L'investissement privé fléchit de façon seulement marginale. Dans l'ensemble, le choc de vieillissement entraîne une baisse de 4,7 % du PIB par habitant. Le taux d'intérêt réel diminue à mesure que le ratio capital/main-d'œuvre augmente en raison de la pénurie d'offre de main-d'œuvre. Le total des coûts liés à la retraite s'accroît en raison de la hausse du nombre des retraités, tandis que les recettes tirées de la TVA diminuent sous l'effet du recul de la consommation. Dans le scénario de référence, les instruments budgétaires sont maintenus à un niveau constant, de sorte que les dépenses supplémentaires liées aux retraites sont entièrement financées par le biais de la dette. Ainsi, le choc de vieillissement entraîne une hausse de près de 60 points de pourcentage du ratio dette publique/PIB sur le long terme (atteignant des niveaux insoutenables en l'absence d'ajustements des politiques). Des variations de ce scénario sont examinées dans la section 4 du présent article.

Cependant, lors de l'interprétation de ces résultats, il convient de garder à l'esprit que ce modèle repose sur plusieurs hypothèses simplificatrices. Il suppose, par exemple, que l'économie est fermée et qu'il existe seulement deux catégories de cohortes et deux sortes de biens. En outre, ce modèle considère la zone euro comme un ensemble et ne tient donc pas compte de l'hétérogénéité entre les pays. Ces résultats ne permettent donc pas d'effectuer des recommandations concrètes au niveau des pays.

Tableau A

Effets économiques à long terme stylisés du vieillissement (scénario de référence)

(variations en pourcentage ou en points de pourcentage)

| Indicateur | Variation due au choc de vieillissement |
|--|---|
| PIB par habitant (en %) | -4,7 |
| Consommation totale par habitant (en %) | -5,6 |
| Ratio consommation des travailleurs/consommation totale (en points de pourcentage) | -3,6 |
| Emploi (en %) | -5,1 |
| Ratio épargne des salariés/PIB (en points de pourcentage) | 41,7 |
| Ratio investissement privé/PIB (en points de pourcentage) | -0,3 |
| Ratio capital/travail (en points de pourcentage) | 2,3 |
| Ratio dette publique/PIB (en points de pourcentage) | 59,3 |
| Ratio dépenses liées à la retraite/PIB (en points de pourcentage) | 2,3 |

Source : Calculs de la BCE.

Note : Sur la base du modèle développé par Baksa et Munkacsi, calibré pour la zone euro.

Le vieillissement peut également avoir une incidence défavorable sur la productivité globale des facteurs, et par conséquent sur la production par travailleur. Plusieurs études ont conclu à d'importants effets négatifs du vieillissement de la population active sur la productivité du travail agrégée ⁹³, notamment une croissance plus faible de la productivité totale des facteurs, qui correspond à la croissance sous-jacente de la productivité résultant d'une plus grande efficacité des processus de production et des progrès technologiques. Cela peut s'expliquer par la bosse que présente, dans certaines études, la distribution de la productivité moyenne selon les cohortes : elle pourrait être liée à un ralentissement de l'adoption des technologies les plus récentes à mesure que l'âge augmente (les statistiques montrent notamment une moindre participation des travailleurs aux formations à mesure qu'ils avancent en âge) ou à une détérioration de la santé de certains travailleurs âgés ⁹⁴.

Toutefois, des forces opposées peuvent également limiter les effets négatifs sur la productivité. De faibles taux de fécondité peuvent, par exemple, permettre de renforcer l'investissement en capital humain par enfant. De plus, la raréfaction de la main-d'œuvre pourrait accroître la rentabilité des investissements en capital humain et donc encourager la formation au cours de la vie professionnelle (c'est-à-dire la « formation tout au long de la vie »), en particulier lorsqu'elle s'accompagne d'un relèvement de l'âge du départ à la retraite. Enfin, pour les « cols blancs », les bénéfices de l'expérience et de l'expertise accumulés peuvent continuer de se développer tout au long de la vie professionnelle. Ainsi, les évolutions structurelles au profit des secteurs fondés sur la connaissance, dans lesquels des niveaux de productivité élevés peuvent être maintenus tout au long de la vie professionnelle, pourraient limiter l'impact baissier du vieillissement sur la productivité future.

L'impact du vieillissement sur l'épargne privée devrait varier dans le temps en phase avec la structure de la population, mais il dépend aussi de la réaction des ménages et des entreprises au vieillissement de la société. Selon l'hypothèse du cycle de vie de l'épargne, les ménages lissent leur consommation tout au long de leur vie en accumulant pendant leur vie active une épargne qu'ils dépensent ensuite durant leur retraite. Les changements de structure de la population auront donc une incidence mécanique sur l'épargne agrégée *via* les différences de taux d'épargne selon les âges. Dans la zone euro, la hausse attendue

⁹³ Cf., par exemple, Nagarajan (R.) et al., « *The Impact of Population Ageing on Economic Growth: An In-depth Bibliometric Analysis* », *FEP Working Papers*, n° 505, Université de Porto, 2013, ainsi que Maestas (N.) et al., « *The Effect of Population Aging on Economic Growth, the Labor Force and Productivity* », *NBER Working Papers*, n° 22452, 2016, qui estime qu'aux États-Unis, deux tiers du ralentissement de la croissance lié à l'âge correspondent à une baisse de la productivité, et un tiers à une réduction de l'offre de main-d'œuvre.

⁹⁴ Cf., par exemple, Commission européenne, « *Population Ageing in Europe – Facts, Implications and Policies* », 2014. Cf. également Aiyar (S.) et Ebeke (C.), « *The Impact of Workforce Aging on European Productivity* », *IMF Working Papers*, n° 16/238, 2016, qui tiennent compte de certains de ces facteurs et estiment que le vieillissement peut réduire la productivité globale des facteurs dans l'UE de 0,2 point de pourcentage par an au cours des vingt prochaines années. Le freinage estimé de la croissance du PIB varie d'un pays à l'autre en fonction de la structure de la population. Il est, par exemple, faible en Allemagne, où de nombreux travailleurs sont sur le point de partir en retraite, et important en Espagne, où le nombre de travailleurs d'âge intermédiaire devrait fortement baisser au cours des vingt prochaines années en pourcentage du total de la population en âge de travailler.

du nombre de retraités en pourcentage de la population totale entre aujourd'hui et 2070 correspondra à un passage de l'épargne vers la désépargne, ce qui laisse présager un impact baissier sur l'épargne agrégée à long terme. Toutefois, au cours des dix prochaines années, cet effet pourrait ne pas être observé, les nombreux membres de la génération des « *baby-boomers* » devenant des travailleurs âgés. Ce groupe d'âge étant caractérisé par le taux d'épargne le plus élevé, l'épargne par habitant devrait augmenter à court terme. Par ailleurs, le vieillissement pourrait aussi entraîner une modification du comportement d'épargne des ménages. Avec l'allongement de l'espérance de vie, les ménages pourraient épargner davantage au cours de leur vie active, anticipant la nécessité de couvrir une durée de retraite plus longue, comme le confirment également les résultats du modèle présenté dans l'encadré 1. Le bas niveau des taux de fécondité peut aussi avoir un effet positif sur l'épargne de la population en âge de travailler, en réduisant les besoins de consommation liés à l'éducation des enfants⁹⁵. Les politiques budgétaires et la nature du régime de retraite sous-jacent pourraient avoir également un rôle à jouer en encourageant les ménages à épargner davantage durant leur vie active.

L'impact sur l'investissement et l'accumulation de capital dépendra, notamment, de la réactivité des taux de rendement, de l'ouverture de l'économie et des profils de vieillissement relatifs des différents pays.

La pression à la baisse exercée par le vieillissement sur la population active devrait réduire le coût du capital par rapport à celui de la main-d'œuvre. En supposant que le capital et le travail sont substituables (au moins dans une certaine mesure), cela entraînera un renforcement de l'intensité capitalistique et l'investissement sera affecté de façon moins négative que la population active (comme le montre également la simulation dans l'encadré 1). Cela pourrait résulter, par exemple, de diminutions de la taille des ménages sous l'effet du vieillissement, le nombre de ménages et les besoins d'investissement dans l'immobilier résidentiel demeurant globalement inchangés⁹⁶. Ce renforcement de l'intensité capitalistique exercera une pression à la baisse sur le rendement du capital. Cependant, dans les économies ouvertes sans contrôle des capitaux, l'épargne n'est pas nécessairement investie localement et peut être absorbée par les exportations de capitaux, ce qui réduit la pression sur les rendements domestiques du capital⁹⁷. En effet, plusieurs études ont constaté des flux de capitaux en provenance de pays « âgés » dirigés vers des pays à la démographie plus favorable⁹⁸. L'encadré 4 présente une analyse plus détaillée, fondée sur un modèle, de l'ampleur de la pression à la baisse sur le taux d'intérêt réel d'équilibre de la zone euro, qui est probablement attribuable aux facteurs démographiques et aux réformes des régimes de retraite pour la période allant jusqu'à 2030.

⁹⁵ Cf., par exemple, Prskawetz (A.) et Lindh (T.) (eds.), « *The Relationship between Demographic Change and Economic Growth in the EU* », *Research Report 32*, Vienna Institute of Demography, 2007.

⁹⁶ Cf., par exemple, Goodhart (C.) et Pradhan (M.), « *Demographics will reverse three multi-decade global trends* », *BIS Working Papers*, n° 656, août 2017.

⁹⁷ Cf. Leibfritz (W.) et Röger (W.), « *The Effects of Aging on Labor Markets and Economic Growth* », in Hamm, I. et al. (eds.), *Demographic Change in Germany*, 2008.

⁹⁸ Cf., par exemple, Börsch-Supan (A.), Ludwig (A.) et Winter (J.), « *Aging, Pension Reform, and Capital Flows: A Multi-country Simulation Model* », *NBER Working Papers*, n° 11850, décembre 2005.

3.2 Soldes budgétaires et soutenabilité

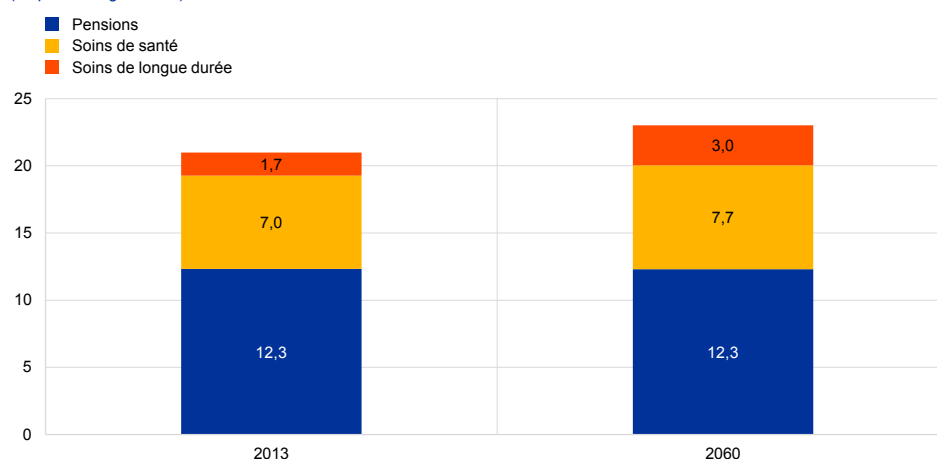
Le vieillissement de la population continuera d'exercer une pression à la hausse sur les niveaux déjà élevés des dépenses publiques liées au vieillissement.

Le rapport 2015 de la Commission européenne sur le vieillissement prévoit que les dépenses publiques liées aux retraites, à la santé et aux soins de longue durée, passeront de 21 % du PIB en 2013 à 23 % du PIB en 2060 (cf. graphique 4)⁹⁹. Ces projections, qui tiennent compte de l'impact futur des réformes passées dans les domaines des retraites, des soins de santé et des soins de longue durée, ne sont pas directement comparables avec les résultats du modèle stylisé présenté dans l'encadré 1.

Graphique 4

Dépenses publiques liées au vieillissement dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)



Sources : Rapport 2015 sur le vieillissement et calculs de la BCE.

Les régimes de retraite par répartition seront particulièrement affectés. Avec le vieillissement des populations, le nombre de bénéficiaires des régimes de retraite publics augmentera, tandis que le nombre de cotisants devrait diminuer, ce qui entraînera des déficits si les paramètres ne sont pas ajustés. Les seuls effets démographiques devraient entraîner une hausse des dépenses de retraite de 7,6 % du PIB en moyenne dans la zone euro sur la période 2013 – 2060 (cf. graphique 5). Toutefois, cet effet devrait être presque entièrement compensé par les variations d'autres déterminants importants des dépenses de retraite, comme des baisses du taux de couverture ou du *benefit ratio*¹⁰⁰. Ces évolutions reflètent des réformes adoptées par certains pays de la zone euro, mais elles résultent également

⁹⁹ Cf. Commission européenne, « *The 2015 Ageing Report – Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States (2013-2060)* », *European Economy*, n° 3, 2015. Le Rapport 2018 sur le vieillissement sera disponible dans les tous prochains mois, mais ces projections actualisées ne devraient guère modifier l'évaluation des risques pesant sur la soutenabilité budgétaire dans l'ensemble de la zone euro.

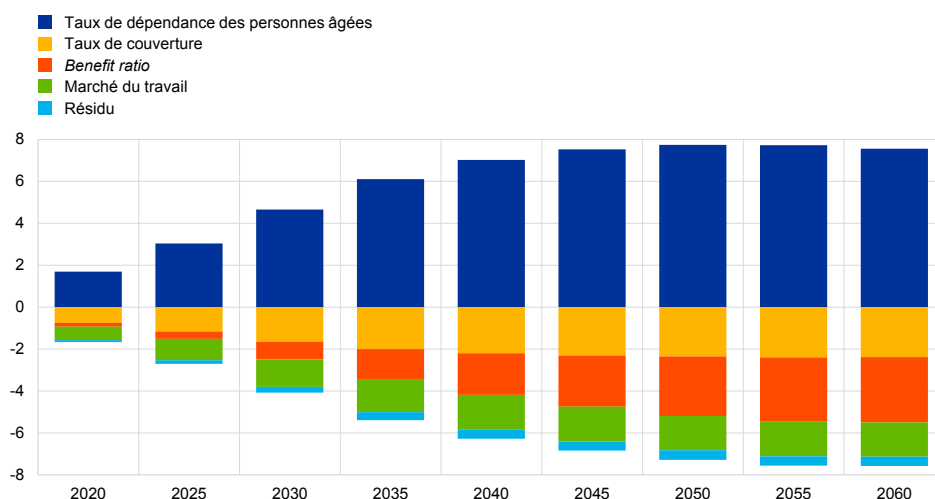
¹⁰⁰ Le taux de couverture correspond au nombre de retraités rapporté au nombre de personnes âgées de 65 ans ou plus. Le taux de couverture pourrait, par exemple, être réduit en restreignant l'accès à la retraite anticipée. Le *benefit ratio*, quant à lui, est le ratio de la pension moyenne au salaire moyen. Le *benefit ratio* diminue lorsque les droits à pension deviennent moins généreux.

d'hypothèses macroéconomiques sous-jacentes favorables ¹⁰¹. Sur l'ensemble de la zone euro, les dépenses de retraite devraient rester durablement à leur niveau actuellement élevé de plus de 12 % du PIB, en dépit d'une très grande hétérogénéité entre les pays ¹⁰².

Graphique 5

Facteurs à l'origine des variations des dépenses de retraite

(en points de pourcentage du PIB ; variations par rapport à 2013)



Sources : Rapport 2015 sur le vieillissement et calculs de la BCE.

Le vieillissement de la population accroîtra également les dépenses pour les soins de santé et les soins de longue durée.

Selon les projections du Rapport 2015 sur le vieillissement, les dépenses pour les soins de santé et les soins de longue durée en pourcentage du PIB devraient augmenter en moyenne de 0,7 et 1,3 point de pourcentage, respectivement, sur la période 2013 – 2060 (cf. graphique 6). En effet, les personnes âgées sont davantage susceptibles de recourir aux services de santé, qui sont majoritairement dispensés par le secteur public en Europe. Il convient toutefois de noter que le vieillissement de la population n'est qu'un des facteurs déterminants des dépenses de santé, et qu'il n'est pas nécessairement le plus important ¹⁰³. Cependant, les dépenses au titre des soins de

¹⁰¹ Les projections du Rapport 2015 sur le vieillissement démographique reposent sur des hypothèses macroéconomiques sous-jacentes assez optimistes. Elles tablent par exemple, sur la convergence des taux de chômage structurels des pays vers la moyenne de l'UE, ce qui implique de très fortes baisses dans certains cas. De plus, elles prennent également pour hypothèse que la croissance annuelle de la productivité globale des facteurs s'accélénera pour atteindre 1 % du PIB dans l'ensemble des pays de l'UE. Pour une analyse critique de ces hypothèses sous-jacentes, cf. l'encadré intitulé « Rapport 2015 sur le vieillissement : combien coûtera le vieillissement de la population en Europe ? », *Bulletin économique*, numéro 4, BCE, 2015. Les hypothèses macroéconomiques sur lesquelles s'appuie le Rapport 2015 sur le vieillissement sont très différentes de celles contenues dans le modèle présenté dans l'encadré 1.

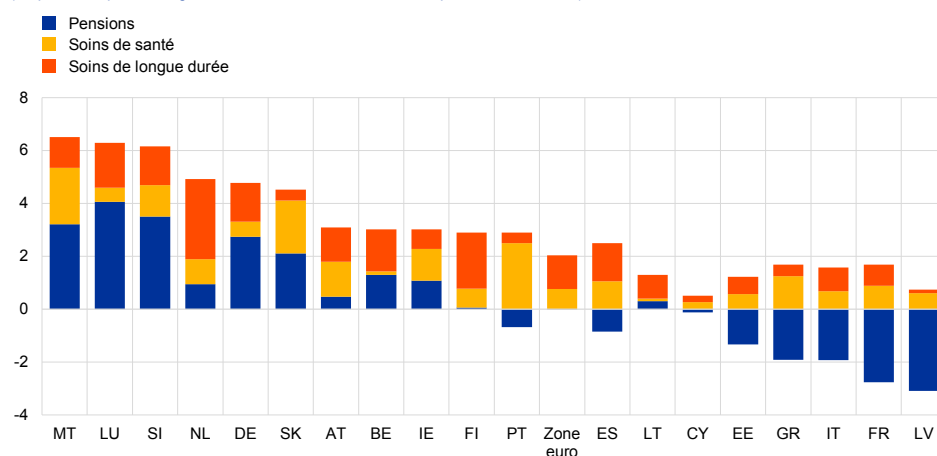
¹⁰² D'après les projections du Rapport 2015 sur le vieillissement, certains pays, comme l'Allemagne, le Luxembourg, Malte, la Slovénie et la Slovaquie, devraient subir une pression importante sur les dépenses de retraite, tandis que ces tensions devraient fortement se réduire en France, en Italie et en Lettonie.

¹⁰³ Les coûts des soins de santé sont déterminés, notamment, par le progrès technologique, la demande de services de santé de meilleure qualité et la croissance du PIB par habitant (en supposant que l'élasticité de la demande de services de santé au revenu soit supérieure à un). Cf. également Commission européenne, « *The 2015 Ageing Report – Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States (2013-2060)* », op. cit.

longue durée devraient également augmenter, ces soins étant de plus en plus dispensés par des professionnels, plutôt que par la solidarité familiale, notamment en raison de la participation accrue des femmes au marché du travail. Enfin, les dépenses publiques d'éducation devraient baisser à mesure que le nombre de jeunes diminuera progressivement en pourcentage de la population totale, compensant en partie la hausse des dépenses précédemment évoquée ¹⁰⁴.

Graphique 6 Variations des dépenses publiques liées au vieillissement

(en points de pourcentage de PIB ; variations au cours de la période 2013–2060)



Sources : Rapport 2015 sur le vieillissement et calculs de la BCE.

Note : Ce graphique utilise des données actualisées pour la Belgique, devenues disponibles après la publication du Rapport 2015 sur le vieillissement.

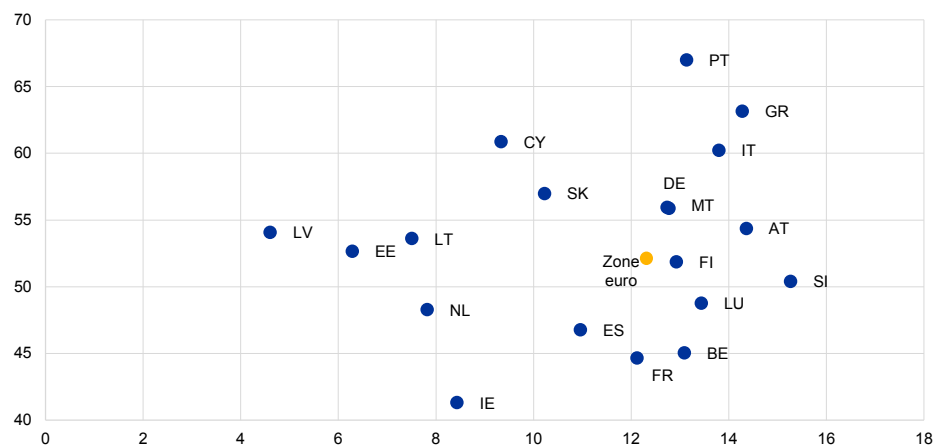
L'augmentation prévue des dépenses publiques liées au vieillissement varie selon les pays et est sujette à une incertitude considérable. Les projections d'évolution des postes des dépenses publiques liés au vieillissement varient en fonction de la générosité qui sous-tend les systèmes publics considérés et des taux de couverture correspondants. Pour les dépenses publiques de retraite, l'âge effectif de départ à la retraite est un paramètre décisif. Le graphique 7 fournit une illustration sommaire de la générosité relative des régimes de retraite des différents pays en comparant les coûts des pensions et les ratios de dépendance liée à l'âge. En prenant comme référence la moyenne de la zone euro, les pays situés en bas de la partie droite peuvent être considérés comme ayant des régimes de retraite assez généreux, compte tenu de leur population âgée relativement peu nombreuse.

¹⁰⁴ Dans le même temps, face à une population active limitée, les pouvoirs publics pourraient subir des pressions pour investir davantage dans l'éducation et la formation tout au long de la vie. Cf. Maddaloni (A.) et al., « *Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area* », op. cit. Dans ce cas, les dépenses d'éducation pourraient ne pas baisser.

Graphique 7

Projections relatives aux taux de dépendance des personnes âgées et aux coûts des retraites publiques en 2060

(abscisses : coûts des retraites en pourcentage du PIB ; ordonnées : taux de dépendance des personnes âgées)



Sources : Eurostat, Rapport 2015 sur le vieillissement et calculs de la BCE.

On ne peut pas tirer de conclusion quant à l'impact du vieillissement sur les recettes publiques, en raison des différences de profils d'évolution dans le temps et parce que les effets des différentes bases fiscales se compensent en partie. D'une part, les recettes de l'impôt sur les revenus des ménages devraient diminuer à mesure de la réduction de la population active, en supposant que les taux d'imposition demeurent inchangés. Les recettes de TVA devraient également diminuer, car le vieillissement de la population aura probablement une incidence défavorable sur la consommation privée¹⁰⁵. En outre, comme souligné dans l'encadré 2 traitant des prix relatifs, le vieillissement peut entraîner une demande de services spécifiques plus élevée. Si ces services bénéficient d'exonérations fiscales, comme c'est actuellement le cas pour les services de santé dans plusieurs pays, les recettes de TVA devraient diminuer encore davantage sous l'effet du vieillissement. Par ailleurs, une propension accrue à épargner résultant de l'allongement de l'espérance de vie (ou en cas de passage à un régime par capitalisation) devrait dopper les recettes tirées de la fiscalité du capital. L'impact précis des modifications des recettes fiscales résultant de la désépargne après la retraite est toutefois plus difficile à prévoir et nécessite une analyse plus approfondie des dispositions fiscales spécifiques de chaque pays.

Globalement, le vieillissement de la population devrait peser sur la soutenabilité budgétaire. Des déficits primaires plus élevés liés au vieillissement devraient contribuer à des hausses des ratios de dette publique rapportée au PIB. La conversion en valeur actuelle nette des dépenses supplémentaires liées à l'âge donne une indication de l'engagement implicite résultant du vieillissement ainsi que de l'ajustement budgétaire nécessaire pour répondre à la contrainte d'ajustement

¹⁰⁵ Cf. également le tableau A de l'encadré 1.

intertemporelle ¹⁰⁶. Autrement dit, un supplément d'épargne publique est nécessaire pour éviter que le niveau de la dette publique n'augmente en raison du vieillissement. En outre, la dynamique de la dette est fortement liée au différentiel entre taux d'intérêt et taux de croissance. Dans la mesure où le vieillissement a une incidence défavorable sur la croissance du PIB en volume, comme indiqué dans la section précédente, les niveaux de dette publique deviendront moins soutenables. Mais si le vieillissement contribue également à une baisse du taux d'intérêt réel d'équilibre, comme le suggère l'encadré 4, au contraire, la soutenabilité de la dette s'en trouvera renforcée. L'impact global du vieillissement dépend donc de l'effet qui prévaudra. Le vieillissement pourrait rendre la soutenabilité de la dette plus difficile à maintenir si les taux d'intérêt baissent moins fortement que la croissance économique réelle.

Encadré 2

Vieillessement de la population et prix relatifs

Eliza Lis

Les profils de consommation des personnes âgées diffèrent de ceux des cohortes plus jeunes. Le vieillissement de la population peut donc potentiellement affecter les prix relatifs des biens et des services, en particulier si les variations de la demande relative de consommation n'entraînent pas de variations correspondantes de l'offre relative. On considère généralement que les variations des prix relatifs orientent l'allocation des ressources et peuvent ainsi jouer un rôle crucial dans les modifications structurelles des différents secteurs de l'économie.

Selon les données empiriques, les personnes âgées dépensent davantage, en termes relatifs, pour les services (en particulier les services non marchands) que les cohortes plus jeunes ¹⁰⁷. Le graphique A montre comment la structure des dépenses de consommation des ménages varie selon les groupes d'âge dans la zone euro, indiquant que les plus âgés dépensent davantage pour le logement et les services de santé, et moins pour l'habillement et les transports ^{108, 109}. Ces modifications des profils de consommation peuvent refléter à la fois des comportements de consommation passifs (par exemple, si les dépenses de logement restent inchangées après le départ en retraite mais représentent une plus grande part de la consommation en raison d'une diminution du revenu disponible) et des modifications actives de la demande de

¹⁰⁶ Selon le *Debt Sustainability Monitor 2017* de la Commission européenne, en raison du vieillissement de la population, les pays de la zone euro ont besoin d'un ajustement structurel total de 0,4 % de PIB par an pour atteindre un ratio de dette publique/PIB de 60 % à moyen terme (l'« indicateur S1 ») et d'un ajustement total du PIB de 1,3 % pour garantir une stabilisation permanente de la dette publique à son niveau actuel (l'« indicateur S2 »).

¹⁰⁷ Cf., par exemple : Lührmann (M.), « *Population aging and the demand for goods & services* », *MEA Discussion Papers*, n° 95-2005, Université de Mannheim, 2005 ; Börsch-Supan (A.), « *Labor market effects of population aging* », *Labour*, vol. 17, Supplément S1, 2003, p. 5-44 ; et van Ewijk (C.) et Volkerink (M.), « *Will ageing lead to a higher real exchange rate for the Netherlands?* », *De Economist*, vol. 160, 2012, p. 59-80.

¹⁰⁸ Ce graphique peut varier selon les différents pays de la zone euro, en fonction des préférences culturelles, des performances de l'économie, et des cadres politiques et institutionnels. Il convient de noter que, contrairement aux conclusions de la littérature, les dépenses d'ameublement et d'équipement des ménages ne varient guère selon les groupes d'âge dans la zone euro.

¹⁰⁹ Les données agrégées pour les ménages ne couvrent pas toutes les modifications des profils de consommation, car elles ne tiennent pas compte des importantes dépenses publiques au titre des soins de santé et des soins de longue durée. Cf. Groneck (M.) et Kaufmann (C.), « *Determinants of Relative Sectoral Prices: The Role of Demographic Change* », *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 79, 2017, p. 319-347.

consommation (par exemple si les frais de transports diminuent pour une personne qui ne déplace plus pour se rendre sur son lieu de travail ou si le besoin de soins de santé augmente sous l'effet du processus de vieillissement). Plus généralement, les variations de la composition de la demande de consommation dépendront de l'élasticité-revenu des composantes, qui pourrait bien changer avec le vieillissement des consommateurs. Par exemple, les soins de santé peuvent devenir plus nécessaires à mesure que l'âge avance (réduction de l'élasticité), tandis que les transports pourraient devenir davantage un luxe (augmentation de l'élasticité).

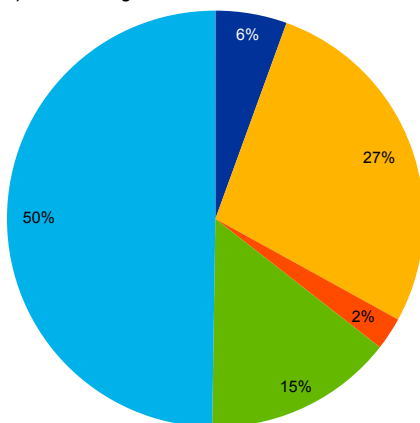
Graphique A

Structure des dépenses de consommation par groupes d'âge

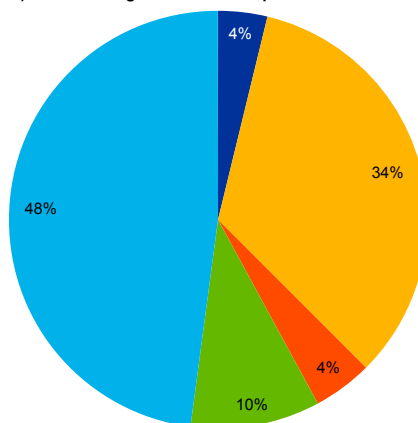
(en pourcentages)

- Habillement et chaussures
- Logement, eau, électricité, gaz et autres combustibles
- Soins de santé
- Transports
- Autres

a) Personnes âgées de moins de 60 ans



b) Personnes âgées de 60 ans et plus



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les données sont tirées de l'enquête 2010 d'Eurostat sur le budget des ménages (la plus récente disponible) et représentent des moyennes pondérées pour la zone euro. Les chiffres du graphique de gauche sont de simples moyennes des données déclarées pour les différentes classes d'âge inférieures à 60 ans. « Autres » correspond aux rubriques pour lesquelles il n'y a pas de différence marquée entre les deux groupes d'âge.

Si le vieillissement entraîne une augmentation de la consommation globale des services par rapport aux biens, cela pourrait avoir un impact sur les prix à la production des secteurs des services par rapport à l'industrie. En effet, les prix relatifs des services augmenteront si l'offre ne s'accroît pas au même rythme que la demande. Or, cela dépendra du degré d'élasticité de l'offre aux variations de prix, qui est déterminé, notamment, par le niveau de disponibilité ou de mobilité immédiate des facteurs de production nécessaires. En dernier lieu, c'est donc l'interaction entre l'élasticité-âge de la demande et l'élasticité-prix de l'offre qui détermine le niveau final des prix relatifs.

Sur la seule base des données observées, le graphique B montre que les prix des services par rapport à l'industrie ont augmenté en moyenne depuis 1995 dans la plupart des pays de la zone euro, après une hausse de la part des services dans la valeur ajoutée totale de ces économies¹¹⁰. Le graphique C montre que les hausses des prix à la production dans le secteur des services par rapport à l'industrie ont coïncidé avec des augmentations du taux de dépendance

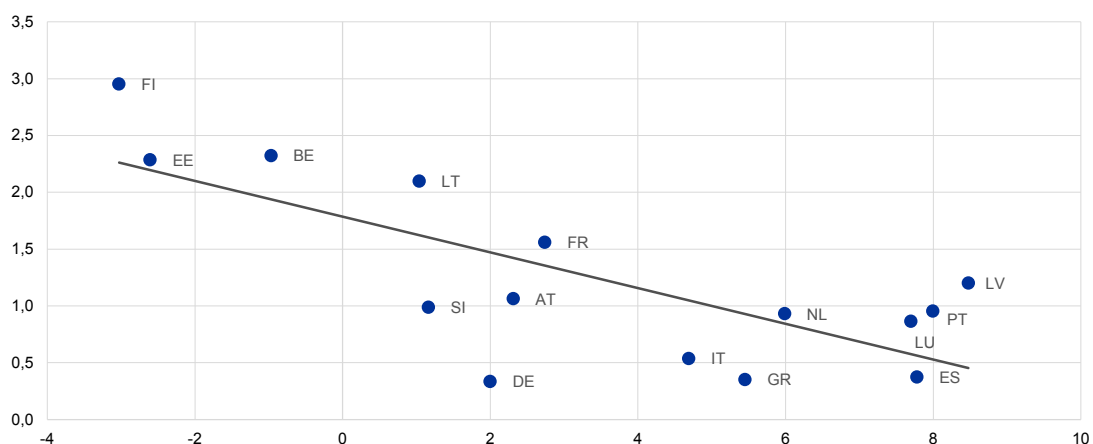
¹¹⁰ Idéalement, il faudrait utiliser les prix à la consommation plutôt que les prix à la production. Toutefois, afin de disposer de séries chronologiques plus longues, ce sont les prix à la production qui sont utilisés ici. La même approche est adoptée dans d'autres études sur ce sujet.

des personnes âgées dans plusieurs pays de la zone euro. Ces corrélations simples ne tiennent pas compte des autres facteurs, comme les impacts différentiels sur les prix dans les services et dans l'industrie résultant de l'évolution séculière et de la concurrence internationale, mais elles sont conformes aux conclusions récentes de la littérature. Groneck et Kaufmann ¹¹¹, par exemple, prennent en compte plusieurs variables explicatives dans leurs estimations et montrent qu'une augmentation du taux de dépendance des personnes âgées entraîne une hausse des prix relatifs des non échangeables.

Graphique B

Prix relatifs et parts des services, 1995-2016.

(abscisses : variation en points de pourcentage de la part des services; ordonnées : variation annuelle moyenne en pourcentage des prix des services par rapport à l'industrie)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

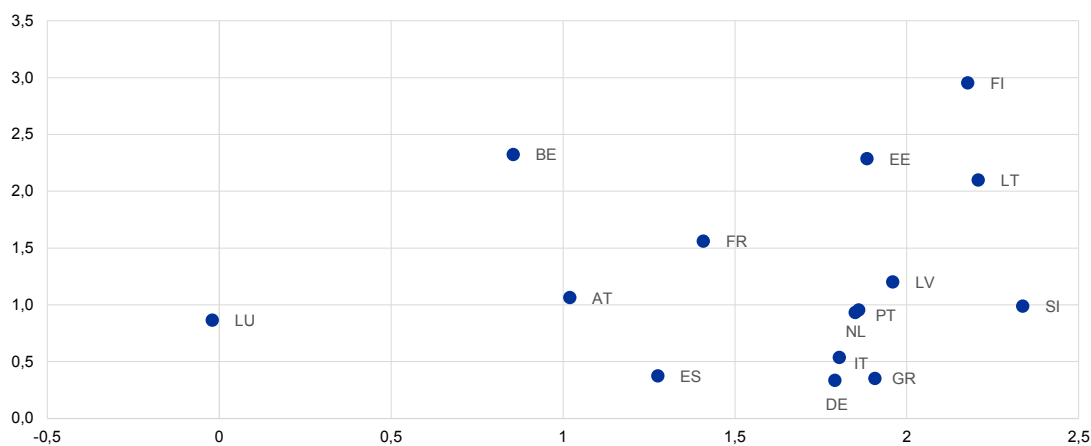
Notes : Les prix des services par rapport à l'industrie sont calculés comme le ratio du déflateur des services rapporté au déflateur de l'industrie hors construction. Ces déflateurs sont calculés comme le ratio de la valeur ajoutée à prix courants/valeur ajoutée à prix constants. La part des services se rapporte à la part des services dans la valeur ajoutée totale.

¹¹¹ Cf. Groneck (M.) et Kaufmann (C.), « *Determinants of Relative Sectoral Prices: The Role of Demographic Change* », op. cit.

Graphique C

Prix relatifs et taux de dépendance des personnes âgées, 1995-2016

(abscisses : variation annuelle moyenne en pourcentage du taux de dépendance des personnes âgées ; ordonnées : variation annuelle moyenne en pourcentage des prix des services par rapport à l'industrie)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les prix des services par rapport à l'industrie sont calculés comme le ratio du déflateur des services rapporté au déflateur de l'industrie hors construction. Ces déflateurs sont calculés comme le ratio de valeur ajoutée à prix courants/valeur ajoutée à prix constants.

Dans la zone euro, les prix des services dans l'IPCH ont généralement augmenté plus rapidement que les prix des biens industriels hors énergie au cours des dernières décennies. Dans le même temps, les services représentent également une part croissante de l'économie. Plusieurs raisons permettent d'expliquer ces évolutions, comme des écarts en termes de dynamiques de la productivité sectorielle ou l'impact de la concurrence mondiale, mais elles pourraient également refléter une hausse de la demande relative résultant du vieillissement de la population ¹¹². Compte tenu de l'intensification attendue du vieillissement, ces tendances pourraient se renforcer dans les années à venir.

4 Le rôle des réformes des régimes de retraite

4.1 Les réformes des retraites dans la zone euro

De nombreux pays de la zone euro ont mis en œuvre des réformes des retraites ces dernières années. La crise de la dette souveraine et les hausses des niveaux de la dette publique ont accru la nécessité de réformer les régimes publics de retraite ¹¹³. Les réformes des retraites ont été particulièrement radicales dans les pays faisant l'objet de programmes d'ajustement, comme la Grèce, l'Espagne, Chypre et le Portugal. Elles ont comporté un grand nombre de mesures, concernant

¹¹² Cf. l'encadré intitulé « Pourquoi la hausse des prix des services est-elle supérieure à celle des prix des biens dans la zone euro ? », *Bulletin mensuel*, BCE, janvier 2009

¹¹³ Les régimes publics de retraite recouvrent tous les systèmes de nature statutaire gérés par le secteur des administrations publiques, conformément à la définition utilisée dans les rapports sur le vieillissement. En conséquence, les dépenses publiques de retraite affectent les comptes nationaux.

aussi bien les règles des régimes de retraite que les paramètres de retraite. En général, les réformes récentes des paramètres de retraites ont principalement visé à reporter l'âge de départ effectif à la retraite, tandis que plusieurs pays ont également réduit la générosité de leurs régimes de retraite. Par exemple, des pays ont introduit des règles de valorisation moins généreuses pour la transformation des traitements ouvrant droit à pension en droits à pension, relevé le nombre d'années travaillées requises pour le calcul des traitements ouvrant droit à pension, ou fait reposer l'indexation des retraites sur les prix au lieu des salaires ¹¹⁴. Plusieurs pays ont également mis en place des mécanismes d'ajustement automatique reliant les paramètres clés des retraites aux augmentations de l'espérance de vie afin de rendre plus soutenables leurs régimes publics de retraite. Toutefois, les réformes systémiques des retraites prévoyant un passage total ou partiel de régimes par répartition à des régimes par capitalisation ont été relativement limitées dans les pays de la zone euro sur les dix dernières années ¹¹⁵.

Malgré les progrès récents, le risque d'un relâchement des efforts existe.

Ces réformes récentes des régimes publics de retraite pourraient ne pas suffire à régler totalement les problèmes du vieillissement dans les pays de la zone euro. Elles ont certainement contribué à améliorer la soutenabilité financière des régimes publics de retraite, mais des efforts supplémentaires sont indispensables pour contenir, ou réduire encore, les niveaux relativement élevés des dépenses de retraite en termes de PIB. Toutefois, le rythme des réformes semble s'être ralenti récemment. Compte tenu de la reprise économique en cours et de l'atténuation de l'incidence de la crise de la dette souveraine, il est possible que les gouvernements soient maintenant soumis à une pression moins forte pour mettre en œuvre des réformes des retraites ¹¹⁶. En effet, des données empiriques donnent à penser que ce sont les évolutions du cycle conjoncturel, plutôt que les inquiétudes relatives à la soutenabilité financière des régimes de retraite, qui sont les principaux moteurs des réformes des retraites ¹¹⁷. En raison des coûts politiques considérables à court terme, les gouvernements semblent moins enclins à mettre en place des réformes des retraites en période de conjoncture favorable. Dans ce contexte, les pays auraient intérêt à conserver une marge de manœuvre. Il ne faut pas relâcher les efforts à cet égard, les tensions sur les retraites pouvant se révéler plus fortes qu'attendu – par exemple si les évolutions économiques s'avéraient moins favorables que prévu par les projections relatives au coût des retraites (cf. également la section 3.2). Les pays de la zone euro devraient donc profiter de l'amélioration actuelle de l'environnement économique pour mettre en place de

¹¹⁴ Pour une présentation détaillée des réformes récentes des régimes de retraite dans l'UE, cf. Carone (G.) et al., « *Pension Reforms in the EU since the Early 2000's: Achievements and Challenges Ahead* », *European Commission Discussion Papers*, n° 42, 2016. Pour des précisions sur les régimes de retraite dans les pays de l'OCDE, cf. *Pensions at a Glance 2017*, OCDE, op. cit.

¹¹⁵ Au début des années deux mille, plusieurs pays d'Europe de l'Est ont adopté des régimes de retraite privés obligatoires, dont la plupart ont été abandonnés depuis.

¹¹⁶ Cf. également *Pensions at a Glance 2017*, OCDE, op. cit.

¹¹⁷ Cf. Beetsma (R.), Romp (W.) et van Maurik (R.), « *What drives pension reform measures in the OECD? Evidence based on a new comprehensive dataset and theory* », *CEPR Discussion Papers*, n° 12313, septembre 2017.

meilleures politiques de long terme en vue de relever les défis posés par le vieillissement de la population ¹¹⁸.

En zone euro, les besoins de réforme sont très variables selon les pays. Les différences tiennent à la fois à l'ampleur des réformes et au type d'ajustement spécifique nécessaire à chaque pays. Pour identifier les mesures les plus appropriées pour les différents pays, il faudrait tenir compte de la variété et de la complexité des dispositions de chaque pays en matière de retraites, ce qui n'entre pas dans le champ du présent article. Les moyennes de la zone euro pourraient servir de référence approximative pour les mesures individuelles. Toutefois, les différents paramètres de retraites étant fortement imbriqués, il est important de se placer dans une perspective beaucoup plus large pour concevoir des réformes spécifiques. Par exemple, la réduction des droits à pension par une diminution des traitements donnant droit à pension ou des règles d'indexation pourrait être recommandée dans le cas d'un régime de retraite généreux par rapport à la moyenne de la zone euro. Toutefois, une telle politique serait moins pertinente s'il existe déjà d'autres dispositions destinées à garantir la soutenabilité budgétaire (par exemple, un âge effectif de départ à la retraite élevé). Par conséquent, il est clair que la décision portant sur le choix du meilleur type de réforme des retraites est très spécifique à chaque pays. Cela limite également l'utilité d'un classement de ces mesures en fonction de leur impact potentiel sur les finances publiques pour effectuer des recommandations spécifiques par pays.

Des considérations d'économie politique soulignent le rôle de l'acceptation sociale des réformes des retraites et du calendrier de leur adoption.

Les bénéfices des réformes des retraites ne seront visibles qu'avec un décalage, mais leurs coûts politiques doivent être assumés immédiatement. Ainsi, afin d'assurer un large soutien à ces réformes, les pays sont incités à ne pas faire porter la totalité de la charge de l'ajustement sur un seul paramètre, mais à procéder à l'ajustement nécessaire en combinant plusieurs éléments de réforme. Si, par exemple, les besoins d'ajustement n'étaient satisfaits que par des réductions brutales des droits à pension, cela pourrait éventuellement, dans les cas extrêmes, compromettre l'adéquation des pensions. En adoptant une approche plus équilibrée, les coûts d'ajustement peuvent être répartis plus largement dans la société, permettant un partage plus égalitaire de la charge entre les générations jeunes et âgées. En outre, les coûts politiques des réformes de retraite ont tendance à augmenter si elles sont mises en œuvre plus tardivement. En raison du vieillissement de l'électeur médian, le coût politique de l'adoption des réformes des

¹¹⁸ La BCE a souligné l'importance des réformes des régimes de retraite à plusieurs occasions. Cf. par exemple, l'article intitulé « Le vieillissement de la population et la politique budgétaire dans la zone euro », *Bulletin mensuel*, BCE, juillet 2000 ; l'article intitulé « La nécessité de procéder à des réformes globales pour faire face au vieillissement de la population », *Bulletin mensuel*, BCE, avril 2003 ; et l'article intitulé « Défis à relever en matière de soutenabilité des finances publiques dans la zone euro », *Bulletin mensuel*, BCE, février 2007.

retraites devrait s'accroître avec le temps ¹¹⁹ – de même que la charge de l'ajustement pour la plus jeune génération.

4.2 Les effets macroéconomiques des réformes des retraites

Les réformes des retraites ne sont pas seulement nécessaires pour la soutenabilité à long terme des finances publiques, elles peuvent aussi, en général, contribuer à atténuer les effets macroéconomiques défavorables du vieillissement de la population. L'impact concret exercé par les réformes des systèmes de retraite publics sur les variables macroéconomiques telles que la population active, l'emploi ou la dette publique dépend fortement des mesures adoptées. En conséquence, il est possible de comparer les différentes options de réforme en s'appuyant sur leurs implications macroéconomiques respectives, sans tenir compte des différences structurelles spécifiques aux pays ¹²⁰. L'encadré 3 présente les principaux résultats d'un exercice de simulation à partir d'un modèle comprenant trois types de réformes des retraites différents, fondé sur le cadre de modélisation stylisé décrit dans l'encadré 1.

Le relèvement de l'âge légal et de l'âge effectif de départ à la retraite, en phase avec l'allongement de l'espérance de vie, devrait avoir un impact fortement positif sur l'offre de main-d'œuvre et la croissance économique. L'allongement de la vie active (par exemple en réduisant les retraites anticipées ou en relevant l'âge légal de départ à la retraite) accroît efficacement la taille de la population active par rapport au nombre de retraités ¹²¹. De plus, si le relèvement de l'âge de départ en retraite est complété par des mesures appropriées sur le marché du travail, les travailleurs plus âgés supplémentaires n'évinceront probablement pas les travailleurs plus jeunes ¹²². Les prévisions de vies actives plus longues accroîtront également les incitations à se former tout au long de la vie et l'accumulation de capital humain, deux facteurs propices à la croissance. De plus, l'allongement de la vie active devrait également réduire les tensions liées au financement pesant sur les systèmes de retraite publics par le biais d'augmentations des cotisations retraite.

¹¹⁹ Cf., par exemple, Sinn (H.-W.) et Uebelmesser (S.), « *Pensions and the path to gerontocracy in Germany* », *European Journal of Political Economy*, vol. 19, numéro 1, 2003. Pour une revue de la principale littérature, cf. Tepe (M.) et Vanhuyse (P.), « *Are aging OECD welfare states on the path to gerontocracy?: evidence from 18 democracies, 1980-2002* », *Journal of Public Policy*, vol. 29, numéro 1, 2009.

¹²⁰ Des études empiriques ont constaté que les implications macroéconomiques des réformes des retraites sont plus favorables si divers types de caractéristiques sont combinés. Cette constatation est confortée par les résultats des modèles OLG pour le Luxembourg, le Portugal et la Finlande, dont une synthèse est présentée dans Dieppe (A.) et Guarda (P.) (eds.), « *Public debt, population ageing and medium-term growth* », *Occasional Paper Series*, n° 165, BCE, 2015. Cf. également Karam (P.D.) et al., « *Macroeconomic effects of public pension reforms* », *IMF Working Papers*, n° 10/297, 2010, qui met en évidence des répercussions positives pour les réformes des retraites. Ainsi, l'impact positif sur la croissance pourrait être significativement accru si plusieurs pays adoptaient en parallèle de telles réformes des retraites.

¹²¹ L'impact économique positif du prolongement de la vie active est plus important si ces années de travail supplémentaires se passent en bonne santé.

¹²² L'étude de Carta (F.), D'Amuri (F.) et von Wachter (T.), « *Aging workforce, pension reform, and firm's dynamics* », mimeo, 2017, conclut que les réformes récentes des retraites en Italie n'ont pas eu d'incidence négative sur l'emploi des jeunes.

Même si cela impliquera également une augmentation des droits à pension pour la génération suivante, cela devrait contribuer à améliorer l'adéquation des retraites.

En principe, les effets des augmentations des taux de cotisation sur l'économie devraient être moins favorables. Augmenter les taux de cotisation peut améliorer le financement des systèmes de retraite par répartition. Toutefois, ces mesures sont en fait susceptibles d'accentuer les effets macroéconomiques du vieillissement de la population, plutôt que de les freiner. En particulier, les effets de distorsion des hausses des taux de cotisation sur l'offre de main-d'œuvre et l'emploi peuvent freiner la croissance économique ¹²³.

De même, la réduction du *benefit ratio* peut également s'avérer, toutes choses égales par ailleurs, moins favorable que le relèvement de l'âge de départ à la retraite. Réduire les droits à pension peut avoir des effets macroéconomiques néfastes *via* des diminutions de la demande intérieure. Les retraités réagiront probablement à une diminution des transferts au titre des retraites en réduisant leur niveau de consommation. La population en âge de travailler peut, à son tour, accroître l'épargne de précaution en vue de la réduction des futurs droits à pension.

Encadré 3

Les effets macroéconomiques stylisés des réformes des régimes de retraite publics

João Domingues Semeano et Carolin Nerlich

Le modèle OLG développé par Baksa et Munkacsi, présenté dans l'encadré 1, peut être utilisé pour montrer les effets macroéconomiques à long terme des réformes des retraites.

À cette fin, le tableau A présente les résultats de plusieurs variantes par rapport au scénario de référence (qui prévoyait un choc lié au vieillissement de la population et l'absence de mesures d'assainissement) en termes de moyenne de la zone euro. L'ampleur des diverses réformes est, toutes choses égales par ailleurs, déterminée par l'objectif consistant à empêcher le vieillissement de la population d'exercer un impact négatif sur la dette publique, comme cela a été montré dans l'encadré 1. Cet exercice vise à fournir une indication générale des éventuels effets macroéconomiques à long terme exercés par trois types différents de réformes des retraites, en les évaluant un par un. Il ne traite cependant pas la question de savoir quel type de réforme est le plus approprié pour quel pays de la zone euro, dans la mesure où ce problème est spécifique à chaque pays. Les trois types de réforme des retraites examinés impliquent des modifications de l'âge de départ à la retraite, du taux de cotisation et du *benefit ratio*. De plus, cet exercice examine également une augmentation de l'impôt sur le revenu pour compenser l'incidence du vieillissement de la population sur la dette publique.

Les résultats de cet exercice mettent en évidence des différences importantes en termes d'effets macroéconomiques exercés par les trois réformes des retraites. Ces simulations laissent penser que le relèvement de l'âge de départ en retraite a la capacité de réduire considérablement l'effet négatif que le vieillissement de la population exerce sur la croissance. Concrètement, cela signifie que la diminution du PIB par habitant est inférieure de 3,6 % à celle

¹²³ On a également constaté que les augmentations des taux de cotisation affectent défavorablement les déséquilibres extérieurs. Cf., par exemple, Castro (G.) et al., « *Aging and fiscal sustainability in a small euro area economy* », *Macroeconomic Dynamics*, vol. 21, Issue 7, octobre 2017.

observée dans le scénario de référence (cf. tableau A)¹²⁴. En revanche, simplement augmenter les taux de cotisation ou les impôts sur le revenu entraîne un renforcement de l'effet macroéconomique défavorable, plutôt qu'une atténuation, par rapport au scénario de référence. Cette situation résulte largement des effets négatifs plus forts exercés sur la consommation par tête et sur l'emploi. Enfin, une réduction du *benefit ratio* permettant d'éviter l'effet négatif lié au vieillissement sur la dette a pour résultat une baisse du PIB par tête seulement légèrement inférieure à celle constatée dans le scénario de référence. Par conséquent, en se fondant sur ce cadre de modélisation stylisé, nous pouvons conclure que les réformes des régimes de retraite dont l'objectif est de prolonger la vie active semblent pouvoir, au moins en partie, contrer les effets macroéconomiques défavorables du vieillissement de la population.

Tableau A

Effets macroéconomiques à long terme stylisés de différentes réformes des régimes de retraite publics et d'autres mesures adoptées par les gouvernements

(variations en pourcentage)

| Mesure d'assainissement | PIB par habitant | Consommation par habitant | Emploi |
|---|--|---------------------------|--------|
| | Variation par rapport au scénario de référence | | |
| Augmentation de l'âge de départ en retraite | 3,6 | 4,1 | 3,8 |
| Réduction du <i>benefit ratio</i> | 0,1 | -0,1 | 0,0 |
| Augmentation du taux de cotisation de l'employeur | -0,3 | -0,3 | -0,3 |
| Augmentation de l'impôt sur le revenu | -0,6 | -0,8 | -0,8 |
| Pour mémoire : scénario de référence | -4,7 | -5,6 | -5,1 |

Source : Calculs de la BCE.

Note : Sur la base du modèle développé par Baksa et Munkacsi, calibré pour la zone euro.

Passer d'un système de retraite par répartition à un système par capitalisation peut contribuer à améliorer la soutenabilité des régimes de retraite, mais comporte des risques pour les finances des ménages. Les systèmes par capitalisation continuent d'avoir un rôle seulement limité dans la zone euro, à l'exception notable des Pays-Bas. De fait, les versements des retraites provenant de fonds de pension privés ne représentent que 6 % environ des dépenses totales au titre des retraites dans la zone euro¹²⁵. Passer à un système de retraite par capitalisation permettrait de faire apparaître les déficits des retraites de manière plus transparente. Cela pourrait inciter à accroître l'épargne intérieure, ce qui pourrait également s'avérer bénéfique pour les marchés d'actifs. Toutefois, passer à des niveaux plus élevés de financement obligatoire implique généralement une double charge pour les générations qui continuent de contribuer au système par répartition pour les retraités existants, tout en devant simultanément constituer leur propre épargne retraite. De plus, les régimes par capitalisation peuvent entraîner des

¹²⁴ Globalement, ce résultat est également conforté par d'autres études empiriques utilisant des spécifications différentes pour les modèles. Cf., par exemple, Karam (P.D.) et al., « *Macroeconomic effects of public pension reforms* », op. cit. ; et Vogel (E.) et al., « *Aging and Pension Reform: Extending the Retirement Age and Human Capital Formation* », *MEA Discussion Papers*, n° 06-2012, Université de Mannheim, juin 2012.

¹²⁵ Cf. OCDE, « *Pensions at a Glance 2017* », op. cit.

risques pour les finances des ménages dans un environnement de rendements faibles ou négatifs des actifs, par exemple en présence de taux d'intérêt d'équilibre bas ¹²⁶. Les coûts administratifs et des stratégies d'investissement risquées peuvent réduire encore les avantages des systèmes par capitalisation.

Enfin, les forces liées au vieillissement de la population et aux réformes des retraites pourraient jouer un rôle significatif s'agissant de la politique monétaire. Comme souligné dans les sections précédentes, ces forces influenceront le taux d'intérêt réel d'équilibre de la zone euro dans un avenir prévisible. En outre, elles peuvent également affecter les objectifs de la banque centrale. L'encadré 4 analyse les aspects pertinents du point de vue de la politique monétaire.

Encadré 4

Implications pour la politique monétaire du vieillissement de la population et des réformes des retraites

Leopold von Thadden

Les forces liées au vieillissement de la population et à la réforme des systèmes de retraite sont importantes pour la politique monétaire dans une perspective tant positive que normative, dans la mesure où elles peuvent avoir une incidence sur la marge de variation des taux d'intérêt ainsi que sur les objectifs des banques centrales. Cet encadré présente une vue d'ensemble des différents aspects pertinents à cet égard ¹²⁷.

Les forces liées au vieillissement de la population et à la réforme des retraites sont un déterminant lent du taux d'intérêt réel d'équilibre, une variable importante lorsque l'on juge l'orientation de la politique monétaire pour un objectif d'inflation donné ¹²⁸. Comme l'ont montré différentes études, les forces démographiques passées et prévues pour le futur exercent une lente pression à la baisse sur le taux d'intérêt réel d'équilibre de la zone euro, conformément aux évolutions observées dans de nombreuses autres juridictions. Sur la base d'un modèle néo-keynésien de petite taille enrichi d'une structure démographique, Kara et Thadden proposent des simulations à long terme fondées sur le modèle pour la zone euro (débutant en 2008 et allant jusqu'en 2030), qui permettent de ventiler les effets probables entre ceux imputables à des forces démographiques « pures » et ceux liés à des architectures différentes des systèmes de retraite ¹²⁹. Cette étude confirme que deux principales forces démographiques, à savoir la diminution du taux de croissance de la population en âge de travailler et les augmentations de l'espérance de vie,

¹²⁶ Cf. également Boeri (T.) et al., « *Dealing with the New Giants: Rethinking the Role of Pension Funds* », 2006.

¹²⁷ Pour une vue d'ensemble des aspects pertinents, cf. Bean (C.), « *Global demographic change: some implications for central banks* », FRB Kansas City Annual Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 2004.

¹²⁸ Pour une analyse détaillée de ce concept, cf. l'encadré intitulé « Les taux d'intérêt réels dans la zone euro : une perspective à plus long terme », *Bulletin mensuel*, BCE, juillet 2014.

¹²⁹ Cf. Kara (E.) et von Thadden (L.), « *Interest rate effects of demographic changes in a New Keynesian life-cycle framework* », *Macroeconomic Dynamics*, vol. 20, Issue 1, 2016, p. 120-164. Cette étude utilise un modèle OLG similaire par sa structure au modèle utilisé par Baksa et Munkacsi, avec des prévisions quantitatives comparables. Le modèle offre une extension souple en économie fermée d'un cadre de politique monétaire néo-keynésien, enrichi par une structure démographique prenant en compte une population en âge de travailler et les retraites, comme dans l'étude de Gertler (M.), « *Government debt and social security in a life-cycle economy* », op. cit.

contribuent de façon indépendante aux baisses du taux d'intérêt réel d'équilibre ¹³⁰. La première force est cohérente avec les prévisions à long terme des modèles de croissance classiques ¹³¹, tandis que la seconde agit sur l'épargne et la consommation par le biais d'effets liés au cycle de vie, comme cela est généralement traité par les modèles OLG ¹³². L'étude montre que l'intensité de la seconde force dépend essentiellement de la manière dont les systèmes de retraite réagissent aux évolutions démographiques, dans la mesure où les régimes de retraite - les dispositifs existants et ceux prévus pour l'avenir - interagissent directement avec les motivations à épargner liées au cycle de vie. Ces éléments sont quantifiés dans deux scénarios opposés ¹³³. Premièrement, l'effet à long terme cumulé sur le taux d'intérêt réel d'équilibre sera plus prononcé dans un scénario dans lequel l'augmentation du taux de dépendance des personnes âgées encourage les travailleurs à constituer une épargne privée supplémentaire, dans l'hypothèse d'un âge de départ à la retraite inchangé et d'un plafond appliqué au montant de la redistribution financée par l'impôt qui s'effectue des travailleurs vers les retraités. Dans ce scénario (qui renforce les éléments à financement privé), la baisse cumulée sur la période allant jusqu'à 2030 représente environ 110 points de base au total. En revanche, cet effet serait sensiblement réduit dans un second scénario dans lequel on a supposé que les retraites continueraient d'être financées par un système par répartition, entraînant une augmentation de la redistribution financée par l'impôt qui s'effectue des travailleurs vers les retraités. Dans ce scénario alternatif (qui réduit, toutes choses égales par ailleurs, les incitations à épargner pour les travailleurs), la baisse cumulée représente quelque 50 points de base au total ¹³⁴.

Par ailleurs, les taux d'intérêt d'équilibre sont également affectés par un large éventail d'autres facteurs. La littérature récente met en évidence plusieurs canaux structurels complémentaires qui peuvent expliquer la baisse des taux d'intérêt d'équilibre dans une perspective d'équilibre général. Les éléments présentés dans la littérature soulignent, entre autres, les aspects de la stagnation séculaire déterminés par la productivité, la lenteur de l'assainissement des bilans à

¹³⁰ L'accent étant mis sur les évolutions à long terme, le taux d'intérêt d'équilibre est déterminé par les variations du ratio capital/travail.

¹³¹ De la même façon, le modèle de croissance de Solow prévoit que, dans une comparaison stable, un ralentissement de la croissance de la population entraînera, toutes choses égales par ailleurs, une baisse du taux d'intérêt réel d'équilibre.

¹³² La seconde force tend à favoriser un certain redressement du taux d'intérêt d'équilibre lorsque les effets du processus de désépargne commencent à être dominants, avant de se dissiper si les variables démographiques s'établissent de nouveau à de nouvelles valeurs de long terme stables. En adoptant une perspective globale, cet effet d'inversion a été souligné, notamment, dans Goodhart (C.) et Pradhan (M.), « *Demographics will reverse three multi-decade global trends* », op. cit.

¹³³ Les conclusions quantitatives résumées dans cet encadré sont d'ampleur comparable à celles présentées dans : Miles (D.), « *Modelling the impact of demographic change upon the economy* », *The Economic Journal*, vol. 109, 1999, p. 1-36 ; Börsch-Supan (A.) et al., « *Ageing, pension reform and capital flows: a multi-country simulation model* », *Economica*, vol. 73, 2006, p. 625-658 ; et Krueger (D.) et Ludwig (A.), « *On the consequences of demographic change for rates of returns to capital, and the distribution of wealth and welfare* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, 2007, p. 49-87. Toutes ces études s'appuient sur des modèles OLG afin d'évaluer les effets combinés des évolutions démographiques et des diverses réformes des retraites sur les taux d'intérêt d'équilibre. Pour des estimations à partir d'un modèle de panel dynamique cohérentes avec ces conclusions, cf. Ferrero (G.) et al., « *On secular stagnation and low interest rates: demography matters* », *Working Paper Series*, n° 2088, BCE, 2017. Pour une analyse globale des évolutions démographiques dans une perspective d'équilibre général structurel axée sur les évolutions aux États-Unis, cf., notamment, Gagnon (E.) et al., « *Understanding the New Normal: The Role of Demographics* », *Finance and Economics Discussion Series*, n°80, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, 2016.

¹³⁴ Cette étude examine également des options intermédiaires en termes de conception des régimes de retraite. Par exemple, dans le premier scénario, l'effet serait atténué si l'âge de départ en retraite devait augmenter, proportionnellement à l'augmentation de l'espérance de vie, compensant l'effet du cycle de vie soutenant l'épargne privée supplémentaire.

la suite de la crise financière et la rareté des actifs sûrs. De plus, l'ouverture d'une économie influence la puissance quantitative de tous ces canaux ¹³⁵.

L'incidence cumulée sur les taux d'intérêt réels d'équilibre évoquée précédemment se fera sentir lentement au fil du temps, compte tenu de la lenteur qui caractérise les évolutions démographiques. Néanmoins, il est important que cette incidence soit reconnue par les responsables de la politique monétaire. À titre d'illustration, Kara et Thadden examinent un environnement avec des prix rigides, dans lequel la fonction de réaction de la politique monétaire est caractérisée par une règle de Taylor. Si cette règle ne parvient pas à intégrer la pression à la baisse sur le taux d'intérêt d'équilibre de manière suffisamment rapide, il existe un risque d'orientation trop stricte de la politique monétaire et de pressions à la baisse sur l'inflation. Toutefois, conformément à la neutralité à long terme de la monnaie, l'étude montre également que ces pressions disparaissent en présence de prix flexibles, une hypothèse qui est généralement utilisée pour caractériser les évolutions à long terme analysées dans cet encadré ¹³⁶.

Si les taux d'intérêt réels d'équilibre devaient rester à des niveaux bas durant une période prolongée, cela aurait des conséquences sur la conduite de la politique monétaire. Avec un objectif d'inflation inchangé, la politique monétaire pourrait être confrontée plus souvent à des défis résultant de la contrainte du plancher à zéro sur les taux d'intérêt nominaux. Cela signifierait naturellement que les autres outils de politique monétaire, tels que la *forward guidance* et les mesures non conventionnelles, devraient compléter le canal conventionnel du taux d'intérêt plus fréquemment que par le passé ¹³⁷. De plus, les outils macroprudentiels pourraient prendre de l'importance si l'on considérait que les outils non conventionnels de politique monétaire utilisés fréquemment pouvaient faire peser sur la stabilité financière des risques qu'il faudrait contenir.

S'agissant des aspects normatifs, les objectifs d'une banque centrale peuvent être influencés par la structure par âge de l'économie et son interaction avec la conception des

¹³⁵ Pour des débats représentatifs, cf. Eggertsson (G.) et Mehrotra (N.), « *A model of secular stagnation* », *NBER Working Papers*, n° 20574, 2014 ; Rogoff (K.), « *Debt supercycle, not secular stagnation* », dans « *Progress and Confusion: The State of Macroeconomic Policy* », MIT Press, 2016, p. 19-28 ; Summers (L.), « *Reflections on the new secular stagnation hypothesis* », dans « *Secular stagnation: facts, causes and cures* », *Vox*, 2014, p. 27-40 ; et Caballero (R.) et Farhi (E.), « *The Safety Trap* », *Review of Economic Studies*, à paraître.

¹³⁶ L'étude confirme que, conformément à la neutralité à long terme de la monnaie, des pressions à la baisse sur l'inflation peuvent apparaître dans un environnement caractérisé par des prix rigides (par opposition à des prix flexibles). De plus, ces pressions disparaîtront si la banque centrale peut identifier correctement la baisse du taux d'intérêt d'équilibre en temps réel. L'étude montre numériquement comment, en l'absence de cette identification, ces pressions peuvent être résolues en réagissant plus fortement aux écarts de l'inflation observée par rapport à l'objectif d'inflation de la banque centrale. Pour des détails sur les travaux connexes qui mettent en évidence un biais à la baisse de l'inflation si les banques centrales connaissent l'impact exercé par les processus démographiques sur le taux d'intérêt d'équilibre au fil du temps, cf. Bielecki (M.) et al., « *The demographic transition and monetary policy in a small open economy* », mimeo, 2018. De plus, plusieurs études empiriques sont apparues plus récemment qui, en s'écartant de la neutralité à long terme de la monnaie, laissent penser que des liens pourraient exister entre le vieillissement de la population et l'inflation à long terme. Toutefois, ces études s'orientent dans des directions opposées en termes d'impact sur l'inflation agrégée, en fonction du pays et de la période concernés. Par exemple, Yoon (J.-W.) et al., « *Impact of demographic changes on inflation and the macroeconomy* », *IMF Working Papers*, n° 14/210, 2014, et Bobeica (E.) et al., « *Demographics and inflation* », *Working Paper Series*, n° 2006, BCE, 2017, constatent tous deux un lien entre le vieillissement de la population et les pressions déflationnistes. Dans le même temps, Juselius (M.) et Takats (E.), « *Can demography affect inflation and monetary policy?* », *BIS Working Papers*, n° 485, 2015, établissent un lien avec les tensions inflationnistes. Ces résultats différents pourraient, bien entendu, être imputables à divers facteurs, tels que les échantillons, les définitions ou les contrôles utilisés.

¹³⁷ Cf. l'article intitulé « *La forward guidance de la BCE* », *Bulletin mensuel*, BCE, avril 2014, et l'article intitulé « *La transmission des récentes mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE* », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2015.

systèmes de retraite. Il a été traditionnellement reconnu que les sociétés « vieillissantes » accordent davantage de poids à la stabilité des prix qu'à la stabilisation de la production et de l'emploi – en termes à la fois de niveau à long terme privilégié pour l'objectif de stabilité des prix et de vitesse d'ajustement pour retrouver ce niveau en réaction à des chocs. Cette conclusion reflète le fait que les cohortes d'âge peuvent très bien exprimer différents degrés d'aversion à l'inflation au cours de leur vie, par exemple parce que l'exposition aux revenus du marché du travail est spécifique selon l'âge. On parvient à des conclusions plus nuancées si l'on examine également le rôle des compositions des portefeuilles spécifiques à chaque cohorte et si l'on tient compte du fait que les gens s'appuient généralement davantage sur les rendements produits par l'accumulation d'actifs quand ils vieillissent. Ainsi, les sociétés vieillissantes développent généralement une préférence plus marquée pour la stabilité financière, notamment lorsque le processus de vieillissement s'est accompagné d'un renforcement des modules à financement privé des systèmes de retraite ¹³⁸.

5 Conclusions

Cet article montre que le vieillissement de la population aura des conséquences macroéconomiques et budgétaires majeures pour la zone euro.

En particulier, le vieillissement entraînera une diminution de l'offre de travail et aura probablement des effets défavorables sur la productivité, tandis que les conséquences sur l'épargne et l'investissement varieront au fil du temps, en fonction de la taille relative des différentes cohortes d'âge et des changements de comportement. Des simulations réalisées à partir de modèles confortent dans l'ensemble ces conclusions. Le vieillissement de la population entraîne également des variations des prix relatifs, en raison essentiellement de modifications de la demande, caractérisées par une hausse de la demande de services. Des tensions supplémentaires à la hausse s'exerceront également sur les dépenses publiques liées aux retraites, à la santé et aux soins de longue durée. Il sera ainsi plus difficile pour les pays de la zone euro de réduire la charge élevée de leur dette et d'assurer la soutenabilité budgétaire à long terme.

Dans ce contexte, plusieurs pays ont mis en œuvre des réformes des retraites après la crise de la dette souveraine, même si le rythme des réformes s'est ralenti dernièrement. La poursuite des réformes dans ce domaine apparaît essentielle et ne doit pas être différée, compte tenu également de considérations d'économie politique.

Même si les réformes des retraites contribueront à limiter l'incidence budgétaire du vieillissement de la population, leurs implications macroéconomiques précises peuvent varier considérablement en fonction de la nature spécifique des mesures prises dans le cadre de ces réformes. En particulier, reculer l'âge de la retraite devrait atténuer les effets macroéconomiques

¹³⁸ Pour une analyse plus détaillée, cf. Miles (D.), « *Should monetary policy be different in a greyer world?* », dans Auerbach (A.) et Herrmann (H.) (eds.), « *Ageing, financial markets and monetary policy* », Springer, 2002.

défavorables du vieillissement de la population, grâce à un impact positif sur l'offre de main-d'œuvre et sur la consommation intérieure. En revanche, la diminution du *benefit ratio* aura une action très limitée pour remédier à ces effets macroéconomiques, tandis que l'augmentation du taux de cotisation aura en fait tendance à les accentuer. Ces conclusions sont confortées par des simulations réalisées à partir de modèles. Cela dit, par construction, ces résultats constituent simplement une évaluation générale des effets macroéconomiques des réformes des systèmes de retraite et ne permettent pas de tirer des conclusions s'agissant des programmes de réformes de pays spécifiques. Dans le même temps, les facteurs liés au vieillissement de la population et aux réformes des retraites sont un déterminant du taux d'intérêt réel d'équilibre qui agit lentement et ils doivent être pris en compte par une politique monétaire orientée vers la stabilité des prix.

Statistiques

Table des matières

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

Informations complémentaires

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

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

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

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

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

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

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

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

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

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

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

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

Conventions utilisées dans les tableaux

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

1 Environnement extérieur

1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

| | PIB ¹⁾ (variations en pourcentage d'une période sur l'autre) | | | | | | IPC (variations annuelles en pourcentage) | | | | | | |
|-----------------------|--|------------|-------------|-------|-------|--------------------------|--|---------------------------------------|------------|--------------------|-------|-------|---|
| | G20 | États-Unis | Royaume-Uni | Japon | Chine | Pour mémoire : zone euro | Pays de l'OCDE | | États-Unis | Royaume-Uni (IPCH) | Japon | Chine | Pour mémoire : zone euro ²⁾ (IPCH) |
| | | | | | | | Total | Hors produits alimentaires et énergie | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| 2015 | 3,5 | 2,9 | 2,3 | 1,4 | 6,9 | 2,1 | 0,6 | 1,7 | 0,1 | 0,0 | 0,8 | 1,4 | 0,0 |
| 2016 | 3,2 | 1,5 | 1,9 | 0,9 | 6,7 | 1,8 | 1,1 | 1,8 | 1,3 | 0,7 | -0,1 | 2,0 | 0,2 |
| 2017 | . | 2,3 | 1,7 | 1,6 | 6,9 | 2,3 | 2,3 | 1,8 | 2,1 | 2,7 | 0,5 | 1,6 | 1,5 |
| 2017 T1 | 0,9 | 0,3 | 0,2 | 0,3 | 1,4 | 0,6 | 2,4 | 1,8 | 2,5 | 2,1 | 0,3 | 1,4 | 1,8 |
| T2 | 1,0 | 0,8 | 0,3 | 0,6 | 1,9 | 0,7 | 2,1 | 1,8 | 1,9 | 2,7 | 0,4 | 1,4 | 1,5 |
| T3 | 1,0 | 0,8 | 0,5 | 0,6 | 1,8 | 0,7 | 2,2 | 1,8 | 2,0 | 2,8 | 0,6 | 1,6 | 1,4 |
| T4 | . | 0,6 | 0,4 | 0,1 | 1,6 | 0,6 | 2,3 | 1,9 | 2,1 | 3,0 | 0,6 | 1,8 | 1,4 |
| 2017 Septembre | - | - | - | - | - | - | 2,3 | 1,8 | 2,2 | 3,0 | 0,7 | 1,6 | 1,5 |
| Octobre | - | - | - | - | - | - | 2,2 | 1,9 | 2,0 | 3,0 | 0,2 | 1,9 | 1,4 |
| Novembre | - | - | - | - | - | - | 2,4 | 1,8 | 2,2 | 3,1 | 0,6 | 1,7 | 1,5 |
| Décembre | - | - | - | - | - | - | 2,3 | 1,9 | 2,1 | 3,0 | 1,0 | 1,8 | 1,4 |
| 2018 Janvier | - | - | - | - | - | - | . | . | 2,1 | 3,0 | 1,4 | 1,5 | 1,3 |
| Février ³⁾ | - | - | - | - | - | - | . | . | . | . | . | . | 1,2 |

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

1) Données trimestrielles cvs; données annuelles brutes.

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

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

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

| | Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs) | | | | | | | | | Importations de marchandises ¹⁾ | | |
|----------------|---|------------|-------------|-------|-------|--------------------------|---|----------|-------------------------------------|--|--------------------|--------------------------------|
| | Indice composite des directeurs d'achat | | | | | | Indice mondial des directeurs d'achat ²⁾ | | | Mondiales | Économies avancées | Économies de marché émergentes |
| | Mondial ²⁾ | États-Unis | Royaume-Uni | Japon | Chine | Pour mémoire : zone euro | Secteur manufacturier | Services | Nouvelles commandes à l'exportation | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 2015 | 53,1 | 55,8 | 56,2 | 51,4 | 50,4 | 53,8 | 51,8 | 53,7 | 50,4 | 1,1 | 3,6 | -0,5 |
| 2016 | 51,6 | 52,4 | 53,4 | 50,5 | 51,4 | 53,3 | 51,8 | 52,0 | 50,2 | 1,0 | 1,1 | 1,0 |
| 2017 | 53,3 | 54,3 | 54,7 | 52,5 | 51,8 | 56,4 | 53,9 | 53,8 | 52,8 | 5,2 | 3,1 | 6,6 |
| 2017 T1 | 53,3 | 54,3 | 54,6 | 52,5 | 52,3 | 55,6 | 53,4 | 53,2 | 51,9 | 1,9 | 1,1 | 2,3 |
| T2 | 53,1 | 53,6 | 54,8 | 53,0 | 51,3 | 56,6 | 52,5 | 53,2 | 51,6 | 0,3 | 1,6 | -0,6 |
| T3 | 53,3 | 54,9 | 54,1 | 51,8 | 51,9 | 56,0 | 52,7 | 53,5 | 51,9 | 1,6 | 1,0 | 2,0 |
| T4 | 53,4 | 54,6 | 55,2 | 52,6 | 51,9 | 57,2 | 53,5 | 53,4 | 52,1 | 1,4 | 1,6 | 1,3 |
| 2017 Septembre | 53,2 | 54,8 | 54,1 | 51,7 | 51,4 | 56,7 | 52,9 | 53,3 | 51,5 | 1,6 | 1,0 | 2,0 |
| Octobre | 53,6 | 55,2 | 55,8 | 53,4 | 51,0 | 56,0 | 52,7 | 53,9 | 51,7 | 0,8 | 0,3 | 1,1 |
| Novembre | 53,2 | 54,5 | 55,0 | 52,2 | 51,6 | 57,5 | 53,7 | 53,1 | 52,2 | 1,2 | 0,8 | 1,5 |
| Décembre | 53,4 | 54,1 | 54,9 | 52,2 | 53,0 | 58,1 | 54,3 | 53,1 | 52,5 | 1,4 | 1,6 | 1,3 |
| 2018 Janvier | 53,6 | 53,8 | 53,4 | 52,8 | 53,7 | 58,8 | 54,6 | 53,2 | 53,2 | . | . | . |
| Février | 54,3 | 55,8 | 54,5 | 52,2 | 53,3 | 57,1 | 53,9 | 54,5 | 52,5 | . | . | . |

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

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

2) Hors zone euro.

2 Évolutions financières

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; valeurs moyennes sur la période)

| | Zone euro ¹⁾ | | | | | États-Unis | Japon |
|--------------|-------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|----------------------------|----------------------------|
| | Dépôts à vue (Eonia) | Dépôts à 1 mois (Euribor) | Dépôts à 3 mois (Euribor) | Dépôts à 6 mois (Euribor) | Dépôts à 12 mois (Euribor) | Dépôts à 3 mois (Libor) | Dépôts à 3 mois (Libor) |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 2015 | -0,11 | -0,07 | -0,02 | 0,05 | 0,17 | 0,32 | 0,09 |
| 2016 | -0,32 | -0,34 | -0,26 | -0,17 | -0,03 | 0,74 | -0,02 |
| 2017 | -0,35 | -0,37 | -0,33 | -0,26 | -0,15 | 1,26 | -0,02 |
| 2017 Août | -0,36 | -0,37 | -0,33 | -0,27 | -0,16 | 1,31 | -0,03 |
| Septembre | -0,36 | -0,37 | -0,33 | -0,27 | -0,17 | 1,32 | -0,03 |
| Octobre | -0,36 | -0,37 | -0,33 | -0,27 | -0,18 | 1,36 | -0,04 |
| Novembre | -0,35 | -0,37 | -0,33 | -0,27 | -0,19 | 1,43 | -0,03 |
| Décembre | -0,34 | -0,37 | -0,33 | -0,27 | -0,19 | 1,60 | -0,02 |
| 2018 Janvier | -0,36 | -0,37 | -0,33 | -0,27 | -0,19 | 1,73 | -0,03 |
| Février | -0,36 | -0,37 | -0,33 | -0,27 | -0,19 | 1,87 | -0,06 |

Source : BCE.

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

2.2 Courbes des rendements

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

| | Taux au comptant | | | | | Écarts de taux | | | Taux à terme instantanés | | | |
|--------------|-----------------------------|-------|-------|-------|--------|-----------------------------|-------------|-------------|-----------------------------|-------|-------|--------|
| | Zone euro ^{1), 2)} | | | | | Zone euro ^{1), 2)} | États-Unis | Royaume-Uni | Zone euro ^{1), 2)} | | | |
| | 3 mois | 1 an | 2 ans | 5 ans | 10 ans | 10 ans-1 an | 10 ans-1 an | 10 ans-1 an | 1 an | 2 ans | 5 ans | 10 ans |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 2015 | -0,45 | -0,40 | -0,35 | 0,02 | 0,77 | 1,17 | 1,66 | 1,68 | -0,35 | -0,22 | 0,82 | 1,98 |
| 2016 | -0,93 | -0,82 | -0,80 | -0,47 | 0,26 | 1,08 | 1,63 | 1,17 | -0,78 | -0,75 | 0,35 | 1,35 |
| 2017 | -0,78 | -0,74 | -0,64 | -0,17 | 0,52 | 1,26 | 0,67 | 0,83 | -0,66 | -0,39 | 0,66 | 1,56 |
| 2017 Août | -0,78 | -0,77 | -0,73 | -0,35 | 0,38 | 1,15 | 0,89 | 0,92 | -0,75 | -0,62 | 0,48 | 1,52 |
| Septembre | -0,76 | -0,75 | -0,70 | -0,26 | 0,52 | 1,27 | 1,04 | 0,98 | -0,73 | -0,54 | 0,65 | 1,68 |
| Octobre | -0,79 | -0,79 | -0,74 | -0,32 | 0,44 | 1,23 | 0,95 | 0,87 | -0,78 | -0,60 | 0,55 | 1,61 |
| Novembre | -0,78 | -0,76 | -0,70 | -0,28 | 0,44 | 1,20 | 0,79 | 0,88 | -0,73 | -0,52 | 0,56 | 1,52 |
| Décembre | -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 Janvier | -0,63 | -0,64 | -0,52 | 0,05 | 0,71 | 1,35 | 0,81 | 1,07 | -0,59 | -0,21 | 0,96 | 1,60 |
| Février | -0,66 | -0,68 | -0,57 | 0,01 | 0,71 | 1,39 | 0,80 | 0,81 | -0,64 | -0,26 | 0,96 | 1,65 |

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 | 13 | 14 |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | | |
| 2015 | 356,2 | 3 444,1 | 717,4 | 261,9 | 628,2 | 299,9 | 189,8 | 500,6 | 373,2 | 278,0 | 377,7 | 821,3 | 2 061,1 | 19 203,8 |
| 2016 | 321,6 | 3 003,7 | 620,7 | 250,9 | 600,1 | 278,9 | 148,7 | 496,0 | 375,8 | 248,6 | 326,9 | 770,9 | 2 094,7 | 16 920,5 |
| 2017 | 376,9 | 3 491,0 | 757,3 | 268,6 | 690,4 | 307,9 | 182,3 | 605,5 | 468,4 | 272,7 | 339,2 | 876,3 | 2 449,1 | 20 209,0 |
| 2017 Août | 375,1 | 3 451,3 | 727,5 | 266,5 | 681,4 | 288,8 | 187,3 | 596,2 | 467,4 | 284,4 | 340,3 | 861,1 | 2 456,2 | 19 670,2 |
| Sept. | 380,7 | 3 507,1 | 750,1 | 261,2 | 701,2 | 298,1 | 185,9 | 615,8 | 480,3 | 288,2 | 331,8 | 883,8 | 2 492,8 | 19 924,4 |
| Oct. | 391,7 | 3 614,7 | 791,0 | 267,8 | 724,9 | 306,3 | 190,2 | 636,2 | 501,1 | 290,1 | 330,9 | 895,9 | 2 557,0 | 21 267,5 |
| Nov. | 391,7 | 3 601,4 | 802,3 | 269,2 | 727,7 | 315,4 | 188,3 | 640,6 | 508,6 | 294,8 | 317,3 | 854,9 | 2 593,6 | 22 525,1 |
| Déc. | 389,7 | 3 564,7 | 796,2 | 274,9 | 719,0 | 313,5 | 189,1 | 641,2 | 491,3 | 291,3 | 316,1 | 839,7 | 2 664,3 | 22 769,9 |
| 2018 Janv. | 398,4 | 3 612,2 | 822,3 | 276,1 | 731,7 | 323,4 | 196,3 | 661,2 | 504,6 | 284,9 | 312,6 | 848,1 | 2 789,8 | 23 712,2 |
| Fév. | 380,6 | 3 426,7 | 783,7 | 264,7 | 703,6 | 306,9 | 190,1 | 629,7 | 488,3 | 263,2 | 291,3 | 792,0 | 2 705,2 | 21 991,7 |

Source : BCE.

2 Évolutions financières

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

| | | Dépôts | | | | Crédits renouvelables et découverts | Prorogations de crédit sur carte | Prêts à la consommation | | | Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes | Prêts au logement | | | | Indicateur composite du coût d'emprunt | |
|------|-----------|------------------------|-------------------------------------|---------------|---------|-------------------------------------|----------------------------------|--|---------------------------------|-------------------|--|--|--------|-------------------|---------------------------------|--|-------------------|
| | | À vue | Remboursables avec préavis ≤ 3 mois | D'une durée : | | | | Par période de fixation initiale du taux | Taux variable et période ≤ 1 an | TAE ³⁾ | | Par période de fixation initiale du taux | | | | | TAE ³⁾ |
| | | | | ≤ 2 ans | > 2 ans | | | | | | | Taux variable et période ≤ 1 an | > 1 an | TAE ³⁾ | Taux variable et période ≤ 1 an | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | | |
| 2017 | Février | 0,07 | 0,48 | 0,40 | 0,77 | 6,38 | 16,69 | 5,09 | 5,72 | 6,17 | 2,42 | 1,77 | 1,89 | 1,84 | 1,81 | 2,29 | 1,85 |
| | Mars | 0,06 | 0,47 | 0,40 | 0,74 | 6,38 | 16,70 | 4,99 | 5,62 | 6,08 | 2,41 | 1,74 | 1,88 | 1,85 | 1,81 | 2,25 | 1,85 |
| | Avril | 0,06 | 0,47 | 0,39 | 0,73 | 6,33 | 16,70 | 4,83 | 5,58 | 5,96 | 2,39 | 1,73 | 1,89 | 1,91 | 1,85 | 2,26 | 1,87 |
| | Mai | 0,06 | 0,46 | 0,39 | 0,81 | 6,32 | 16,70 | 5,09 | 5,78 | 6,22 | 2,46 | 1,73 | 1,90 | 1,90 | 1,87 | 2,23 | 1,87 |
| | Juin | 0,05 | 0,46 | 0,38 | 0,77 | 6,30 | 16,82 | 4,68 | 5,74 | 6,19 | 2,43 | 1,69 | 1,89 | 1,91 | 1,89 | 2,22 | 1,87 |
| | Juillet | 0,05 | 0,45 | 0,38 | 0,76 | 6,26 | 16,81 | 4,95 | 5,84 | 6,28 | 2,38 | 1,75 | 1,91 | 1,90 | 1,90 | 2,22 | 1,88 |
| | Août | 0,05 | 0,44 | 0,35 | 0,75 | 6,23 | 16,80 | 5,33 | 5,89 | 6,34 | 2,38 | 1,75 | 2,00 | 1,92 | 1,94 | 2,21 | 1,91 |
| | Septembre | 0,05 | 0,45 | 0,35 | 0,74 | 6,27 | 16,80 | 5,07 | 5,71 | 6,21 | 2,37 | 1,70 | 1,93 | 1,96 | 1,96 | 2,20 | 1,89 |
| | Octobre | 0,05 | 0,44 | 0,35 | 0,75 | 6,23 | 16,80 | 4,92 | 5,68 | 6,15 | 2,43 | 1,68 | 1,91 | 1,93 | 1,96 | 2,18 | 1,88 |
| | Novembre | 0,05 | 0,45 | 0,33 | 0,75 | 6,21 | 16,80 | 4,73 | 5,69 | 6,14 | 2,38 | 1,67 | 1,92 | 1,95 | 1,94 | 2,17 | 1,87 |
| | Décembre | 0,05 | 0,44 | 0,33 | 0,73 | 6,09 | 16,84 | 4,47 | 5,39 | 5,80 | 2,31 | 1,69 | 1,86 | 1,92 | 1,87 | 2,15 | 1,83 |
| | 2018 | Janvier ^(p) | 0,04 | 0,44 | 0,35 | 0,72 | 6,15 | 16,88 | 5,07 | 6,02 | 6,45 | 2,30 | 1,67 | 1,87 | 1,92 | 1,90 | 2,14 |

Source : BCE.

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

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

3) Taux annuel effectif global (TAE³⁾).

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

| | | Dépôts | | | Crédits renouvelables et découverts | Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux | | | | | | | | | Indicateur composite du coût d'emprunt |
|------|-----------|------------------------|---------------|---------|-------------------------------------|--|--------------------|--------|-----------------------------------|--------------------|--------|-----------------------------------|--------------------|--------|--|
| | | À vue | D'une durée : | | | ≤ 250 000 euros | | | > 250 000 euros et ≤ 1 million | | | > 1 million d'euros | | | |
| | | | ≤ 2 ans | > 2 ans | | Taux variable et période ≤ 3 mois | > 3 mois et ≤ 1 an | > 1 an | Taux variable et période ≤ 3 mois | > 3 mois et ≤ 1 an | > 1 an | Taux variable et période ≤ 3 mois | > 3 mois et ≤ 1 an | > 1 an | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | | |
| 2017 | Février | 0,06 | 0,10 | 0,53 | 2,63 | 2,57 | 2,79 | 2,36 | 1,77 | 1,76 | 1,71 | 1,18 | 1,32 | 1,53 | 1,76 |
| | Mars | 0,06 | 0,08 | 0,58 | 2,58 | 2,51 | 2,79 | 2,36 | 1,76 | 1,79 | 1,72 | 1,30 | 1,63 | 1,57 | 1,82 |
| | Avril | 0,05 | 0,10 | 0,40 | 2,55 | 2,54 | 2,68 | 2,35 | 1,79 | 1,78 | 1,71 | 1,34 | 1,50 | 1,64 | 1,81 |
| | Mai | 0,05 | 0,10 | 0,43 | 2,51 | 2,49 | 2,77 | 2,38 | 1,76 | 1,73 | 1,72 | 1,20 | 1,47 | 1,63 | 1,76 |
| | Juin | 0,05 | 0,06 | 0,43 | 2,50 | 2,46 | 2,68 | 2,34 | 1,74 | 1,71 | 1,67 | 1,27 | 1,42 | 1,55 | 1,76 |
| | Juillet | 0,05 | 0,11 | 0,35 | 2,45 | 2,45 | 2,76 | 2,36 | 1,74 | 1,75 | 1,72 | 1,23 | 1,33 | 1,66 | 1,74 |
| | Août | 0,04 | 0,10 | 0,36 | 2,43 | 2,49 | 2,71 | 2,41 | 1,74 | 1,78 | 1,78 | 1,24 | 1,44 | 1,58 | 1,75 |
| | Septembre | 0,04 | 0,07 | 0,44 | 2,42 | 2,44 | 2,73 | 2,39 | 1,71 | 1,68 | 1,73 | 1,19 | 1,46 | 1,58 | 1,73 |
| | Octobre | 0,04 | 0,11 | 0,40 | 2,39 | 2,39 | 2,69 | 2,36 | 1,70 | 1,66 | 1,70 | 1,23 | 1,35 | 1,60 | 1,73 |
| | Novembre | 0,04 | 0,08 | 0,30 | 2,36 | 2,43 | 2,60 | 2,35 | 1,70 | 1,61 | 1,69 | 1,23 | 1,32 | 1,56 | 1,72 |
| | Décembre | 0,04 | 0,06 | 0,32 | 2,35 | 2,40 | 2,45 | 2,29 | 1,70 | 1,66 | 1,66 | 1,34 | 1,27 | 1,52 | 1,71 |
| | 2018 | Janvier ^(p) | 0,04 | 0,06 | 0,47 | 2,35 | 2,39 | 2,51 | 2,33 | 1,65 | 1,61 | 1,73 | 1,11 | 1,38 | 1,61 |

Source : BCE.

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

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

2 Évolutions financières

2.6 Titres de créance émis par les résidents de la zone euro par secteur émetteur et par durée initiale (montants en milliards d'euros ; transactions durant le mois et encours de fin de période ; valeurs nominales)

| | Encours | | | | | | | Émissions brutes ¹⁾ | | | | | | |
|--------------------|---------|---------------------------------|---|----------------------|--------------------------|---------------------------|----------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|---|----------------------|--------------------------|---------------------------|----------------------------------|
| | Total | IFM (y compris Euro-système) | Sociétés autres que les IFM | | | Administrations publiques | | Total | IFM (y compris Euro-système) | Sociétés autres que les IFM | | | Administrations publiques | |
| | | | Sociétés financières autres que les IFM | Véhicules financiers | Sociétés non financières | Administration centrale | Autres administrations publiques | | | Sociétés financières autres que les IFM | Véhicules financiers | Sociétés non financières | Administration centrale | Autres administrations publiques |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| Court terme | | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 1 320 | 543 | 131 | . | 59 | 538 | 50 | 410 | 219 | 34 | . | 38 | 93 | 25 |
| 2015 | 1 269 | 517 | 147 | . | 62 | 478 | 65 | 347 | 161 | 37 | . | 33 | 82 | 34 |
| 2016 | 1 241 | 518 | 136 | . | 59 | 466 | 62 | 349 | 161 | 45 | . | 31 | 79 | 33 |
| 2017 | | | | | | | | | | | | | | |
| Juillet | 1 296 | 515 | 152 | . | 87 | 477 | 66 | 386 | 177 | 57 | . | 44 | 77 | 32 |
| Août | 1 302 | 516 | 155 | . | 85 | 474 | 72 | 359 | 169 | 57 | . | 29 | 80 | 25 |
| Septembre | 1 314 | 530 | 161 | . | 81 | 478 | 65 | 378 | 162 | 69 | . | 37 | 82 | 29 |
| Octobre | 1 287 | 529 | 156 | . | 84 | 457 | 62 | 372 | 175 | 45 | . | 41 | 74 | 36 |
| Novembre | 1 276 | 527 | 148 | . | 80 | 460 | 61 | 344 | 159 | 38 | . | 34 | 87 | 25 |
| Décembre | 1 222 | 519 | 138 | . | 70 | 439 | 57 | 285 | 137 | 33 | . | 30 | 55 | 29 |
| Long terme | | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 15 129 | 4 048 | 3 161 | . | 993 | 6 285 | 643 | 226 | 65 | 49 | . | 16 | 86 | 10 |
| 2015 | 15 247 | 3 785 | 3 288 | . | 1 056 | 6 481 | 637 | 217 | 68 | 47 | . | 13 | 81 | 9 |
| 2016 | 15 399 | 3 695 | 3 235 | . | 1 185 | 6 643 | 641 | 220 | 62 | 53 | . | 18 | 79 | 8 |
| 2017 | | | | | | | | | | | | | | |
| Juillet | 15 400 | 3 616 | 3 237 | . | 1 152 | 6 762 | 633 | 269 | 74 | 93 | . | 22 | 76 | 4 |
| Août | 15 326 | 3 590 | 3 178 | . | 1 148 | 6 776 | 634 | 127 | 29 | 35 | . | 3 | 54 | 5 |
| Septembre | 15 364 | 3 568 | 3 181 | . | 1 176 | 6 804 | 634 | 233 | 56 | 64 | . | 17 | 90 | 5 |
| Octobre | 15 338 | 3 579 | 3 160 | . | 1 182 | 6 777 | 640 | 242 | 76 | 50 | . | 21 | 85 | 10 |
| Novembre | 15 369 | 3 595 | 3 125 | . | 1 187 | 6 819 | 643 | 222 | 55 | 56 | . | 23 | 79 | 8 |
| Décembre | 15 343 | 3 560 | 3 135 | . | 1 187 | 6 819 | 642 | 198 | 52 | 72 | . | 14 | 54 | 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 | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| Encours | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 16 449,3 | 4 590,6 | 3 291,5 | . | 1 051,5 | 6 822,7 | 693,0 | 6 016,3 | 591,3 | 850,5 | 4 574,6 |
| 2015 | 16 516,5 | 4 301,8 | 3 435,1 | . | 1 117,9 | 6 959,2 | 702,4 | 6 814,3 | 584,3 | 985,2 | 5 244,9 |
| 2016 | 16 639,8 | 4 213,3 | 3 371,1 | . | 1 243,8 | 7 108,1 | 703,5 | 7 089,5 | 537,6 | 1 097,8 | 5 454,1 |
| 2017 | | | | | | | | | | | |
| Juillet | 16 696,1 | 4 130,2 | 3 389,2 | . | 1 239,2 | 7 238,8 | 698,8 | 7 718,2 | 663,1 | 1 197,5 | 5 857,6 |
| Août | 16 627,8 | 4 105,8 | 3 333,3 | . | 1 233,0 | 7 250,5 | 705,2 | 7 638,4 | 630,8 | 1 174,6 | 5 832,9 |
| Septembre | 16 678,6 | 4 098,0 | 3 341,8 | . | 1 257,2 | 7 282,0 | 699,6 | 7 937,7 | 657,7 | 1 237,3 | 6 042,6 |
| Octobre | 16 625,6 | 4 108,4 | 3 315,2 | . | 1 265,8 | 7 233,9 | 702,3 | 8 168,2 | 649,6 | 1 301,3 | 6 217,3 |
| Novembre | 16 644,9 | 4 121,8 | 3 272,5 | . | 1 267,3 | 7 279,9 | 703,5 | 8 010,7 | 638,4 | 1 257,5 | 6 114,8 |
| Décembre | 16 565,9 | 4 078,8 | 3 273,3 | . | 1 256,4 | 7 257,5 | 699,8 | 7 959,5 | 628,5 | 1 251,2 | 6 079,8 |
| Taux de croissance | | | | | | | | | | | |
| 2014 | -0,6 | -8,0 | 1,1 | . | 5,3 | 3,2 | 1,1 | 1,5 | 7,2 | 1,9 | 0,7 |
| 2015 | 0,3 | -7,0 | 5,7 | . | 4,7 | 1,8 | 0,6 | 1,1 | 4,2 | 1,6 | 0,6 |
| 2016 | 0,3 | -3,0 | -1,7 | . | 7,5 | 2,1 | -0,1 | 0,5 | 1,2 | 0,9 | 0,4 |
| 2017 | | | | | | | | | | | |
| Juillet | 1,8 | -1,1 | 3,6 | . | 9,5 | 1,8 | -0,9 | 0,8 | 6,1 | 1,4 | 0,1 |
| Août | 1,6 | -1,5 | 2,2 | . | 9,2 | 2,0 | -0,3 | 0,8 | 6,1 | 1,4 | 0,2 |
| Septembre | 1,4 | -1,5 | 1,3 | . | 7,7 | 2,3 | -0,4 | 0,9 | 6,1 | 2,0 | 0,2 |
| Octobre | 1,0 | -1,0 | -0,5 | . | 7,3 | 1,9 | -0,4 | 0,9 | 6,0 | 2,8 | 0,1 |
| Novembre | 1,1 | -0,8 | -0,2 | . | 6,6 | 1,8 | 0,4 | 1,0 | 6,1 | 2,8 | 0,1 |
| Décembre | 1,2 | -0,6 | 0,0 | . | 6,4 | 2,1 | 0,5 | 1,1 | 6,1 | 2,8 | 0,3 |

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs ¹⁾

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

| | TCE-19 | | | | | | TCE-38 | |
|----------------|--|----------------------------------|----------------------------------|---|--|----------------------------------|--------------|----------------------------------|
| | Taux nominal | Taux réel (sur la base de l'IPC) | Taux réel (sur la base de l'IPP) | Taux réel (sur la base du déflateur du PIB) | Taux réel (sur la base des CUMIM ²⁾) | Taux réel (sur la base des CUME) | Taux nominal | Taux réel (sur la base de l'IPC) |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| 2015 | 91,7 | 87,6 | 88,6 | 82,8 | 80,7 | 88,3 | 105,7 | 86,9 |
| 2016 | 94,4 | 89,5 | 90,8 | 84,9 | 80,0 | 89,5 | 109,7 | 89,2 |
| 2017 | 96,6 | 91,4 | 92,0 | . | . | . | 112,0 | 90,5 |
| 2017 T1 | 93,8 | 89,1 | 89,6 | 83,4 | 79,5 | 88,3 | 108,6 | 88,1 |
| T2 | 95,3 | 90,3 | 91,0 | 84,7 | 79,1 | 89,3 | 110,1 | 89,0 |
| T3 | 98,6 | 93,2 | 93,8 | 87,7 | 81,3 | 92,1 | 114,5 | 92,3 |
| T4 | 98,6 | 93,1 | 93,5 | . | . | . | 115,0 | 92,5 |
| 2017 Septembre | 99,0 | 93,6 | 94,0 | – | – | – | 115,0 | 92,7 |
| Octobre | 98,6 | 93,1 | 93,6 | – | – | – | 114,8 | 92,4 |
| Novembre | 98,5 | 93,0 | 93,4 | – | – | – | 115,0 | 92,5 |
| Décembre | 98,8 | 93,3 | 93,6 | – | – | – | 115,3 | 92,6 |
| 2018 Janvier | 99,4 | 93,9 | 93,9 | – | – | – | 116,1 | 93,2 |
| Février | 99,6 | 93,9 | 93,9 | – | – | – | 117,3 | 94,1 |
| | <i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i> | | | | | | | |
| 2018 Février | 0,2 | 0,1 | 0,0 | – | – | – | 1,0 | 0,9 |
| | <i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i> | | | | | | | |
| 2018 Février | 6,6 | 5,7 | 5,1 | – | – | – | 8,5 | 7,2 |

Source : BCE.

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

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

2.9 Taux de change bilatéraux

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

| | Yuan renminbi chinois | Kuna croate | Couronne tchèque | Couronne danoise | Forint hongrois | Yen japonais | Zloty polonais | Livre sterling | Leu roumain | Couronne suédoise | Franc suisse | Dollar des États-Unis |
|----------------|--|-------------|------------------|------------------|-----------------|--------------|----------------|----------------|-------------|-------------------|--------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 2015 | 6,973 | 7,614 | 27,279 | 7,459 | 309,996 | 134,314 | 4,184 | 0,726 | 4,4454 | 9,353 | 1,068 | 1,110 |
| 2016 | 7,352 | 7,533 | 27,034 | 7,445 | 311,438 | 120,197 | 4,363 | 0,819 | 4,4904 | 9,469 | 1,090 | 1,107 |
| 2017 | 7,629 | 7,464 | 26,326 | 7,439 | 309,193 | 126,711 | 4,257 | 0,877 | 4,5688 | 9,635 | 1,112 | 1,130 |
| 2017 T1 | 7,335 | 7,467 | 27,021 | 7,435 | 309,095 | 121,014 | 4,321 | 0,860 | 4,5217 | 9,506 | 1,069 | 1,065 |
| T2 | 7,560 | 7,430 | 26,535 | 7,438 | 309,764 | 122,584 | 4,215 | 0,861 | 4,5532 | 9,692 | 1,084 | 1,102 |
| T3 | 7,834 | 7,426 | 26,085 | 7,438 | 306,418 | 130,349 | 4,258 | 0,898 | 4,5822 | 9,557 | 1,131 | 1,175 |
| T4 | 7,789 | 7,533 | 25,650 | 7,443 | 311,597 | 132,897 | 4,232 | 0,887 | 4,6189 | 9,793 | 1,162 | 1,177 |
| 2017 Septembre | 7,826 | 7,464 | 26,075 | 7,440 | 308,368 | 131,924 | 4,269 | 0,895 | 4,5992 | 9,533 | 1,147 | 1,191 |
| Octobre | 7,789 | 7,509 | 25,766 | 7,443 | 309,951 | 132,763 | 4,263 | 0,891 | 4,5895 | 9,614 | 1,155 | 1,176 |
| Novembre | 7,772 | 7,551 | 25,538 | 7,442 | 311,891 | 132,392 | 4,227 | 0,888 | 4,6347 | 9,848 | 1,164 | 1,174 |
| Décembre | 7,807 | 7,539 | 25,645 | 7,443 | 313,163 | 133,638 | 4,203 | 0,883 | 4,6348 | 9,937 | 1,169 | 1,184 |
| 2018 Janvier | 7,840 | 7,436 | 25,452 | 7,445 | 309,269 | 135,255 | 4,163 | 0,883 | 4,6491 | 9,820 | 1,172 | 1,220 |
| Février | 7,807 | 7,440 | 25,320 | 7,446 | 311,735 | 133,293 | 4,165 | 0,884 | 4,6559 | 9,938 | 1,154 | 1,235 |
| | <i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i> | | | | | | | | | | | |
| 2018 Février | -0,4 | 0,1 | -0,5 | 0,0 | 0,8 | -1,5 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 1,2 | -1,5 | 1,2 |
| | <i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i> | | | | | | | | | | | |
| 2018 Février | 6,7 | -0,1 | -6,3 | 0,1 | 1,0 | 10,9 | -3,3 | 3,7 | 3,2 | 4,9 | 8,3 | 16,0 |

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

| | | Total ¹⁾ | | | Investissements directs | | Investissements de portefeuille | | Dérivés financiers nets | Autres investissements | | Avoirs de réserve | Pour mémoire : dette extérieure brute |
|---|-----------|---------------------|-------------|--------|-------------------------|-------------|---------------------------------|-------------|-------------------------|------------------------|-------------|-------------------|---------------------------------------|
| | | Avoirs | Engagements | Net | Avoirs | Engagements | Avoirs | Engagements | | Avoirs | Engagements | | |
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| Encours (position extérieure) | | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | T4 | 23 995,3 | 24 798,1 | -802,8 | 10 690,9 | 8 633,5 | 7 864,0 | 10 583,9 | -56,3 | 4 789,0 | 5 580,6 | 707,6 | 13 795,5 |
| 2017 | T1 | 25 224,7 | 25 780,6 | -555,9 | 11 113,0 | 8 955,8 | 8 256,5 | 10 868,6 | -61,5 | 5 190,3 | 5 956,2 | 726,6 | 14 252,2 |
| | T2 | 24 681,2 | 25 242,2 | -560,9 | 10 845,7 | 8 841,2 | 8 198,2 | 10 636,9 | -46,7 | 5 001,4 | 5 764,1 | 682,7 | 13 826,2 |
| | T3 | 24 507,7 | 25 014,4 | -506,8 | 10 552,7 | 8 562,7 | 8 354,3 | 10 665,4 | -58,8 | 4 984,6 | 5 786,3 | 674,8 | 13 700,9 |
| <i>encours en pourcentage du PIB</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | T3 | 221,5 | 226,1 | -4,6 | 95,4 | 77,4 | 75,5 | 96,4 | -0,5 | 45,1 | 52,3 | 6,1 | 123,8 |
| Flux | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | T1 | 655,0 | 585,6 | 69,4 | 204,8 | 206,7 | 174,8 | 75,5 | 23,2 | 254,6 | 303,4 | -2,3 | - |
| | T2 | 195,6 | 133,2 | 62,4 | 27,2 | 18,4 | 171,4 | 145,4 | -2,3 | 0,9 | -30,6 | -1,6 | - |
| | T3 | 91,2 | -71,1 | 162,2 | -139,9 | -155,8 | 190,9 | 42,5 | -10,7 | 50,2 | 42,2 | 0,5 | - |
| | T4 | 38,0 | -80,5 | 118,5 | -2,8 | 19,5 | 85,2 | -26,1 | -1,1 | -45,3 | -73,9 | 2,0 | - |
| 2017 | Juillet | -2,1 | -58,8 | 56,7 | -163,0 | -168,4 | 68,4 | 39,7 | -2,7 | 100,4 | 69,9 | -5,2 | - |
| | Août | 61,8 | 24,3 | 37,5 | 9,6 | 17,2 | 73,9 | -16,1 | -5,1 | -15,9 | 23,2 | -0,7 | - |
| | Septembre | 31,4 | -36,6 | 68,0 | 13,5 | -4,5 | 48,7 | 18,9 | -2,9 | -34,2 | -50,9 | 6,4 | - |
| | Octobre | 183,2 | 145,9 | 37,3 | 33,2 | 4,9 | 22,9 | -23,8 | -0,2 | 130,0 | 164,7 | -2,7 | - |
| | Novembre | 58,5 | 22,9 | 35,6 | -0,4 | 16,8 | 50,9 | 18,1 | 0,5 | 1,1 | -12,0 | 6,3 | - |
| | Décembre | -203,6 | -249,2 | 45,6 | -35,6 | -2,1 | 11,5 | -20,5 | -1,4 | -176,4 | -226,6 | -1,6 | - |
| <i>flux cumulés sur 12 mois</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | Décembre | 979,8 | 567,3 | 412,6 | 89,4 | 88,8 | 622,3 | 237,4 | 9,0 | 260,4 | 241,1 | -1,3 | - |
| <i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | Décembre | 8,8 | 5,1 | 3,7 | 0,8 | 0,8 | 5,6 | 2,1 | 0,1 | 2,3 | 2,2 | 0,0 | - |

Source: BCE.

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

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

| | PIB | | | | | | | | | | | |
|---|----------|--------------------|-----------------------------|-------------------------------|---------------------------------|-----------------------|---|--|-------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------|
| | Total | Demande intérieure | | | | | | | Solde extérieur ¹⁾ | | | |
| | | Total | Consom- mation privée | Consom- mation publique | Formation brute de capital fixe | | | Variation des stocks ²⁾ | Total | Expor- tations ¹⁾ | Impor- tations ¹⁾ | |
| | | | | | Total des bâtiments | Total des machines | Droits de propriété intellec- tuelle | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | |
| Prix courants (montants en milliards d'euros) | | | | | | | | | | | | |
| 2015 | 10 515,6 | 10 030,7 | 5 753,8 | 2 169,4 | 2 078,3 | 1 016,3 | 638,3 | 418,0 | 29,3 | 484,9 | 4 847,0 | 4 362,1 |
| 2016 | 10 789,7 | 10 312,7 | 5 891,5 | 2 220,1 | 2 190,4 | 1 052,1 | 674,9 | 457,8 | 10,7 | 477,0 | 4 937,2 | 4 460,2 |
| 2017 | 11 165,5 | 10 674,8 | 6 073,2 | 2 272,4 | 2 298,0 | 1 112,1 | 712,7 | 467,8 | 31,2 | 490,6 | 5 276,5 | 4 785,9 |
| 2017 T1 | 2 748,2 | 2 632,1 | 1 504,4 | 562,3 | 560,7 | 273,2 | 172,2 | 113,9 | 4,8 | 116,2 | 1 296,8 | 1 180,6 |
| T2 | 2 781,3 | 2 662,8 | 1 515,3 | 565,9 | 572,1 | 275,9 | 175,2 | 119,7 | 9,4 | 118,5 | 1 308,9 | 1 190,3 |
| T3 | 2 809,6 | 2 677,0 | 1 522,2 | 570,1 | 572,8 | 279,8 | 179,6 | 111,9 | 12,0 | 132,6 | 1 325,4 | 1 192,9 |
| T4 | 2 834,0 | 2 693,5 | 1 531,8 | 574,0 | 580,5 | 283,9 | 182,1 | 113,0 | 7,2 | 140,6 | 1 357,0 | 1 216,5 |
| <i>en pourcentage du PIB</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 100,0 | 95,6 | 54,4 | 20,4 | 20,6 | 10,0 | 6,4 | 4,2 | 0,3 | 4,4 | - | - |
| Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente) | | | | | | | | | | | | |
| <i>variations trimestrielles en pourcentage</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2017 T1 | 0,6 | 0,1 | 0,5 | 0,2 | 0,2 | 1,4 | 0,7 | -3,5 | - | - | 1,3 | 0,2 |
| T2 | 0,7 | 1,0 | 0,5 | 0,4 | 1,7 | 0,5 | 1,6 | 4,9 | - | - | 1,2 | 1,8 |
| T3 | 0,7 | 0,2 | 0,3 | 0,4 | -0,2 | 0,9 | 2,4 | -6,7 | - | - | 1,6 | 0,6 |
| T4 | 0,6 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,9 | 0,7 | 1,3 | 0,6 | - | - | 1,9 | 1,1 |
| <i>variations annuelles en pourcentage</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2015 | 2,1 | 2,0 | 1,8 | 1,3 | 3,3 | 0,5 | 5,4 | 7,2 | - | - | 6,4 | 6,7 |
| 2016 | 1,8 | 2,4 | 2,0 | 1,8 | 4,6 | 2,5 | 5,5 | 8,4 | - | - | 3,4 | 4,8 |
| 2017 | 2,3 | 2,0 | 1,6 | 1,2 | 3,5 | 3,3 | 5,2 | 1,4 | - | - | 4,9 | 4,4 |
| 2017 T1 | 2,1 | 1,9 | 1,6 | 1,0 | 4,1 | 3,3 | 3,6 | 7,0 | - | - | 4,7 | 4,7 |
| T2 | 2,4 | 2,3 | 1,9 | 1,1 | 3,4 | 4,0 | 4,3 | 1,1 | - | - | 4,5 | 4,5 |
| T3 | 2,7 | 2,0 | 1,9 | 1,3 | 2,4 | 3,3 | 5,8 | -4,3 | - | - | 5,8 | 4,4 |
| T4 | 2,7 | 1,5 | 1,5 | 1,4 | 2,5 | 3,6 | 6,2 | -5,0 | - | - | 6,1 | 3,7 |
| <i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2017 T1 | 0,6 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | -0,2 | -0,2 | 0,5 | - | - |
| T2 | 0,7 | 0,9 | 0,3 | 0,1 | 0,4 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | -0,2 | - | - |
| T3 | 0,7 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | -0,1 | 0,1 | 0,2 | -0,3 | 0,0 | 0,5 | - | - |
| T4 | 0,6 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | -0,2 | 0,4 | - | - |
| <i>contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2015 | 2,1 | 2,0 | 1,0 | 0,3 | 0,6 | 0,0 | 0,3 | 0,3 | 0,0 | 0,1 | - | - |
| 2016 | 1,8 | 2,2 | 1,1 | 0,4 | 0,9 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | -0,1 | -0,4 | - | - |
| 2017 | 2,3 | 1,9 | 0,9 | 0,2 | 0,7 | 0,3 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,4 | - | - |
| 2017 T1 | 2,1 | 1,8 | 0,9 | 0,2 | 0,8 | 0,3 | 0,2 | 0,3 | -0,1 | 0,2 | - | - |
| T2 | 2,4 | 2,2 | 1,0 | 0,2 | 0,7 | 0,4 | 0,3 | 0,0 | 0,3 | 0,2 | - | - |
| T3 | 2,7 | 1,9 | 1,0 | 0,3 | 0,5 | 0,3 | 0,4 | -0,2 | 0,1 | 0,8 | - | - |
| T4 | 2,7 | 1,4 | 0,8 | 0,3 | 0,5 | 0,3 | 0,4 | -0,2 | -0,2 | 1,3 | - | - |

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

3 Activité économique

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

| | Valeur ajoutée brute (aux prix de base) | | | | | | | | | | | Taxes moins subventions sur les produits |
|---|---|------------------------------------|---|--------------|--|------------------------------|--------------------------------------|------------------------|---|--|--|--|
| | Total | Agriculture, sylviculture et pêche | Industrie manufacturière, énergie et services publics | Construction | Commerce, transport, hébergement et restauration | Information et communication | Activités financières et d'assurance | Activités immobilières | Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien | Administration publique, enseignement, santé et action sociale | Arts, spectacles et autres activités de services | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| Prix courants (montants en milliards d'euros) | | | | | | | | | | | | |
| 2015 | 9 443,4 | 153,9 | 1 900,3 | 468,6 | 1 782,2 | 433,1 | 464,0 | 1 073,1 | 1 026,1 | 1 811,6 | 330,4 | 1 072,2 |
| 2016 | 9 680,3 | 151,6 | 1 936,9 | 489,1 | 1 830,9 | 451,3 | 454,0 | 1 100,6 | 1 071,0 | 1 857,5 | 337,5 | 1 109,4 |
| 2017 | 10 010,5 | 164,4 | 2 001,8 | 513,5 | 1 906,9 | 467,5 | 451,8 | 1 132,1 | 1 121,5 | 1 905,6 | 345,3 | 1 155,0 |
| 2017 T1 | 2 464,5 | 40,5 | 490,8 | 125,8 | 469,1 | 115,1 | 112,7 | 279,7 | 275,0 | 470,6 | 85,2 | 283,7 |
| T2 | 2 493,8 | 40,8 | 498,2 | 127,9 | 476,1 | 116,7 | 112,7 | 282,0 | 278,9 | 474,5 | 86,0 | 287,5 |
| T3 | 2 519,6 | 41,3 | 504,6 | 129,5 | 479,6 | 117,8 | 113,6 | 284,6 | 283,0 | 478,8 | 86,9 | 290,1 |
| T4 | 2 540,6 | 41,9 | 510,9 | 131,5 | 483,5 | 118,6 | 112,9 | 286,0 | 285,9 | 482,1 | 87,4 | 293,4 |
| <i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 100,0 | 1,6 | 20,0 | 5,1 | 19,0 | 4,7 | 4,5 | 11,3 | 11,2 | 19,0 | 3,4 | - |
| Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente) | | | | | | | | | | | | |
| <i>variations trimestrielles en pourcentage</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2017 T1 | 0,7 | 1,6 | 0,0 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | -0,1 | 0,5 | 1,5 | 0,2 | 0,1 | 0,4 |
| T2 | 0,7 | 0,0 | 1,1 | 0,9 | 0,7 | 0,9 | 0,6 | 0,2 | 1,0 | 0,5 | 0,4 | 0,9 |
| T3 | 0,7 | 0,2 | 1,5 | 0,4 | 0,4 | 1,3 | 0,1 | 0,5 | 0,8 | 0,5 | 0,7 | 0,3 |
| T4 | 0,6 | 0,3 | 1,2 | 1,1 | 0,6 | 0,7 | 0,2 | 0,3 | 0,8 | 0,3 | 0,2 | 0,4 |
| <i>variations annuelles en pourcentage</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2015 | 1,9 | 3,1 | 3,9 | 0,4 | 1,8 | 3,3 | -0,3 | 0,7 | 2,9 | 0,9 | 1,1 | 3,3 |
| 2016 | 1,7 | -1,2 | 1,9 | 1,7 | 2,0 | 2,9 | 0,2 | 1,0 | 2,8 | 1,3 | 1,2 | 2,8 |
| 2017 | 2,3 | 1,0 | 2,8 | 2,6 | 2,9 | 4,4 | 0,1 | 1,4 | 3,5 | 1,3 | 1,0 | 2,6 |
| 2017 T1 | 2,0 | 0,5 | 1,8 | 2,4 | 2,8 | 4,9 | -0,5 | 1,2 | 3,5 | 1,1 | 0,8 | 2,6 |
| T2 | 2,4 | 0,4 | 3,0 | 3,1 | 3,3 | 5,1 | 0,1 | 1,2 | 3,1 | 1,3 | 0,8 | 3,0 |
| T3 | 2,7 | 0,9 | 3,9 | 3,0 | 3,3 | 4,5 | 0,3 | 1,6 | 4,0 | 1,5 | 1,3 | 2,6 |
| T4 | 2,7 | 2,1 | 3,8 | 3,7 | 3,1 | 4,2 | 0,9 | 1,6 | 4,0 | 1,4 | 1,4 | 2,0 |
| <i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2017 T1 | 0,7 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | - |
| T2 | 0,7 | 0,0 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | - |
| T3 | 0,7 | 0,0 | 0,3 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | - |
| T4 | 0,6 | 0,0 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | - |
| <i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée ; en points de pourcentage</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2015 | 1,9 | 0,1 | 0,8 | 0,0 | 0,3 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,0 | - |
| 2016 | 1,7 | 0,0 | 0,4 | 0,1 | 0,4 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,0 | - |
| 2017 | 2,3 | 0,0 | 0,6 | 0,1 | 0,5 | 0,2 | 0,0 | 0,2 | 0,4 | 0,3 | 0,0 | - |
| 2017 T1 | 2,0 | 0,0 | 0,4 | 0,1 | 0,5 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,4 | 0,2 | 0,0 | - |
| T2 | 2,4 | 0,0 | 0,6 | 0,2 | 0,6 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,0 | - |
| T3 | 2,7 | 0,0 | 0,8 | 0,2 | 0,6 | 0,2 | 0,0 | 0,2 | 0,4 | 0,3 | 0,0 | - |
| T4 | 2,7 | 0,0 | 0,8 | 0,2 | 0,6 | 0,2 | 0,0 | 0,2 | 0,4 | 0,3 | 0,0 | - |

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi ¹⁾

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

| | Total | Par statut | | Par activité économique | | | | | | | | | |
|--|-------|------------|--|--|--|-------------------|---|---|--|--------------------------------|---|---|--|
| | | Salariés | Tra- vailleurs indé- pendants | Agricul- ture, sylvicult- ure et pêche | Industrie manu- factu- rière, énergie et services publics | Cons- truction | Commer- ce, transport, hébergement et restaura- tion | Informa- tion et commu- nication | Activités finan- cières et d'assu- rance | Activités immobi- lières | Activités spéciali- sées de ser- vices aux entre- prises et de soutien | Adminis- tration publique, ensei- gnement, santé et action sociale | Arts, spec- tacles et autres activités de ser- vices |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| Personnes employées | | | | | | | | | | | | | |
| <i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 100,0 | 85,0 | 15,0 | 3,4 | 15,0 | 6,1 | 24,7 | 2,7 | 2,7 | 1,0 | 13,1 | 24,3 | 7,1 |
| 2015 | 100,0 | 85,2 | 14,8 | 3,3 | 14,9 | 6,0 | 24,8 | 2,7 | 2,6 | 1,0 | 13,3 | 24,3 | 7,1 |
| 2016 | 100,0 | 85,5 | 14,5 | 3,2 | 14,8 | 5,9 | 24,9 | 2,8 | 2,6 | 1,0 | 13,5 | 24,3 | 7,0 |
| <i>variations annuelles en pourcentage</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 0,6 | 0,7 | 0,1 | 0,1 | -0,4 | -1,3 | 0,7 | 0,7 | -0,9 | 0,2 | 2,3 | 1,0 | 0,7 |
| 2015 | 1,0 | 1,2 | -0,3 | -1,2 | 0,2 | 0,0 | 1,3 | 1,4 | -0,2 | 1,4 | 2,8 | 1,0 | 0,5 |
| 2016 | 1,3 | 1,6 | -0,3 | -0,5 | 0,6 | -0,2 | 1,7 | 2,4 | 0,0 | 1,9 | 2,8 | 1,3 | 1,1 |
| 2016 T4 | 1,3 | 1,6 | -0,1 | 0,1 | 0,6 | 0,4 | 1,7 | 2,6 | 0,0 | 2,6 | 2,8 | 1,3 | 0,5 |
| 2017 T1 | 1,6 | 1,8 | 0,2 | 1,0 | 0,8 | 1,5 | 1,7 | 3,2 | -0,5 | 1,9 | 3,2 | 1,2 | 1,1 |
| T2 | 1,6 | 2,0 | -0,3 | 0,6 | 1,1 | 1,5 | 1,8 | 3,4 | -0,8 | 2,0 | 3,3 | 1,1 | 1,8 |
| T3 | 1,7 | 2,0 | -0,1 | -0,2 | 1,3 | 2,2 | 2,0 | 3,1 | -0,9 | 2,0 | 3,2 | 1,1 | 2,0 |
| Heures travaillées | | | | | | | | | | | | | |
| <i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 100,0 | 80,3 | 19,7 | 4,4 | 15,6 | 6,8 | 25,6 | 2,9 | 2,7 | 1,0 | 12,8 | 22,0 | 6,3 |
| 2015 | 100,0 | 80,5 | 19,5 | 4,3 | 15,5 | 6,8 | 25,6 | 2,9 | 2,7 | 1,0 | 13,0 | 22,0 | 6,3 |
| 2016 | 100,0 | 80,8 | 19,2 | 4,2 | 15,4 | 6,7 | 25,7 | 2,9 | 2,7 | 1,0 | 13,2 | 22,0 | 6,2 |
| <i>variations annuelles en pourcentage</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 0,6 | 0,8 | -0,4 | -0,3 | -0,1 | -0,9 | 0,4 | 0,6 | -1,0 | 0,0 | 2,4 | 1,2 | 0,1 |
| 2015 | 1,1 | 1,4 | -0,2 | -0,3 | 0,6 | 0,6 | 0,9 | 2,4 | -0,1 | 1,8 | 2,9 | 1,0 | 0,8 |
| 2016 | 1,2 | 1,6 | -0,1 | -0,4 | 0,7 | -0,1 | 1,6 | 1,9 | 0,6 | 2,1 | 2,8 | 1,0 | 0,9 |
| 2016 T4 | 1,0 | 1,4 | -0,3 | -1,1 | 0,8 | 0,0 | 1,3 | 2,0 | 0,2 | 2,4 | 2,5 | 0,9 | 0,1 |
| 2017 T1 | 1,3 | 1,7 | -0,4 | -0,6 | 1,0 | 1,6 | 1,3 | 2,9 | -0,2 | 2,3 | 2,9 | 0,9 | 1,1 |
| T2 | 1,5 | 1,9 | -0,2 | -0,5 | 1,4 | 1,7 | 1,7 | 3,1 | -1,4 | 1,8 | 2,8 | 1,0 | 1,7 |
| T3 | 1,8 | 2,2 | 0,0 | -0,2 | 1,7 | 2,4 | 2,0 | 2,5 | -0,8 | 2,0 | 3,1 | 1,0 | 2,3 |
| Heures travaillées par personne employée | | | | | | | | | | | | | |
| <i>variations annuelles en pourcentage</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 0,0 | 0,1 | -0,5 | -0,4 | 0,3 | 0,4 | -0,3 | -0,1 | -0,1 | -0,3 | 0,1 | 0,3 | -0,5 |
| 2015 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,9 | 0,3 | 0,5 | -0,4 | 1,0 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,0 | 0,3 |
| 2016 | -0,1 | -0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | -0,2 | -0,4 | 0,6 | 0,2 | 0,0 | -0,2 | -0,1 |
| 2016 T4 | -0,3 | -0,2 | -0,2 | -1,1 | 0,2 | -0,4 | -0,4 | -0,6 | 0,1 | -0,1 | -0,2 | -0,4 | -0,3 |
| 2017 T1 | -0,3 | -0,1 | -0,6 | -1,6 | 0,2 | 0,1 | -0,4 | -0,3 | 0,2 | 0,4 | -0,3 | -0,3 | 0,0 |
| T2 | -0,1 | -0,1 | 0,1 | -1,1 | 0,3 | 0,2 | 0,0 | -0,4 | -0,6 | -0,2 | -0,4 | -0,1 | -0,1 |
| T3 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,5 | 0,2 | 0,1 | -0,6 | 0,2 | 0,0 | -0,1 | -0,1 | 0,3 |

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

| | Popu- lation active, millions ¹⁾ | Sous- emploi, % de la popu- lation active ¹⁾ | Chômage | | | | | | | | | | Taux de vacance d'em- ploi ²⁾ | |
|--------------------|---|--|----------|--------------------------------------|---|----------|--------------------------------------|----------|--------------------------------------|----------|--------------------------------------|----------|---|-----------------------------|
| | | | Total | | Chômage de longue durée, % de la population active ¹⁾ | Par âge | | | | Par sexe | | | | % du total des postes |
| | | | Millions | % de la popu- lation active | | Adultes | | Jeunes | | Hommes | | Femmes | | |
| | | | | | | Millions | % de la popu- lation active | Millions | % de la popu- lation active | Millions | % de la popu- lation active | Millions | % de la popu- lation active | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | |
| % du total en 2016 | | | | | | | | | | | | | | |
| 2015 | 160,600 | 4,6 | 17,472 | 10,9 | 5,6 | 14,305 | 9,8 | 3,167 | 22,3 | 9,263 | 10,7 | 8,208 | 11,1 | 1,5 |
| 2016 | 161,877 | 4,3 | 16,252 | 10,0 | 5,0 | 13,290 | 9,0 | 2,962 | 20,9 | 8,483 | 9,7 | 7,770 | 10,4 | 1,7 |
| 2017 | . | . | 14,773 | 9,1 | . | 12,096 | 8,1 | 2,677 | 18,8 | 7,648 | 8,7 | 7,125 | 9,5 | 1,9 |
| 2017 T1 | 161,635 | 4,3 | 15,384 | 9,5 | 4,8 | 12,611 | 8,5 | 2,773 | 19,6 | 7,960 | 9,1 | 7,424 | 9,9 | 1,9 |
| T2 | 162,214 | 4,2 | 14,862 | 9,1 | 4,5 | 12,159 | 8,2 | 2,703 | 19,1 | 7,688 | 8,8 | 7,174 | 9,6 | 1,9 |
| T3 | 163,330 | 4,0 | 14,602 | 9,0 | 4,2 | 11,957 | 8,0 | 2,645 | 18,6 | 7,574 | 8,6 | 7,028 | 9,3 | 1,9 |
| T4 | . | . | 14,243 | 8,7 | . | 11,657 | 7,8 | 2,585 | 18,1 | 7,368 | 8,4 | 6,875 | 9,1 | 2,0 |
| 2017 Août | - | - | 14,607 | 9,0 | - | 11,961 | 8,0 | 2,646 | 18,5 | 7,590 | 8,7 | 7,017 | 9,3 | - |
| Septembre | - | - | 14,487 | 8,9 | - | 11,846 | 8,0 | 2,641 | 18,5 | 7,502 | 8,5 | 6,985 | 9,3 | - |
| Octobre | - | - | 14,364 | 8,8 | - | 11,743 | 7,9 | 2,621 | 18,3 | 7,431 | 8,5 | 6,933 | 9,2 | - |
| Novembre | - | - | 14,243 | 8,7 | - | 11,662 | 7,8 | 2,581 | 18,1 | 7,362 | 8,4 | 6,881 | 9,1 | - |
| Décembre | - | - | 14,121 | 8,6 | - | 11,567 | 7,8 | 2,554 | 17,9 | 7,311 | 8,3 | 6,810 | 9,0 | - |
| 2018 Janvier | - | - | 14,111 | 8,6 | - | 11,577 | 7,8 | 2,535 | 17,7 | 7,312 | 8,3 | 6,799 | 9,0 | - |

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données brutes.

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

3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

| | Production industrielle | | | | | | Con- struction | Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie | Ventes au détail | | | | Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières | | | | | | | | | | | | |
|--|---------------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|-------------------------------|---------|------|-------------------|--|------------------|---|--------------------------------------|------------|--|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|------|------|-----|-------|
| | Total (hors construction) | | Principaux secteurs industriels | | | | | | Total | Produits alimen- taires, bois- sons, tabac | Produits non alimen- taires | Carburants | | | | | | | | | | | | | |
| | Industrie manu- factu- rière | Biens inter- mé- diaires | Biens d'équi- pement | Biens de consom- mation | Énergie | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | | | | | | | | | | | | | |
| % du total en 2010 ¹⁾ | | | | | | | | | | | | | 100,0 | 86,0 | 33,6 | 29,2 | 22,5 | 14,7 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 40,4 | 52,5 | 7,1 | 100,0 |
| variations annuelles en pourcentage | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2015 | 2,1 | 2,4 | 1,0 | 3,6 | 2,6 | 0,8 | -0,9 | 3,6 | 3,0 | 1,7 | 4,0 | 2,4 | 8,8 | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 1,5 | 1,6 | 1,9 | 1,7 | 1,2 | 0,2 | 2,2 | 0,3 | 1,6 | 1,0 | 2,2 | 1,4 | 7,2 | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | 3,0 | 3,2 | 4,1 | 3,6 | 1,6 | 0,8 | 2,6 | 7,7 | 2,4 | 1,5 | 3,3 | 1,0 | 5,6 | | | | | | | | | | | | |
| 2017 T1 | 1,3 | 1,2 | 2,2 | 1,3 | -0,5 | 1,9 | 1,9 | 5,5 | 2,1 | 1,3 | 2,7 | 1,9 | 4,8 | | | | | | | | | | | | |
| T2 | 2,7 | 2,8 | 3,8 | 2,4 | 1,7 | 1,6 | 3,6 | 6,7 | 2,7 | 2,4 | 3,3 | 1,6 | 6,0 | | | | | | | | | | | | |
| T3 | 3,7 | 4,0 | 4,9 | 4,7 | 2,0 | 0,6 | 3,0 | 9,1 | 2,6 | 1,4 | 4,1 | 0,4 | 5,5 | | | | | | | | | | | | |
| T4 | 4,2 | 5,0 | 5,5 | 5,9 | 3,1 | -1,0 | 1,9 | 9,6 | 2,0 | 0,9 | 3,0 | 0,1 | 6,3 | | | | | | | | | | | | |
| 2017 Août | 3,9 | 4,3 | 5,3 | 5,1 | 2,6 | 0,7 | 2,1 | 9,0 | 1,8 | 0,9 | 3,3 | -0,3 | 6,9 | | | | | | | | | | | | |
| Septembre | 3,4 | 3,9 | 4,6 | 4,5 | 2,3 | -1,0 | 3,6 | 10,7 | 3,9 | 2,3 | 5,7 | 0,5 | 5,3 | | | | | | | | | | | | |
| Octobre | 3,9 | 4,6 | 5,3 | 3,5 | 5,3 | -2,0 | 2,3 | 8,8 | 0,3 | -0,3 | 0,5 | -0,2 | 5,9 | | | | | | | | | | | | |
| Novembre | 3,7 | 4,5 | 4,7 | 6,7 | 0,4 | -1,9 | 2,9 | 10,6 | 3,7 | 1,8 | 5,6 | 0,4 | 8,7 | | | | | | | | | | | | |
| Décembre | 5,2 | 5,9 | 6,6 | 7,6 | 3,6 | 0,6 | 0,5 | 9,3 | 2,1 | 1,2 | 3,0 | 0,1 | 4,4 | | | | | | | | | | | | |
| 2018 Janvier | . | . | . | . | . | . | . | . | 2,3 | 0,8 | 3,8 | 0,2 | 6,4 | | | | | | | | | | | | |
| variations mensuelles en pourcentage (données cvs) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 Août | 1,5 | 1,7 | 1,2 | 3,4 | 0,3 | 0,8 | -0,1 | 3,0 | -0,2 | -0,2 | 0,1 | -0,9 | 2,9 | | | | | | | | | | | | |
| Septembre | -0,5 | -0,5 | -0,4 | -1,6 | 0,2 | -1,0 | 0,3 | 1,1 | 1,0 | 1,2 | 0,8 | -0,1 | 1,5 | | | | | | | | | | | | |
| Octobre | 0,4 | 0,3 | 0,3 | -0,2 | 0,2 | 0,1 | -0,4 | 0,3 | -1,1 | -1,5 | -1,3 | -0,4 | -3,1 | | | | | | | | | | | | |
| Novembre | 1,3 | 1,5 | 1,1 | 3,5 | 0,2 | 0,8 | 0,2 | 1,7 | 2,0 | 1,2 | 2,8 | 0,8 | 5,2 | | | | | | | | | | | | |
| Décembre | 0,4 | 0,2 | 1,4 | -1,1 | 0,9 | 1,3 | 0,1 | 2,0 | -1,0 | -0,4 | -1,4 | -0,5 | 0,4 | | | | | | | | | | | | |
| 2018 Janvier | . | . | . | . | . | . | . | . | -0,1 | -0,2 | -0,3 | 0,1 | 0,1 | | | | | | | | | | | | |

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

1) Pour les ventes au détail, les chiffres se rapportent à 2015.

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

| | Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire) | | | | | | | Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion) | | | | |
|----------------|---|--|---|--|--|--|--|---|---|--|--|--|
| | Indicateur économique (moyenne à long terme = 100) | Secteur manufacturier | | Indicateur de confiance des consomma- teurs | Indicateur de confiance dans le secteur de la construction | Indicateur de confiance du com- merce de détail | Secteur des services | | Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufac- turière | Production dans le secteur manufac- turier | Activité dans le secteur des services | Indice composite pour la production |
| | | Indicateur de confiance dans l'industrie | Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %) | | | | Indicateur de confiance dans le secteur des services | Taux d'utili- sation des capacités de produc- tion (en %) | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | |
| 1999-2014 | 99,6 | -6,0 | 80,7 | -12,7 | -14,5 | -8,3 | 6,8 | — | 51,1 | 52,4 | 52,9 | 52,7 |
| 2015 | 103,6 | -3,1 | 81,4 | -6,2 | -22,5 | 1,6 | 9,2 | 88,4 | 52,2 | 53,4 | 54,0 | 53,8 |
| 2016 | 104,3 | -2,6 | 81,9 | -7,7 | -16,5 | 1,5 | 11,1 | 89,1 | 52,5 | 53,6 | 53,1 | 53,3 |
| 2017 | 110,7 | 4,5 | 83,3 | -2,5 | -4,0 | 3,3 | 14,6 | 89,8 | 57,4 | 58,5 | 55,6 | 56,4 |
| 2017 T1 | 107,5 | 1,1 | 82,6 | -5,5 | -10,7 | 2,0 | 13,2 | 89,4 | 55,6 | 56,9 | 55,1 | 55,6 |
| T2 | 109,5 | 3,3 | 82,9 | -2,8 | -4,9 | 3,2 | 13,4 | 89,8 | 57,0 | 58,3 | 56,0 | 56,6 |
| T3 | 111,5 | 5,4 | 83,5 | -1,5 | -2,1 | 2,9 | 14,9 | 89,9 | 57,4 | 58,0 | 55,3 | 56,0 |
| T4 | 114,3 | 8,3 | 84,1 | -0,2 | 1,8 | 5,3 | 16,9 | 89,9 | 59,7 | 60,7 | 56,0 | 57,2 |
| 2017 Septembre | 112,5 | 6,7 | — | -1,2 | -1,5 | 3,0 | 15,4 | — | 58,1 | 59,2 | 55,8 | 56,7 |
| Octobre | 113,5 | 8,0 | 83,8 | -1,1 | 0,5 | 5,5 | 16,2 | 89,6 | 58,5 | 58,8 | 55,0 | 56,0 |
| Novembre | 114,0 | 8,1 | — | 0,0 | 1,7 | 4,3 | 16,4 | — | 60,1 | 61,0 | 56,2 | 57,5 |
| Décembre | 115,3 | 8,8 | — | 0,5 | 3,1 | 6,0 | 18,0 | — | 60,6 | 62,2 | 56,6 | 58,1 |
| 2018 Janvier | 114,9 | 9,0 | 84,4 | 1,4 | 4,7 | 5,2 | 16,8 | 90,2 | 59,6 | 61,1 | 58,0 | 58,8 |
| Février | 114,1 | 8,0 | — | 0,1 | 4,2 | 4,3 | 17,5 | — | 58,6 | 59,6 | 56,2 | 57,1 |

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

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

| | Ménages | | | | | | | Sociétés non financières | | | | | |
|---------|--|-------------------|-------------------------------------|---------------------------------|---|-------------------------------|--------------------------|---|----------------------------|-------------------------------------|---------------------------------|---|------------------|
| | Taux d'épargne (brut) ¹⁾ | Ratio de dette | Revenu disponible brut réel | Investis- sment financier | Investis- sment non financier (brut) | Valeur nette ²⁾ | Patrimoine immobilier | Partici- pation aux bénéfices ³⁾ | Taux d'épargne (net) | Ratio de dette ⁴⁾ | Investis- sment financier | Investis- sment non financier (brut) | Finan- cement |
| | En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté) | | Variations annuelles en pourcentage | | | | | En pourcentage de la valeur ajoutée nette | En pourcentage du PIB | Variations annuelles en pourcentage | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| 2014 | 12,7 | 94,3 | 1,0 | 1,9 | 1,3 | 2,7 | 0,9 | 32,1 | 4,6 | 131,8 | 2,7 | 7,2 | 1,6 |
| 2015 | 12,4 | 93,6 | 1,6 | 1,9 | 1,4 | 3,3 | 2,6 | 32,6 | 6,0 | 133,9 | 4,2 | 4,8 | 2,2 |
| 2016 | 12,1 | 93,3 | 1,8 | 1,8 | 5,9 | 4,3 | 4,5 | 33,2 | 8,0 | 133,9 | 3,9 | 6,0 | 1,9 |
| 2016 T4 | 12,1 | 93,3 | 1,4 | 1,8 | 6,5 | 4,3 | 4,5 | 33,2 | 8,0 | 133,9 | 3,9 | 5,5 | 1,9 |
| 2017 T1 | 12,1 | 93,0 | 1,6 | 1,8 | 10,2 | 4,6 | 4,6 | 33,4 | 7,6 | 133,6 | 4,4 | 9,5 | 2,2 |
| T2 | 12,1 | 93,1 | 1,3 | 2,0 | 5,4 | 4,9 | 4,8 | 33,1 | 6,9 | 132,8 | 4,1 | 10,0 | 2,2 |
| T3 | 12,0 | 93,0 | 1,6 | 2,1 | 6,2 | 5,0 | 5,4 | 33,3 | 7,0 | 131,4 | 4,2 | 4,1 | 2,3 |

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

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

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

3 Activité économique

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

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

| | | Compte des transactions courantes | | | | | | | | | | Compte de capital ¹⁾ | | |
|---|-----------|-----------------------------------|---------|-------|---------|---------|----------|-------|-------------------|-------|---------------------|---------------------------------|--------|-------|
| | | Total | | | Biens | | Services | | Revenus primaires | | Revenus secondaires | | | |
| | | Crédit | Débit | Net | Crédit | Débit | Crédit | Débit | Crédit | Débit | Crédit | Débit | Crédit | Débit |
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| 2017 | T1 | 959,3 | 868,2 | 91,1 | 558,6 | 479,3 | 206,1 | 188,4 | 167,6 | 143,9 | 27,0 | 56,6 | 7,4 | 17,7 |
| | T2 | 965,0 | 884,1 | 80,9 | 559,9 | 477,3 | 207,8 | 190,4 | 170,8 | 146,1 | 26,4 | 70,3 | 7,0 | 17,2 |
| | T3 | 991,0 | 866,9 | 124,2 | 575,7 | 477,1 | 210,8 | 184,6 | 177,9 | 139,2 | 26,7 | 65,9 | 6,5 | 8,4 |
| | T4 | 982,7 | 887,5 | 95,2 | 582,8 | 495,1 | 211,5 | 191,9 | 161,4 | 135,6 | 26,9 | 64,8 | 11,6 | 7,7 |
| 2017 | Juillet | 326,1 | 288,1 | 38,0 | 188,0 | 159,0 | 69,8 | 61,5 | 59,4 | 44,9 | 8,9 | 22,7 | 2,5 | 2,7 |
| | Août | 333,0 | 289,5 | 43,5 | 191,6 | 159,5 | 70,2 | 61,2 | 62,1 | 48,3 | 9,1 | 20,6 | 1,9 | 2,6 |
| | Septembre | 331,9 | 289,3 | 42,7 | 196,0 | 158,7 | 70,8 | 61,9 | 56,4 | 46,1 | 8,7 | 22,6 | 2,1 | 3,1 |
| | Octobre | 317,4 | 287,0 | 30,3 | 187,7 | 161,4 | 69,2 | 62,3 | 52,1 | 42,5 | 8,3 | 20,8 | 3,0 | 1,6 |
| | Novembre | 329,4 | 294,5 | 35,0 | 195,5 | 165,0 | 70,0 | 64,6 | 55,3 | 42,7 | 8,7 | 22,1 | 2,8 | 1,8 |
| | Décembre | 335,9 | 306,0 | 29,9 | 199,7 | 168,7 | 72,3 | 65,0 | 54,1 | 50,4 | 9,8 | 21,8 | 5,9 | 4,4 |
| <i>flux cumulés sur 12 mois</i> | | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | Décembre | 3 898,0 | 3 506,6 | 391,4 | 2 277,0 | 1 928,9 | 836,2 | 755,3 | 677,7 | 564,9 | 107,0 | 257,6 | 32,6 | 51,0 |
| <i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i> | | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | Décembre | 34,9 | 31,4 | 3,5 | 20,4 | 17,3 | 7,5 | 6,8 | 6,1 | 5,1 | 1,0 | 2,3 | 0,3 | 0,5 |

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

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

(données cvs, sauf indication contraire)

| | | Total (données brutes) | | Exportations (FAB) | | | | | Importations (CAF) | | | | | |
|--|-----------|------------------------|--------------|----------------------|--------------------|-----------------------|-----------------------|-------|--------------------|-------|----------------|-----------------------|---------|-------|
| | | Exportations | Importations | Total | | | Pour mémoire : | Total | | | Pour mémoire : | | | |
| | | 1 | 2 | Biens intermédiaires | Biens d'équipement | Biens de consommation | produits manufacturés | 8 | 9 | 10 | 11 | Produits manufacturés | Pétrole | |
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| <i>Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i> | | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | T1 | 11,0 | 13,9 | 539,5 | 258,7 | 110,1 | 161,2 | 449,2 | 486,0 | 279,1 | 78,5 | 120,4 | 344,4 | 59,8 |
| | T2 | 5,4 | 9,9 | 544,7 | 257,0 | 112,6 | 162,7 | 455,6 | 486,7 | 275,3 | 80,6 | 123,3 | 353,1 | 52,2 |
| | T3 | 6,0 | 7,8 | 547,0 | 256,8 | 114,1 | 164,3 | 459,5 | 484,8 | 272,7 | 80,3 | 122,8 | 354,2 | 48,3 |
| | T4 | 6,2 | 7,2 | 562,9 | . | . | . | 471,6 | 498,0 | . | . | . | 357,3 | . |
| 2017 | Juillet | 5,9 | 9,1 | 178,7 | 83,9 | 36,8 | 53,8 | 149,7 | 161,2 | 90,5 | 26,5 | 40,9 | 117,6 | 15,8 |
| | Août | 6,9 | 9,0 | 183,3 | 86,1 | 38,1 | 55,5 | 154,2 | 162,4 | 91,4 | 27,0 | 41,1 | 119,4 | 16,0 |
| | Septembre | 5,2 | 5,5 | 185,1 | 86,9 | 39,2 | 55,0 | 155,6 | 161,2 | 90,8 | 26,8 | 40,8 | 117,2 | 16,5 |
| | Octobre | 9,1 | 10,4 | 181,6 | 86,6 | 36,5 | 54,1 | 152,0 | 162,4 | 92,2 | 26,5 | 41,3 | 118,7 | 17,6 |
| | Novembre | 8,5 | 8,6 | 189,0 | 90,2 | 38,6 | 56,4 | 158,2 | 167,0 | 94,8 | 26,9 | 42,2 | 119,6 | 19,5 |
| | Décembre | 1,0 | 2,5 | 192,3 | . | . | . | 161,4 | 168,5 | . | . | . | 119,0 | . |
| <i>Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i> | | | | | | | | | | | | | | |
| 2017 | T1 | 6,5 | 3,2 | 121,0 | 121,4 | 118,8 | 124,4 | 120,5 | 110,3 | 111,3 | 108,3 | 110,2 | 112,3 | 109,4 |
| | T2 | 1,6 | 2,2 | 122,5 | 121,3 | 121,7 | 125,5 | 122,1 | 112,6 | 112,7 | 111,9 | 114,1 | 115,8 | 104,5 |
| | T3 | 3,8 | 3,4 | 124,1 | 122,1 | 124,5 | 128,1 | 124,2 | 114,4 | 114,1 | 114,7 | 114,4 | 117,7 | 100,2 |
| | T4 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |
| 2017 | Juin | 1,8 | 1,8 | 122,9 | 120,8 | 122,1 | 125,3 | 122,5 | 112,5 | 112,2 | 109,9 | 114,8 | 115,1 | 106,3 |
| | Juillet | 3,4 | 3,8 | 121,2 | 119,5 | 119,5 | 125,6 | 120,8 | 113,6 | 113,5 | 111,6 | 113,8 | 116,1 | 101,8 |
| | Août | 4,9 | 5,1 | 124,9 | 122,5 | 125,5 | 129,9 | 125,1 | 115,5 | 115,3 | 117,3 | 114,7 | 119,6 | 100,6 |
| | Septembre | 3,2 | 1,4 | 126,2 | 124,2 | 128,5 | 128,8 | 126,6 | 114,1 | 113,4 | 115,2 | 114,8 | 117,4 | 98,3 |
| | Octobre | 7,2 | 7,3 | 123,5 | 123,1 | 120,4 | 126,4 | 123,4 | 114,4 | 114,4 | 113,7 | 115,5 | 118,8 | 102,5 |
| | Novembre | 7,0 | 3,7 | 128,1 | 127,2 | 125,7 | 132,9 | 128,2 | 114,9 | 114,1 | 113,1 | 117,1 | 118,0 | 104,8 |

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

4 Prix et coûts

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

| | Total | | | | | Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) ²⁾ | | | | | | Pour mémoire : prix administrés | |
|--------------------|---------------------|-------|------|-------|----------|--|-----------------------------------|---------------------------------------|------------------------------------|--------------------------|----------|-----------------------------------|------------------|
| | Indice : 2015 = 100 | Total | | Biens | Services | Total | Produits alimentaires transformés | Produits alimentaires non transformés | Produits manufacturés hors énergie | Énergie (données brutes) | Services | IPCH global hors prix administrés | Prix administrés |
| | | 1 | 2 | | | | | | | | | | |
| % du total en 2018 | 100,0 | 100,0 | 70,7 | 55,6 | 44,4 | 100,0 | 12,1 | 7,5 | 26,3 | 9,7 | 44,4 | 86,6 | 13,4 |
| 2015 | 100,0 | 0,0 | 0,8 | -0,8 | 1,2 | - | - | - | - | - | - | -0,1 | 1,0 |
| 2016 | 100,2 | 0,2 | 0,9 | -0,4 | 1,1 | - | - | - | - | - | - | 0,2 | 0,3 |
| 2017 | 101,8 | 1,5 | 1,0 | 1,7 | 1,4 | - | - | - | - | - | - | 1,6 | 1,0 |
| 2017 T1 | 101,0 | 1,8 | 0,8 | 2,3 | 1,1 | 0,7 | 0,3 | 2,0 | 0,1 | 3,3 | 0,3 | 2,0 | 0,5 |
| T2 | 102,0 | 1,5 | 1,1 | 1,5 | 1,6 | 0,1 | 0,7 | -1,2 | 0,1 | -1,4 | 0,5 | 1,6 | 1,3 |
| T3 | 101,8 | 1,4 | 1,2 | 1,4 | 1,5 | 0,2 | 0,7 | 0,4 | 0,2 | -0,9 | 0,3 | 1,5 | 1,1 |
| T4 | 102,4 | 1,4 | 0,9 | 1,6 | 1,2 | 0,4 | 0,5 | 1,1 | 0,1 | 2,6 | 0,0 | 1,5 | 1,2 |
| 2017 Septembre | 102,1 | 1,5 | 1,1 | 1,6 | 1,5 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 1,0 | 0,1 | 1,6 | 1,0 |
| Octobre | 102,2 | 1,4 | 0,9 | 1,5 | 1,2 | 0,1 | 0,1 | 0,8 | 0,0 | 0,7 | -0,1 | 1,4 | 1,1 |
| Novembre | 102,3 | 1,5 | 0,9 | 1,8 | 1,2 | 0,2 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | 1,5 | 0,1 | 1,6 | 1,2 |
| Décembre | 102,7 | 1,4 | 0,9 | 1,5 | 1,2 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 1,4 | 1,2 |
| 2018 Janvier | 101,8 | 1,3 | 1,0 | 1,4 | 1,2 | 0,3 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 1,8 | 0,1 | 1,2 | 1,8 |
| Février | 102,0 | 1,2 | 1,0 | . | 1,3 | 0,1 | 0,0 | -0,3 | 0,1 | -0,3 | 0,2 | . | . |

| | Biens | | | | | | Services | | | | | |
|-----------------------|--|-----------------------------------|---------------------------------------|-----------------------|------------------------------------|---------|----------|-----|------------|----------------|-----------------------------------|--------|
| | Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac) | | | Produits manufacturés | | | Logement | | Transports | Communications | Services de loisirs et personnels | Divers |
| | Total | Produits alimentaires transformés | Produits alimentaires non transformés | Total | Produits manufacturés hors énergie | Énergie | Loyers | | | | | |
| 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | 21 | 22 | 23 | 24 | 25 | |
| % du total en 2017 | 19,6 | 12,1 | 7,5 | 35,8 | 26,3 | 9,5 | 10,7 | 6,5 | 7,3 | 3,2 | 15,1 | 8,2 |
| 2015 | 1,0 | 0,6 | 1,6 | -1,8 | 0,3 | -6,8 | 1,2 | 1,1 | 1,3 | -0,8 | 1,5 | 1,2 |
| 2016 | 0,9 | 0,6 | 1,4 | -1,1 | 0,4 | -5,1 | 1,1 | 1,1 | 0,8 | 0,0 | 1,4 | 1,2 |
| 2017 | 1,8 | 1,6 | 2,2 | 1,6 | 0,4 | 4,9 | 1,3 | 1,2 | 2,1 | -1,5 | 2,1 | 0,7 |
| 2017 T1 | 2,0 | 0,9 | 4,0 | 2,4 | 0,3 | 8,2 | 1,3 | 1,2 | 1,7 | -1,1 | 1,4 | 0,7 |
| T2 | 1,5 | 1,4 | 1,6 | 1,5 | 0,3 | 4,6 | 1,3 | 1,3 | 2,6 | -1,4 | 2,3 | 0,8 |
| T3 | 1,6 | 2,0 | 0,9 | 1,3 | 0,5 | 3,4 | 1,3 | 1,2 | 2,3 | -1,8 | 2,4 | 0,8 |
| T4 | 2,2 | 2,1 | 2,3 | 1,3 | 0,4 | 3,5 | 1,2 | 1,2 | 1,7 | -1,7 | 2,0 | 0,4 |
| 2017 Septembre | 1,9 | 2,0 | 1,5 | 1,4 | 0,5 | 3,9 | 1,3 | 1,2 | 2,1 | -1,8 | 2,4 | 0,9 |
| Octobre | 2,3 | 2,1 | 2,8 | 1,1 | 0,4 | 3,0 | 1,3 | 1,2 | 1,5 | -1,8 | 2,1 | 0,4 |
| Novembre | 2,2 | 2,1 | 2,4 | 1,6 | 0,4 | 4,7 | 1,3 | 1,2 | 1,7 | -1,6 | 2,0 | 0,4 |
| Décembre | 2,1 | 2,2 | 1,9 | 1,2 | 0,5 | 2,9 | 1,2 | 1,2 | 1,9 | -1,7 | 1,9 | 0,4 |
| 2018 Janvier | 1,9 | 2,5 | 1,1 | 1,0 | 0,6 | 2,2 | 1,3 | 1,2 | 1,5 | -1,0 | 1,6 | 1,2 |
| Février ³⁾ | 1,1 | 2,4 | -0,9 | . | 0,7 | 2,1 | . | . | . | . | . | . |

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

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

4 Prix et coûts

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

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

| | Prix à la production dans l'industrie hors construction ¹⁾ | | | | | | | | | | Construction | Prix de l'immobilier résidentiel ²⁾ | Indicateur expérimental relatif aux prix de l'immobilier commercial ²⁾ |
|--------------------|---|-----------------------|-------|--|--------------------|-----------------------|--|---------------------------|-----|---------|--------------|--|---|
| | Total (indice : 2010 = 100) | Total | | Industrie hors construction et énergie | | | | | | Énergie | | | |
| | | Secteur manufacturier | Total | Biens intermédiaires | Biens d'équipement | Biens de consommation | | | | | | | |
| | | | | | | Total | Produits alimentaires, boissons et tabac | Produits non alimentaires | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| % du total en 2015 | 100,0 | 100,0 | 77,2 | 72,1 | 28,9 | 20,7 | 22,5 | 16,5 | 5,9 | 27,9 | | | |
| 2015 | 100,0 | -2,8 | -2,4 | -0,5 | -1,3 | 0,7 | -0,6 | -0,9 | 0,2 | -8,6 | 0,4 | 1,6 | 3,2 |
| 2016 | 97,7 | -2,3 | -1,5 | -0,6 | -1,7 | 0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | -7,1 | 0,6 | 3,2 | 5,3 |
| 2017 | 100,7 | 3,1 | 3,1 | 2,2 | 3,2 | 0,9 | 1,9 | 2,8 | 0,2 | 5,9 | . | . | . |
| 2017 T1 | 100,7 | 4,2 | 4,1 | 2,0 | 3,1 | 0,8 | 1,7 | 2,5 | 0,1 | 10,7 | 2,0 | 3,8 | 3,5 |
| T2 | 100,2 | 3,4 | 3,1 | 2,4 | 3,5 | 0,9 | 2,3 | 3,4 | 0,2 | 6,2 | 2,0 | 3,9 | 5,2 |
| T3 | 100,4 | 2,4 | 2,7 | 2,2 | 3,0 | 1,0 | 2,2 | 3,1 | 0,3 | 3,2 | 2,1 | 4,3 | 5,4 |
| T4 | 101,6 | 2,5 | 2,6 | 2,1 | 3,3 | 0,9 | 1,6 | 2,0 | 0,3 | 3,6 | . | . | . |
| 2017 Août | 100,4 | 2,6 | 2,7 | 2,2 | 3,0 | 1,0 | 2,2 | 3,2 | 0,3 | 3,4 | - | - | - |
| Septembre | 100,8 | 2,9 | 3,0 | 2,3 | 3,2 | 1,0 | 2,2 | 3,0 | 0,3 | 4,4 | - | - | - |
| Octobre | 101,2 | 2,5 | 2,6 | 2,3 | 3,5 | 0,9 | 1,8 | 2,4 | 0,2 | 3,1 | - | - | - |
| Novembre | 101,8 | 2,8 | 3,0 | 2,1 | 3,2 | 1,0 | 1,6 | 2,1 | 0,3 | 5,1 | - | - | - |
| Décembre | 101,9 | 2,2 | 2,2 | 1,9 | 3,0 | 0,9 | 1,4 | 1,7 | 0,4 | 2,7 | - | - | - |
| 2018 Janvier | 102,3 | 1,5 | 2,0 | 1,9 | 2,8 | 1,1 | 1,2 | 1,3 | 0,6 | 0,5 | - | - | - |

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

1) Ventes domestiques uniquement.

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

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

| | Déflateurs du PIB | | | | | | | | Prix du pétrole (euros par baril) | Prix des matières premières hors énergie (en euros) | | | | | |
|----------------|---------------------------------|-------|--------------------|---------------------|-----------------------|---------------------------------|----------------------------|----------------------------|-----------------------------------|---|--------------|------------------|--|--------------|------------------|
| | Total (cvs ; indice 2010 = 100) | Total | Demande intérieure | | | | Exportations ¹⁾ | Importations ¹⁾ | | Pondération fondée sur les importations ²⁾ | | | Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾ | | |
| | | | Total | Consommation privée | Consommation publique | Formation brute de capital fixe | | | | Total | Alimentaires | Non alimentaires | Total | Alimentaires | Non alimentaires |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | |
| % du total | | | | | | | | | 100,0 | 45,4 | 54,6 | 100,0 | 50,4 | 49,6 | |
| 2015 | 106,0 | 1,4 | 0,4 | 0,3 | 0,5 | 0,8 | 0,3 | -2,0 | 47,1 | 0,0 | 4,2 | -4,5 | 2,9 | 7,0 | -2,7 |
| 2016 | 106,8 | 0,8 | 0,4 | 0,4 | 0,6 | 0,8 | -1,5 | -2,5 | 39,9 | -3,5 | -3,9 | -3,2 | -7,3 | -10,3 | -2,9 |
| 2017 | 108,0 | 1,1 | 1,5 | 1,4 | 1,1 | 1,4 | 1,9 | 2,8 | 48,1 | 5,9 | -3,3 | 16,3 | 5,5 | -3,1 | 17,2 |
| 2017 T1 | 107,4 | 0,8 | 1,5 | 1,6 | 1,0 | 1,3 | 2,5 | 4,5 | 50,8 | 18,3 | 5,9 | 33,2 | 13,0 | 0,1 | 32,4 |
| T2 | 107,9 | 1,2 | 1,5 | 1,4 | 1,1 | 1,4 | 2,4 | 3,2 | 45,6 | 6,8 | -2,7 | 18,2 | 6,7 | -2,4 | 19,9 |
| T3 | 108,3 | 1,3 | 1,6 | 1,3 | 1,2 | 1,5 | 1,5 | 2,0 | 44,0 | 1,7 | -7,4 | 11,9 | 2,4 | -5,7 | 13,0 |
| T4 | 108,6 | 1,2 | 1,5 | 1,3 | 1,2 | 1,5 | 1,2 | 1,7 | 52,2 | -2,4 | -8,9 | 4,4 | 0,1 | -4,7 | 5,9 |
| 2017 Septembre | - | - | - | - | - | - | - | - | 46,3 | 3,1 | -7,2 | 14,7 | 4,1 | -4,8 | 15,8 |
| Octobre | - | - | - | - | - | - | - | - | 49,0 | 2,6 | -6,1 | 12,0 | 5,2 | -1,2 | 13,2 |
| Novembre | - | - | - | - | - | - | - | - | 53,3 | -2,6 | -8,3 | 3,2 | 0,3 | -3,5 | 4,8 |
| Décembre | - | - | - | - | - | - | - | - | 54,2 | -6,6 | -12,2 | -1,2 | -4,7 | -9,2 | 0,4 |
| 2018 Janvier | - | - | - | - | - | - | - | - | 56,6 | -7,9 | -15,3 | -0,5 | -6,3 | -12,7 | 1,2 |
| Février | - | - | - | - | - | - | - | - | 53,0 | . | . | . | . | . | . |

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

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

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

4 Prix et coûts

4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

| | Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage) | | | | | Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion) | | | |
|----------------|---|-----------------------|----------|--------------|--|--|----------|-----------------------------|----------|
| | Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois) | | | | Évolution des prix à la consomma- tion sur les 12 derniers mois | Prix des consommations intermédiaires | | Prix facturés | |
| | Industrie manufacturière | Commerce de détail | Services | Construction | | Industrie manufacturière | Services | Industrie manufacturière | Services |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 |
| 1999-2014 | 4,4 | – | – | -3,0 | 33,5 | 57,2 | 56,5 | – | 49,8 |
| 2015 | -2,7 | 1,3 | 2,7 | -13,3 | -0,2 | 48,9 | 53,5 | 49,6 | 49,0 |
| 2016 | -0,3 | 1,7 | 4,4 | -7,2 | 0,2 | 49,8 | 53,9 | 49,3 | 49,6 |
| 2017 | 9,1 | 5,5 | 6,9 | 2,6 | 12,3 | 64,6 | 56,3 | 55,1 | 51,6 |
| 2017 T1 | 9,0 | 5,4 | 6,4 | -3,5 | 12,9 | 67,8 | 56,7 | 55,0 | 51,4 |
| T2 | 7,9 | 4,2 | 5,9 | 2,0 | 12,3 | 62,5 | 55,9 | 54,6 | 51,5 |
| T3 | 8,7 | 4,8 | 6,8 | 3,5 | 10,4 | 60,4 | 55,7 | 54,4 | 51,4 |
| T4 | 10,9 | 7,6 | 8,4 | 8,3 | 13,8 | 67,9 | 56,9 | 56,3 | 52,1 |
| 2017 Septembre | 10,5 | 6,1 | 8,0 | 4,5 | 11,4 | 64,0 | 56,3 | 55,2 | 51,8 |
| Octobre | 8,7 | 8,4 | 8,6 | 8,1 | 13,0 | 66,4 | 56,7 | 55,8 | 52,1 |
| Novembre | 11,1 | 7,5 | 8,2 | 8,2 | 14,7 | 69,4 | 56,9 | 56,8 | 52,1 |
| Décembre | 13,0 | 6,8 | 8,3 | 8,6 | 13,6 | 67,9 | 57,1 | 56,3 | 52,0 |
| 2018 Janvier | 12,4 | 7,5 | 9,8 | 10,8 | 17,3 | 70,7 | 58,4 | 58,1 | 53,6 |
| Février | 12,6 | 7,0 | 9,5 | 10,1 | 18,3 | 68,7 | 56,9 | 58,4 | 52,9 |

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

4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

| | Total (indice : 2012 = 100) | Total | Par composante | | Pour une sélection d'activités | | Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾ |
|--------------------|-----------------------------------|-------|----------------------------|---|--------------------------------|---|--|
| | | | Salaires et traitements | Cotisations sociales des employeurs | Économie marchande | Principalement économie non marchande | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| % du total en 2012 | 100,0 | 100,0 | 74,6 | 25,4 | 69,3 | 30,7 | |
| 2015 | 104,3 | 1,6 | 1,9 | 0,7 | 1,6 | 1,6 | 1,5 |
| 2016 | 105,8 | 1,5 | 1,5 | 1,6 | 1,4 | 1,5 | 1,4 |
| 2017 | . | . | . | . | . | . | 1,5 |
| 2017 T1 | 100,5 | 1,4 | 1,3 | 1,6 | 1,3 | 1,7 | 1,6 |
| T2 | 111,2 | 1,8 | 2,1 | 0,8 | 1,9 | 1,4 | 1,5 |
| T3 | 104,2 | 1,6 | 1,7 | 1,6 | 2,0 | 0,9 | 1,5 |
| T4 | . | . | . | . | . | . | 1,6 |

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 | | | | | | | | | |
|---|-----------------------------------|-------|--|---|--------------|--|--------------------------------------|---|---------------------------|---|---|--|
| | | | Agriculture, sylviculture et pêche | Industrie manufacturière, énergie et services publics | Construction | Commerce, transport, hébergement et restaura- tion | Information et communi- cation | Activités financières et d'assu- rance | Activités immobilières | Activités spécialisées de services aux entre- prises et de soutien | Adminis-tration publique, enseigne- ment, santé et action sociale | Arts, spectacles et autres activités de services |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| Coûts unitaires de main-d'œuvre | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 104,4 | 0,7 | -1,4 | -1,0 | 1,3 | 0,3 | -1,4 | 3,0 | 1,7 | 1,3 | 1,6 | 1,6 |
| 2015 | 104,8 | 0,4 | -3,4 | -1,8 | 0,5 | 1,0 | 0,9 | 0,7 | 2,1 | 1,6 | 1,3 | 1,4 |
| 2016 | 105,6 | 0,8 | 2,2 | 0,0 | -0,5 | 1,1 | 0,1 | 2,0 | 4,3 | 0,8 | 1,2 | 1,3 |
| 2016 T4 | 106,0 | 0,8 | 3,8 | -0,5 | -0,4 | 1,0 | -0,6 | 2,4 | 4,9 | 1,0 | 1,2 | 1,4 |
| 2017 T1 | 106,3 | 0,9 | 0,8 | 0,4 | 0,0 | 0,4 | -1,0 | 1,8 | 4,2 | 1,8 | 1,6 | 1,8 |
| T2 | 106,3 | 0,8 | 0,7 | -0,4 | -0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,7 | 5,9 | 2,4 | 1,7 | 2,3 |
| T3 | 106,5 | 0,7 | -0,1 | -1,0 | -0,2 | 0,5 | 1,1 | 0,0 | 4,0 | 2,0 | 1,3 | 1,9 |
| Rémunération par tête | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 106,6 | 1,4 | 0,2 | 2,1 | 1,6 | 1,2 | 2,2 | 2,0 | 1,9 | 1,7 | 1,1 | 1,0 |
| 2015 | 108,1 | 1,4 | 0,8 | 1,9 | 0,9 | 1,5 | 2,8 | 0,7 | 1,4 | 1,6 | 1,2 | 1,9 |
| 2016 | 109,5 | 1,2 | 1,5 | 1,3 | 1,4 | 1,4 | 0,6 | 2,2 | 3,4 | 0,8 | 1,2 | 1,5 |
| 2016 T4 | 110,2 | 1,4 | 1,5 | 1,4 | 0,9 | 1,6 | 0,6 | 2,2 | 3,4 | 0,9 | 1,5 | 1,9 |
| 2017 T1 | 110,6 | 1,4 | 0,2 | 1,4 | 0,9 | 1,4 | 0,6 | 1,8 | 3,5 | 2,1 | 1,6 | 1,5 |
| T2 | 111,0 | 1,6 | 0,6 | 1,5 | 1,4 | 1,4 | 1,6 | 1,6 | 5,1 | 2,2 | 1,8 | 1,4 |
| T3 | 111,5 | 1,6 | 1,0 | 1,5 | 0,6 | 1,8 | 2,4 | 1,2 | 3,5 | 2,8 | 1,7 | 1,2 |
| Productivité par personne employée | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 102,1 | 0,7 | 1,7 | 3,1 | 0,3 | 0,9 | 3,6 | -0,9 | 0,2 | 0,4 | -0,5 | -0,6 |
| 2015 | 103,2 | 1,0 | 4,4 | 3,7 | 0,4 | 0,5 | 1,9 | 0,0 | -0,7 | 0,1 | -0,1 | 0,5 |
| 2016 | 103,7 | 0,5 | -0,8 | 1,3 | 1,9 | 0,3 | 0,6 | 0,2 | -0,9 | 0,0 | 0,0 | 0,1 |
| 2016 T4 | 103,9 | 0,6 | -2,2 | 2,0 | 1,3 | 0,5 | 1,2 | -0,3 | -1,4 | -0,1 | 0,2 | 0,5 |
| 2017 T1 | 104,1 | 0,5 | -0,5 | 0,9 | 0,9 | 1,1 | 1,7 | -0,1 | -0,6 | 0,3 | -0,1 | -0,3 |
| T2 | 104,4 | 0,8 | -0,2 | 1,9 | 1,6 | 1,5 | 1,6 | 0,9 | -0,8 | -0,1 | 0,1 | -0,9 |
| T3 | 104,7 | 1,0 | 1,1 | 2,6 | 0,7 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | -0,5 | 0,7 | 0,4 | -0,7 |
| Rémunération par heure travaillée | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 108,5 | 1,3 | 1,1 | 1,7 | 1,1 | 1,4 | 2,0 | 2,0 | 1,7 | 1,3 | 0,8 | 1,4 |
| 2015 | 109,9 | 1,3 | 0,7 | 1,5 | 0,3 | 1,6 | 1,8 | 0,7 | 0,6 | 1,2 | 1,3 | 1,8 |
| 2016 | 111,4 | 1,3 | 0,9 | 1,2 | 1,4 | 1,4 | 1,0 | 1,7 | 3,5 | 0,7 | 1,5 | 1,6 |
| 2016 T4 | 112,2 | 1,6 | 2,2 | 1,3 | 1,2 | 1,8 | 1,1 | 2,2 | 4,3 | 1,0 | 1,8 | 2,3 |
| 2017 T1 | 112,4 | 1,5 | 0,7 | 1,2 | 0,6 | 1,6 | 0,8 | 1,5 | 3,5 | 2,0 | 1,9 | 1,5 |
| T2 | 112,8 | 1,6 | 1,8 | 1,1 | 1,1 | 1,6 | 1,9 | 2,3 | 5,5 | 2,3 | 2,0 | 1,2 |
| T3 | 113,2 | 1,4 | 0,1 | 1,0 | 0,0 | 1,6 | 2,6 | 1,0 | 3,6 | 2,7 | 1,8 | 0,5 |
| Productivité horaire du travail | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | 104,2 | 0,8 | 2,0 | 2,8 | -0,1 | 1,3 | 3,7 | -0,9 | 0,5 | 0,3 | -0,8 | -0,1 |
| 2015 | 105,2 | 1,0 | 3,4 | 3,3 | -0,2 | 0,9 | 0,9 | -0,1 | -1,0 | 0,0 | 0,0 | 0,2 |
| 2016 | 105,8 | 0,6 | -0,8 | 1,2 | 1,7 | 0,4 | 1,0 | -0,4 | -1,1 | 0,0 | 0,3 | 0,3 |
| 2016 T4 | 106,2 | 0,9 | -1,1 | 1,8 | 1,7 | 0,9 | 1,8 | -0,4 | -1,3 | 0,1 | 0,6 | 0,9 |
| 2017 T1 | 106,2 | 0,7 | 1,0 | 0,8 | 0,8 | 1,5 | 2,0 | -0,3 | -1,1 | 0,6 | 0,2 | -0,3 |
| T2 | 106,5 | 0,9 | 0,9 | 1,6 | 1,4 | 1,5 | 1,9 | 1,5 | -0,7 | 0,3 | 0,3 | -0,9 |
| T3 | 106,8 | 0,9 | 1,1 | 2,1 | 0,6 | 1,2 | 1,9 | 1,0 | -0,4 | 0,8 | 0,5 | -1,0 |

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5 Monnaie et crédit

5.1 Agrégats monétaires ¹⁾

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

| | M3 | | | | | | | | | | | |
|-----------------------------|--------------------|--------------|------------------------------------|---|---------|----------|--|---------------------------------------|-------|-------|-------|----------|
| | M2 | | | | | M3-M2 | | | | | | |
| | M1 | | M2-M1 | | | Pensions | Parts de fonds d'investissement monétaires | Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans | | | | |
| | Monnaie fiduciaire | Dépôts à vue | Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans | Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois | | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | |
| Encours | | | | | | | | | | | | |
| 2015 | 1 037,7 | 5 575,8 | 6 613,5 | 1 444,1 | 2 159,7 | 3 603,8 | 10 217,2 | 74,5 | 485,1 | 75,6 | 635,2 | 10 852,4 |
| 2016 | 1 075,1 | 6 084,2 | 7 159,3 | 1 328,6 | 2 221,2 | 3 549,9 | 10 709,1 | 70,4 | 523,2 | 95,7 | 689,2 | 11 398,3 |
| 2017 | 1 112,0 | 6 636,5 | 7 748,5 | 1 193,1 | 2 261,2 | 3 454,3 | 11 202,8 | 75,8 | 509,4 | 75,8 | 660,9 | 11 863,8 |
| 2017 T1 | 1 087,2 | 6 248,3 | 7 335,4 | 1 304,7 | 2 225,7 | 3 530,4 | 10 865,8 | 74,4 | 531,6 | 100,2 | 706,2 | 11 572,0 |
| T2 | 1 094,9 | 6 383,7 | 7 478,6 | 1 258,1 | 2 237,4 | 3 495,6 | 10 974,2 | 68,2 | 513,7 | 80,1 | 662,1 | 11 636,3 |
| T3 | 1 103,9 | 6 532,5 | 7 636,4 | 1 222,3 | 2 251,4 | 3 473,7 | 11 110,0 | 66,6 | 530,6 | 80,1 | 677,4 | 11 787,4 |
| T4 | 1 112,0 | 6 636,5 | 7 748,5 | 1 193,1 | 2 261,2 | 3 454,3 | 11 202,8 | 75,8 | 509,4 | 75,8 | 660,9 | 11 863,8 |
| 2017 Août | 1 099,5 | 6 486,7 | 7 586,2 | 1 238,7 | 2 248,0 | 3 486,7 | 11 072,8 | 70,5 | 521,0 | 76,8 | 668,3 | 11 741,1 |
| Septembre | 1 103,9 | 6 532,5 | 7 636,4 | 1 222,3 | 2 251,4 | 3 473,7 | 11 110,0 | 66,6 | 530,6 | 80,1 | 677,4 | 11 787,4 |
| Octobre | 1 110,0 | 6 549,2 | 7 659,2 | 1 216,5 | 2 258,6 | 3 475,1 | 11 134,3 | 68,9 | 528,1 | 68,4 | 665,4 | 11 799,8 |
| Novembre | 1 110,2 | 6 614,7 | 7 724,8 | 1 200,4 | 2 258,9 | 3 459,3 | 11 184,2 | 78,4 | 518,8 | 77,4 | 674,6 | 11 858,8 |
| Décembre | 1 112,0 | 6 636,5 | 7 748,5 | 1 193,1 | 2 261,2 | 3 454,3 | 11 202,8 | 75,8 | 509,4 | 75,8 | 660,9 | 11 863,8 |
| 2018 Janvier ^(p) | 1 114,5 | 6 683,1 | 7 797,6 | 1 199,4 | 2 263,7 | 3 463,2 | 11 260,8 | 72,3 | 513,3 | 58,7 | 644,3 | 11 905,1 |
| Flux | | | | | | | | | | | | |
| 2015 | 66,5 | 566,9 | 633,3 | -134,5 | 12,3 | -122,2 | 511,2 | -47,4 | 49,7 | -27,2 | -25,0 | 486,1 |
| 2016 | 37,5 | 541,9 | 579,5 | -105,8 | 16,0 | -89,7 | 489,7 | -4,2 | 38,0 | 16,1 | 49,8 | 539,6 |
| 2017 | 37,1 | 586,7 | 623,8 | -112,2 | 36,3 | -75,9 | 547,9 | 6,8 | -13,7 | -22,8 | -29,6 | 518,3 |
| 2017 T1 | 12,1 | 166,9 | 178,9 | -21,6 | 4,4 | -17,2 | 161,7 | 4,1 | 8,5 | 4,0 | 16,5 | 178,2 |
| T2 | 7,8 | 154,9 | 162,7 | -36,8 | 11,3 | -25,5 | 137,2 | -5,6 | -17,5 | -20,8 | -44,0 | 93,2 |
| T3 | 9,1 | 157,6 | 166,7 | -32,7 | 10,8 | -21,9 | 144,8 | -1,1 | 16,8 | 2,7 | 18,4 | 163,2 |
| T4 | 8,2 | 107,3 | 115,5 | -21,1 | 9,8 | -11,3 | 104,2 | 9,5 | -21,4 | -8,6 | -20,6 | 83,6 |
| 2017 Août | 4,6 | 62,6 | 67,2 | -6,1 | 5,0 | -1,1 | 66,1 | 4,5 | 2,8 | -2,0 | 5,3 | 71,4 |
| Septembre | 4,4 | 45,0 | 49,4 | -16,5 | 3,4 | -13,1 | 36,3 | -3,9 | 9,7 | 5,5 | 11,3 | 47,6 |
| Octobre | 6,2 | 13,6 | 19,8 | -6,9 | 7,2 | 0,3 | 20,1 | 2,2 | -2,6 | -11,8 | -12,2 | 7,8 |
| Novembre | 0,1 | 69,3 | 69,4 | -8,0 | 0,4 | -7,6 | 61,9 | 9,8 | -9,4 | 5,0 | 5,5 | 67,3 |
| Décembre | 1,9 | 24,3 | 26,2 | -6,2 | 2,3 | -4,0 | 22,2 | -2,5 | -9,5 | -1,8 | -13,8 | 8,4 |
| 2018 Janvier ^(p) | 2,4 | 53,7 | 56,1 | 8,9 | 4,2 | 13,0 | 69,2 | -3,1 | 3,9 | -16,0 | -15,2 | 53,9 |
| Taux de croissance | | | | | | | | | | | | |
| 2015 | 6,8 | 11,3 | 10,6 | -8,5 | 0,6 | -3,3 | 5,3 | -38,9 | 11,4 | -25,4 | -3,8 | 4,7 |
| 2016 | 3,6 | 9,7 | 8,8 | -7,4 | 0,7 | -2,5 | 4,8 | -5,7 | 7,8 | 21,0 | 7,8 | 5,0 |
| 2017 | 3,4 | 9,7 | 8,7 | -8,5 | 1,6 | -2,1 | 5,1 | 9,8 | -2,6 | -24,0 | -4,3 | 4,6 |
| 2017 T1 | 3,7 | 9,9 | 9,0 | -7,6 | 0,7 | -2,6 | 5,0 | -14,5 | 12,9 | 3,9 | 7,9 | 5,1 |
| T2 | 3,8 | 10,6 | 9,6 | -9,4 | 1,0 | -3,1 | 5,2 | -18,6 | 5,0 | -16,4 | -1,0 | 4,8 |
| T3 | 3,5 | 11,0 | 9,9 | -10,5 | 1,4 | -3,2 | 5,4 | -13,2 | 5,6 | -12,0 | 1,1 | 5,2 |
| T4 | 3,4 | 9,7 | 8,7 | -8,5 | 1,6 | -2,1 | 5,1 | 9,8 | -2,6 | -24,0 | -4,3 | 4,6 |
| 2017 Août | 3,5 | 10,7 | 9,6 | -9,2 | 1,2 | -2,8 | 5,4 | -11,3 | 6,2 | -24,9 | -0,6 | 5,0 |
| Septembre | 3,5 | 11,0 | 9,9 | -10,5 | 1,4 | -3,2 | 5,4 | -13,2 | 5,6 | -12,0 | 1,1 | 5,2 |
| Octobre | 3,5 | 10,5 | 9,5 | -9,8 | 1,7 | -2,7 | 5,4 | -6,1 | 3,5 | -24,4 | -1,2 | 5,0 |
| Novembre | 3,3 | 10,2 | 9,2 | -9,4 | 1,7 | -2,5 | 5,3 | 10,0 | 1,4 | -23,2 | -1,2 | 4,9 |
| Décembre | 3,4 | 9,7 | 8,7 | -8,5 | 1,6 | -2,1 | 5,1 | 9,8 | -2,6 | -24,0 | -4,3 | 4,6 |
| 2018 Janvier ^(p) | 3,1 | 9,9 | 8,9 | -7,9 | 1,7 | -1,9 | 5,3 | -4,7 | -1,2 | -37,8 | -6,6 | 4,6 |

Source : BCE.

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

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3 ¹⁾

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

| | Sociétés non financières ²⁾ | | | | | Ménages ³⁾ | | | | | Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ²⁾ | Sociétés d'assurance et fonds de pension | Autres administrations publiques ⁴⁾ |
|-----------------------------|--|--------------|------------------------------------|---|----------|-----------------------|--------------|------------------------------------|---|----------|---|--|--|
| | Total | Dépôts à vue | Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans | Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois | Pensions | Total | Dépôts à vue | Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans | Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois | Pensions | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| Encours | | | | | | | | | | | | | |
| 2015 | 1 953,2 | 1 503,9 | 323,6 | 117,4 | 8,3 | 5 750,7 | 3 060,7 | 695,0 | 1 992,3 | 2,7 | 957,9 | 226,6 | 365,5 |
| 2016 | 2 082,3 | 1 617,4 | 296,2 | 160,3 | 8,4 | 6 051,6 | 3 401,2 | 643,8 | 2 004,7 | 1,9 | 989,1 | 198,2 | 383,2 |
| 2017 | 2 243,2 | 1 786,8 | 287,1 | 159,8 | 9,5 | 6 302,0 | 3 699,1 | 560,2 | 2 042,0 | 0,6 | 1 011,1 | 200,4 | 409,9 |
| 2017 T1 | 2 160,4 | 1 694,9 | 301,4 | 157,6 | 6,5 | 6 136,0 | 3 498,1 | 620,5 | 2 014,8 | 2,6 | 972,9 | 191,5 | 392,2 |
| T2 | 2 189,9 | 1 732,0 | 293,5 | 158,0 | 6,4 | 6 187,6 | 3 560,6 | 599,2 | 2 025,5 | 2,3 | 970,3 | 196,5 | 403,1 |
| T3 | 2 219,8 | 1 770,4 | 285,9 | 158,3 | 5,3 | 6 255,7 | 3 635,2 | 582,0 | 2 036,6 | 2,0 | 977,1 | 201,0 | 419,2 |
| T4 | 2 243,2 | 1 786,8 | 287,1 | 159,8 | 9,5 | 6 302,0 | 3 699,1 | 560,2 | 2 042,0 | 0,6 | 1 011,1 | 200,4 | 409,9 |
| 2017 Août | 2 207,1 | 1 756,5 | 286,8 | 158,2 | 5,7 | 6 231,9 | 3 607,2 | 588,4 | 2 034,3 | 2,0 | 988,4 | 199,3 | 417,0 |
| Septembre | 2 219,8 | 1 770,4 | 285,9 | 158,3 | 5,3 | 6 255,7 | 3 635,2 | 582,0 | 2 036,6 | 2,0 | 977,1 | 201,0 | 419,2 |
| Octobre | 2 231,4 | 1 786,0 | 280,5 | 159,3 | 5,5 | 6 293,9 | 3 675,1 | 574,4 | 2 042,2 | 2,2 | 946,0 | 202,7 | 419,3 |
| Novembre | 2 247,7 | 1 797,9 | 282,2 | 159,6 | 7,9 | 6 295,3 | 3 683,7 | 567,1 | 2 042,5 | 2,0 | 989,3 | 208,1 | 412,1 |
| Décembre | 2 243,2 | 1 786,8 | 287,1 | 159,8 | 9,5 | 6 302,0 | 3 699,1 | 560,2 | 2 042,0 | 0,6 | 1 011,1 | 200,4 | 409,9 |
| 2018 Janvier ^(p) | 2 283,7 | 1 823,3 | 291,4 | 158,5 | 10,5 | 6 329,7 | 3 726,1 | 554,6 | 2 047,3 | 1,7 | 988,5 | 202,1 | 414,7 |
| Flux | | | | | | | | | | | | | |
| 2015 | 85,1 | 124,3 | -32,9 | 4,9 | -11,2 | 194,7 | 303,8 | -109,8 | 1,2 | -0,4 | 88,3 | -0,5 | 29,6 |
| 2016 | 128,0 | 151,8 | -24,2 | 0,2 | 0,2 | 299,9 | 333,6 | -46,5 | 13,7 | -0,8 | 30,9 | -29,6 | 18,8 |
| 2017 | 178,8 | 180,3 | -2,6 | -0,1 | 1,1 | 254,0 | 304,1 | -82,2 | 33,4 | -1,3 | 53,8 | 4,1 | 27,0 |
| 2017 T1 | 81,1 | 79,0 | 6,5 | -2,6 | -1,9 | 84,6 | 97,4 | -23,6 | 10,0 | 0,7 | -14,6 | -6,4 | 9,0 |
| T2 | 39,1 | 43,1 | -4,8 | 0,7 | 0,0 | 54,8 | 65,7 | -20,4 | 9,9 | -0,3 | 14,0 | 5,3 | 10,7 |
| T3 | 35,2 | 41,8 | -5,8 | 0,3 | -1,1 | 66,4 | 75,6 | -16,8 | 8,0 | -0,3 | 12,1 | 4,8 | 16,2 |
| T4 | 23,5 | 16,3 | 1,5 | 1,5 | 4,2 | 48,2 | 65,4 | -21,4 | 5,5 | -1,3 | 42,3 | 0,4 | -8,9 |
| 2017 Août | 14,4 | 16,3 | -2,3 | 0,8 | -0,4 | 27,1 | 28,9 | -4,7 | 3,0 | 0,0 | 12,2 | 4,6 | 7,7 |
| Septembre | 12,1 | 13,2 | -0,7 | 0,1 | -0,5 | 23,8 | 28,0 | -6,4 | 2,2 | -0,1 | -11,7 | 1,7 | 2,1 |
| Octobre | 9,7 | 14,3 | -5,9 | 1,0 | 0,3 | 37,6 | 39,4 | -7,7 | 5,6 | 0,2 | -32,8 | 1,7 | 0,0 |
| Novembre | 18,0 | 13,1 | 2,1 | 0,3 | 2,4 | 2,3 | 9,3 | -7,1 | 0,3 | -0,2 | 52,2 | 5,6 | -6,5 |
| Décembre | -4,2 | -11,1 | 5,3 | 0,1 | 1,5 | 8,3 | 16,7 | -6,7 | -0,4 | -1,4 | 22,9 | -6,8 | -2,3 |
| 2018 Janvier ^(p) | 44,6 | 39,5 | 5,3 | -1,3 | 1,1 | 30,7 | 28,0 | -5,1 | 6,8 | 1,0 | -18,4 | 1,9 | 4,8 |
| Taux de croissance | | | | | | | | | | | | | |
| 2015 | 4,6 | 9,0 | -9,2 | 4,4 | -57,6 | 3,5 | 11,0 | -13,6 | 0,1 | -13,2 | 10,2 | -0,2 | 8,8 |
| 2016 | 6,7 | 10,1 | -7,5 | 0,2 | 2,1 | 5,2 | 10,9 | -6,7 | 0,6 | -29,9 | 3,1 | -13,0 | 5,2 |
| 2017 | 8,6 | 11,2 | -0,9 | 0,0 | 13,8 | 4,2 | 8,9 | -12,8 | 1,7 | -65,9 | 5,6 | 2,1 | 7,0 |
| 2017 T1 | 7,8 | 11,5 | -5,4 | -1,4 | -32,6 | 5,3 | 11,4 | -10,1 | 1,0 | 1,6 | 1,4 | -13,0 | 4,1 |
| T2 | 8,1 | 11,5 | -4,3 | -1,6 | -21,4 | 4,8 | 10,7 | -12,4 | 1,3 | -25,3 | 3,2 | -6,2 | 6,1 |
| T3 | 8,1 | 12,2 | -7,3 | -1,8 | -42,3 | 4,6 | 9,9 | -12,6 | 1,6 | -25,3 | 5,7 | -2,0 | 9,0 |
| T4 | 8,6 | 11,2 | -0,9 | 0,0 | 13,8 | 4,2 | 8,9 | -12,8 | 1,7 | -65,9 | 5,6 | 2,1 | 7,0 |
| 2017 Août | 8,2 | 11,7 | -5,1 | -1,3 | -32,2 | 4,5 | 9,9 | -12,4 | 1,5 | -28,8 | 6,3 | -5,9 | 8,7 |
| Septembre | 8,1 | 12,2 | -7,3 | -1,8 | -42,3 | 4,6 | 9,9 | -12,6 | 1,6 | -25,3 | 5,7 | -2,0 | 9,0 |
| Octobre | 8,4 | 12,2 | -7,1 | -1,1 | -20,0 | 4,8 | 10,1 | -12,9 | 1,8 | -21,3 | 4,2 | -1,5 | 7,3 |
| Novembre | 8,5 | 11,9 | -5,7 | -0,1 | -4,9 | 4,4 | 9,4 | -12,9 | 1,7 | -17,5 | 6,2 | 1,1 | 7,6 |
| Décembre | 8,6 | 11,2 | -0,9 | 0,0 | 13,8 | 4,2 | 8,9 | -12,8 | 1,7 | -65,9 | 5,6 | 2,1 | 7,0 |
| 2018 Janvier ^(p) | 8,5 | 10,8 | -0,8 | 0,2 | 48,5 | 4,1 | 8,6 | -12,6 | 1,7 | -37,1 | 7,6 | 4,2 | 5,9 |

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

5.3 Créances sur les résidents de la zone euro ¹⁾

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

| | Créances sur les administrations publiques | | | Créances sur les autres résidents de la zone euro | | | | | | | | |
|-----------------------------|--|---------|-------------------|---|----------|--|---------------------------|---|--|-------------------|-------------------|---|
| | Total | Prêts | Titres de créance | Total | Prêts | | | | | | Titres de créance | Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires |
| | | | | | Total | Aux sociétés non financières ³⁾ | Aux ménages ⁴⁾ | Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension ³⁾ | Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension | Titres de créance | | |
| | | | | | | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | |
| Encours | | | | | | | | | | | | |
| 2015 | 3 901,3 | 1 113,5 | 2 785,4 | 12 599,8 | 10 509,6 | 10 805,0 | 4 290,2 | 5 308,7 | 787,1 | 123,8 | 1 307,8 | 782,4 |
| 2016 | 4 393,6 | 1 083,3 | 3 297,1 | 12 840,2 | 10 670,8 | 10 978,6 | 4 313,6 | 5 409,8 | 834,6 | 112,7 | 1 385,4 | 784,0 |
| 2017 | 4 631,1 | 1 032,5 | 3 584,7 | 13 114,3 | 10 872,9 | 11 170,0 | 4 325,0 | 5 597,9 | 841,1 | 108,8 | 1 439,9 | 801,5 |
| 2017 T1 | 4 434,5 | 1 071,6 | 3 348,8 | 12 968,5 | 10 752,7 | 11 046,5 | 4 332,8 | 5 456,8 | 850,3 | 112,9 | 1 423,2 | 792,6 |
| T2 | 4 463,9 | 1 064,5 | 3 385,2 | 12 966,1 | 10 731,8 | 11 049,2 | 4 301,9 | 5 485,1 | 832,1 | 112,7 | 1 437,8 | 796,5 |
| T3 | 4 548,3 | 1 050,5 | 3 483,7 | 13 018,5 | 10 785,6 | 11 103,7 | 4 306,3 | 5 522,6 | 844,7 | 111,9 | 1 438,8 | 794,1 |
| T4 | 4 631,1 | 1 032,5 | 3 584,7 | 13 114,3 | 10 872,9 | 11 170,0 | 4 325,0 | 5 597,9 | 841,1 | 108,8 | 1 439,9 | 801,5 |
| 2017 Août | 4 541,5 | 1 057,1 | 3 470,0 | 12 993,7 | 10 762,9 | 11 085,5 | 4 306,1 | 5 506,8 | 835,3 | 114,7 | 1 440,5 | 790,4 |
| Septembre | 4 548,3 | 1 050,5 | 3 483,7 | 13 018,5 | 10 785,6 | 11 103,7 | 4 306,3 | 5 522,6 | 844,7 | 111,9 | 1 438,8 | 794,1 |
| Octobre | 4 559,0 | 1 044,7 | 3 500,5 | 13 063,2 | 10 830,3 | 11 147,3 | 4 331,9 | 5 534,6 | 851,6 | 112,1 | 1 432,6 | 800,4 |
| Novembre | 4 581,9 | 1 041,6 | 3 526,4 | 13 091,1 | 10 858,4 | 11 170,0 | 4 344,6 | 5 550,7 | 848,1 | 115,0 | 1 426,9 | 805,8 |
| Décembre | 4 631,1 | 1 032,5 | 3 584,7 | 13 114,3 | 10 872,9 | 11 170,0 | 4 325,0 | 5 597,9 | 841,1 | 108,8 | 1 439,9 | 801,5 |
| 2018 Janvier ^(p) | 4 596,9 | 1 030,7 | 3 552,0 | 13 183,6 | 10 930,9 | 11 226,8 | 4 352,6 | 5 604,1 | 861,6 | 112,6 | 1 450,1 | 802,6 |
| Flux | | | | | | | | | | | | |
| 2015 | 295,3 | -21,0 | 316,0 | 82,9 | 55,9 | 76,0 | -15,0 | 98,5 | -22,0 | -5,7 | 25,6 | 1,5 |
| 2016 | 488,3 | -34,6 | 522,8 | 316,5 | 233,7 | 258,3 | 81,6 | 119,6 | 43,6 | -11,1 | 78,8 | 4,1 |
| 2017 | 290,1 | -43,4 | 332,9 | 367,0 | 278,1 | 316,1 | 80,0 | 179,6 | 22,1 | -3,6 | 64,0 | 25,0 |
| 2017 T1 | 77,4 | -11,1 | 88,0 | 143,3 | 96,4 | 86,4 | 26,4 | 49,2 | 20,6 | 0,2 | 36,7 | 10,1 |
| T2 | 34,6 | -5,2 | 39,8 | 58,5 | 27,2 | 49,6 | 0,1 | 37,6 | -10,5 | 0,0 | 19,4 | 12,0 |
| T3 | 88,7 | -10,8 | 99,6 | 77,1 | 78,8 | 86,8 | 22,1 | 42,6 | 14,8 | -0,7 | 2,1 | -3,8 |
| T4 | 89,4 | -16,3 | 105,5 | 88,1 | 75,7 | 93,4 | 31,3 | 50,2 | -2,8 | -3,0 | 5,8 | 6,7 |
| 2017 Août | 39,3 | -1,3 | 40,5 | 17,7 | 33,3 | 22,4 | 4,6 | 23,5 | 4,6 | 0,6 | -14,4 | -1,2 |
| Septembre | 16,6 | -3,5 | 20,4 | 25,4 | 27,4 | 27,3 | 5,9 | 17,5 | 6,7 | -2,8 | -1,5 | -0,5 |
| Octobre | 4,2 | -5,7 | 9,9 | 38,3 | 44,4 | 44,8 | 26,2 | 12,6 | 5,3 | 0,2 | -8,8 | 2,7 |
| Novembre | 20,8 | -1,4 | 22,2 | 43,9 | 35,5 | 32,9 | 16,0 | 18,4 | -1,8 | 2,9 | 0,3 | 8,1 |
| Décembre | 64,4 | -9,1 | 73,4 | 6,0 | -4,2 | 15,7 | -10,9 | 19,1 | -6,2 | -6,2 | 14,2 | -4,1 |
| 2018 Janvier ^(p) | -30,0 | -1,0 | -29,3 | 77,8 | 66,9 | 65,5 | 32,4 | 7,5 | 23,2 | 3,9 | 11,1 | -0,3 |
| Taux de croissance | | | | | | | | | | | | |
| 2015 | 8,2 | -1,8 | 12,8 | 0,7 | 0,5 | 0,7 | -0,3 | 1,9 | -2,7 | -4,4 | 2,0 | 0,2 |
| 2016 | 12,5 | -3,1 | 18,7 | 2,5 | 2,2 | 2,4 | 1,9 | 2,3 | 5,5 | -9,0 | 6,0 | 0,5 |
| 2017 | 6,7 | -4,0 | 10,2 | 2,9 | 2,6 | 2,9 | 1,9 | 3,3 | 2,7 | -3,2 | 4,6 | 3,2 |
| 2017 T1 | 10,9 | -4,2 | 16,8 | 3,1 | 2,4 | 2,7 | 1,7 | 2,5 | 4,8 | 3,6 | 8,2 | 4,7 |
| T2 | 8,2 | -3,8 | 12,6 | 3,1 | 2,4 | 2,5 | 1,2 | 3,0 | 3,7 | 8,4 | 7,2 | 6,4 |
| T3 | 8,4 | -4,0 | 12,8 | 2,8 | 2,5 | 2,7 | 1,5 | 3,1 | 3,6 | 2,0 | 5,6 | 2,6 |
| T4 | 6,7 | -4,0 | 10,2 | 2,9 | 2,6 | 2,9 | 1,9 | 3,3 | 2,7 | -3,2 | 4,6 | 3,2 |
| 2017 Août | 8,4 | -3,9 | 12,9 | 2,8 | 2,4 | 2,6 | 1,4 | 3,1 | 3,5 | 4,0 | 6,0 | 2,6 |
| Septembre | 8,4 | -4,0 | 12,8 | 2,8 | 2,5 | 2,7 | 1,5 | 3,1 | 3,6 | 2,0 | 5,6 | 2,6 |
| Octobre | 7,4 | -4,2 | 11,5 | 2,8 | 2,6 | 2,8 | 1,7 | 3,2 | 3,6 | -1,6 | 4,4 | 2,8 |
| Novembre | 6,8 | -3,8 | 10,5 | 2,8 | 2,6 | 2,9 | 1,8 | 3,2 | 3,2 | 0,1 | 3,9 | 4,4 |
| Décembre | 6,7 | -4,0 | 10,2 | 2,9 | 2,6 | 2,9 | 1,9 | 3,3 | 2,7 | -3,2 | 4,6 | 3,2 |
| 2018 Janvier ^(p) | 5,4 | -4,4 | 8,7 | 3,1 | 3,0 | 3,3 | 2,2 | 3,2 | 5,5 | -1,0 | 4,5 | 2,5 |

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

| | Passif des IFM | | | | | | Actif des IFM | | | |
|-----------------------------|---|--|------------------------------------|--|--|---------------------|---------------------------|--|--|-------|
| | Dépôts de l'administration centrale ²⁾ | Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro | | | | | Position extérieure nette | Autre | | |
| | | Total | Dépôts à terme d'une durée > 2 ans | Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois | Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans | Capital et réserves | | Total | | |
| | | | | | | | | Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾ | Prises en pension de contreparties centrales ³⁾ | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | |
| Encours | | | | | | | | | | |
| 2015 | 284,7 | 6 999,1 | 2 119,4 | 80,0 | 2 255,8 | 2 543,9 | 1 350,6 | 284,5 | 205,9 | 135,6 |
| 2016 | 314,2 | 6 920,0 | 2 054,1 | 70,9 | 2 146,7 | 2 648,4 | 1 136,9 | 261,9 | 205,9 | 121,6 |
| 2017 | 356,2 | 6 748,1 | 1 968,7 | 59,7 | 2 016,1 | 2 703,6 | 933,1 | 289,6 | 143,9 | 93,6 |
| 2017 T1 | 308,2 | 6 881,6 | 2 031,7 | 69,3 | 2 106,5 | 2 674,2 | 1 103,9 | 254,9 | 183,1 | 111,8 |
| T2 | 305,7 | 6 767,1 | 2 002,0 | 66,8 | 2 066,4 | 2 631,9 | 1 031,3 | 247,7 | 154,2 | 109,7 |
| T3 | 365,3 | 6 701,0 | 1 977,0 | 61,5 | 2 016,2 | 2 646,3 | 1 023,9 | 263,0 | 140,6 | 85,4 |
| T4 | 356,2 | 6 748,1 | 1 968,7 | 59,7 | 2 016,1 | 2 703,6 | 933,1 | 289,6 | 143,9 | 93,6 |
| 2017 Août | 348,5 | 6 727,5 | 1 982,2 | 62,5 | 2 036,3 | 2 646,5 | 1 030,6 | 251,2 | 124,4 | 69,0 |
| Septembre | 365,3 | 6 701,0 | 1 977,0 | 61,5 | 2 016,2 | 2 646,3 | 1 023,9 | 263,0 | 140,6 | 85,4 |
| Octobre | 341,8 | 6 689,9 | 1 952,8 | 60,8 | 2 012,7 | 2 663,5 | 965,6 | 243,5 | 158,3 | 109,5 |
| Novembre | 308,9 | 6 666,4 | 1 934,5 | 60,1 | 2 016,2 | 2 655,6 | 951,8 | 209,3 | 167,6 | 132,7 |
| Décembre | 356,2 | 6 748,1 | 1 968,7 | 59,7 | 2 016,1 | 2 703,6 | 933,1 | 289,6 | 143,9 | 93,6 |
| 2018 Janvier ^(p) | 316,2 | 6 729,8 | 1 957,7 | 60,4 | 2 019,5 | 2 692,2 | 817,4 | 353,3 | 132,3 | 85,8 |
| Flux | | | | | | | | | | |
| 2015 | 8,9 | -216,1 | -106,3 | -13,5 | -215,4 | 119,0 | -86,0 | -13,3 | 21,4 | -4,0 |
| 2016 | 26,7 | -114,4 | -70,2 | -9,1 | -110,4 | 75,4 | -276,2 | -76,8 | 12,8 | -12,0 |
| 2017 | 45,6 | -72,5 | -78,0 | -8,7 | -71,8 | 86,0 | -103,1 | -62,6 | -60,8 | -27,3 |
| 2017 T1 | -7,5 | -11,9 | -16,3 | -1,5 | -27,3 | 33,3 | -33,6 | -28,2 | -21,6 | -9,1 |
| T2 | -2,6 | -8,1 | -22,1 | -2,4 | -3,2 | 19,6 | -13,7 | 3,1 | -28,9 | -2,1 |
| T3 | 64,9 | -20,3 | -22,1 | -2,9 | -30,0 | 34,6 | 23,0 | 19,0 | -13,6 | -24,3 |
| T4 | -9,2 | -32,2 | -17,5 | -1,8 | -11,3 | -1,6 | -78,8 | -56,5 | 3,3 | 8,2 |
| 2017 Août | 23,6 | -2,9 | -7,8 | -0,8 | -9,2 | 14,9 | -12,1 | 47,2 | -3,7 | -7,5 |
| Septembre | 22,3 | -12,6 | -5,4 | -1,0 | -22,0 | 15,9 | 5,1 | 10,3 | 16,2 | 16,5 |
| Octobre | -23,3 | -28,3 | -25,1 | -0,7 | -9,5 | 6,9 | -66,5 | -19,8 | 17,7 | 24,1 |
| Novembre | -33,0 | -3,4 | 2,3 | -0,7 | -7,2 | 2,2 | 0,0 | -33,8 | 9,3 | 23,2 |
| Décembre | 47,2 | -0,5 | 5,2 | -0,5 | 5,5 | -10,6 | -12,4 | -2,8 | -23,7 | -39,1 |
| 2018 Janvier ^(p) | -39,8 | 10,5 | -9,1 | -0,7 | 17,2 | 3,0 | -29,4 | 6,3 | -11,6 | -7,8 |
| Taux de croissance | | | | | | | | | | |
| 2015 | 3,5 | -3,0 | -4,8 | -14,4 | -8,8 | 4,8 | - | - | 11,6 | -2,9 |
| 2016 | 9,4 | -1,6 | -3,3 | -11,5 | -4,9 | 2,9 | - | - | 6,3 | -9,0 |
| 2017 | 14,4 | -1,1 | -3,8 | -12,4 | -3,4 | 3,3 | - | - | -29,6 | -22,6 |
| 2017 T1 | -4,3 | -1,1 | -3,9 | -10,1 | -4,5 | 4,4 | - | - | -20,8 | -25,3 |
| T2 | -7,7 | -1,1 | -3,9 | -10,9 | -3,7 | 3,6 | - | - | -30,7 | -22,6 |
| T3 | 22,0 | -0,7 | -3,9 | -12,5 | -3,4 | 4,3 | - | - | -31,2 | -33,4 |
| T4 | 14,4 | -1,1 | -3,8 | -12,4 | -3,4 | 3,3 | - | - | -29,6 | -22,6 |
| 2017 Août | 9,0 | -0,8 | -4,1 | -11,8 | -2,9 | 3,9 | - | - | -38,2 | -48,0 |
| Septembre | 22,0 | -0,7 | -3,9 | -12,5 | -3,4 | 4,3 | - | - | -31,2 | -33,4 |
| Octobre | 8,6 | -1,3 | -5,0 | -12,6 | -3,7 | 3,9 | - | - | -17,4 | -17,6 |
| Novembre | 4,0 | -1,2 | -4,4 | -12,7 | -3,8 | 3,6 | - | - | -13,1 | 10,0 |
| Décembre | 14,4 | -1,1 | -3,8 | -12,4 | -3,4 | 3,3 | - | - | -29,6 | -22,6 |
| 2018 Janvier ^(p) | 5,0 | -0,8 | -3,8 | -12,4 | -2,4 | 3,3 | - | - | -25,0 | -19,3 |

Source : BCE.

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

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

3) Non corrigées des effets saisonniers.

6 Évolutions budgétaires

6.1 Déficit/excédent

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

| | Déficit (-)/excédent (+) | | | | | Pour mémoire : Déficit (-)/ excédent (+) primaire |
|---------|--------------------------|---------------------------|---------------------------------|-------------------------|-------------------------------------|---|
| | Total | Administrations centrales | Administrations d'États fédérés | Administrations locales | Administrations de sécurité sociale | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| 2013 | -3,0 | -2,6 | -0,2 | -0,1 | -0,1 | -0,2 |
| 2014 | -2,6 | -2,2 | -0,2 | 0,0 | -0,1 | 0,1 |
| 2015 | -2,1 | -2,0 | -0,2 | 0,1 | -0,1 | 0,3 |
| 2016 | -1,5 | -1,7 | -0,1 | 0,2 | 0,0 | 0,6 |
| 2016 T4 | -1,5 | . | . | . | . | 0,6 |
| 2017 T1 | -1,3 | . | . | . | . | 0,8 |
| T2 | -1,2 | . | . | . | . | 0,9 |
| T3 | -0,9 | . | . | . | . | 1,1 |

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

6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

| | Recettes | | | | | | Dépenses | | | | | | |
|---------|----------|--------------------|------------------|-----------------------------|---------------------------|---------------------|----------|----------------------------|----------|----------------------|-----|---------------------|-----|
| | Total | Recettes courantes | | | | Recettes en capital | Total | Dépenses courantes | | | | Dépenses en capital | |
| | | Impôts directs | Impôts indirects | Cotisations sociales nettes | Rémunération des salariés | | | Consommation intermédiaire | Intérêts | Prestations sociales | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| 2013 | 46,7 | 46,2 | 12,6 | 13,0 | 15,5 | 0,5 | 49,8 | 45,6 | 10,4 | 5,3 | 2,8 | 23,0 | 4,2 |
| 2014 | 46,7 | 46,2 | 12,5 | 13,1 | 15,4 | 0,5 | 49,2 | 45,3 | 10,3 | 5,3 | 2,6 | 23,0 | 3,9 |
| 2015 | 46,2 | 45,7 | 12,5 | 13,0 | 15,2 | 0,5 | 48,3 | 44,4 | 10,1 | 5,2 | 2,4 | 22,7 | 3,9 |
| 2016 | 46,1 | 45,6 | 12,6 | 13,0 | 15,3 | 0,5 | 47,6 | 44,1 | 10,0 | 5,2 | 2,2 | 22,7 | 3,5 |
| 2016 T4 | 46,1 | 45,6 | 12,6 | 13,0 | 15,3 | 0,4 | 47,6 | 44,1 | 10,0 | 5,2 | 2,2 | 22,7 | 3,5 |
| 2017 T1 | 46,1 | 45,6 | 12,6 | 13,0 | 15,3 | 0,5 | 47,4 | 43,9 | 9,9 | 5,1 | 2,2 | 22,7 | 3,5 |
| T2 | 46,1 | 45,7 | 12,7 | 13,0 | 15,3 | 0,4 | 47,4 | 43,8 | 9,9 | 5,1 | 2,1 | 22,7 | 3,5 |
| T3 | 46,1 | 45,7 | 12,8 | 12,9 | 15,3 | 0,4 | 47,1 | 43,5 | 9,9 | 5,1 | 2,0 | 22,6 | 3,6 |

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

6.3 Ratio dette publique/PIB

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

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

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-jacents ¹⁾

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

| | Variation du ratio dette/PIB ²⁾ | Déficit (-) /excédent (+) primaire | Ajustement dette-déficit | | | | | | | | Écart croissance/taux d'intérêt | Pour mémoire : besoin de financement |
|---------|--|------------------------------------|--------------------------|---|------------------------------|-------|-------------------|---|--------|--|---------------------------------|--------------------------------------|
| | | | Total | Opérations sur les principaux actifs financiers | | | | Effets de valorisation et autres variations en volume | Autres | | | |
| | | | | Total | Monnaie fiduciaire et dépôts | Prêts | Titres de créance | | | Actions et parts de fonds d'investissement | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 2013 | 1,9 | 0,2 | -0,3 | -0,8 | -0,5 | -0,4 | -0,2 | 0,4 | 0,2 | 0,3 | 1,9 | 2,6 |
| 2014 | 0,5 | -0,1 | -0,1 | -0,3 | 0,2 | -0,2 | -0,3 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,6 | 2,4 |
| 2015 | -1,9 | -0,3 | -0,9 | -0,5 | 0,2 | -0,2 | -0,3 | -0,1 | -0,1 | -0,3 | -0,8 | 1,3 |
| 2016 | -1,0 | -0,6 | -0,3 | 0,3 | 0,3 | -0,1 | 0,0 | 0,1 | -0,3 | -0,3 | -0,1 | 1,6 |
| 2016 T4 | -1,0 | -0,6 | -0,3 | 0,3 | 0,3 | -0,1 | 0,0 | 0,1 | -0,3 | -0,3 | -0,1 | 1,6 |
| 2017 T1 | -1,7 | -0,8 | -0,5 | -0,1 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 0,2 | -0,3 | -0,2 | -0,3 | 1,0 |
| T2 | -1,7 | -0,9 | -0,6 | -0,3 | -0,2 | -0,1 | -0,1 | 0,1 | -0,2 | -0,1 | -0,2 | 0,8 |
| T3 | -1,6 | -1,1 | 0,2 | 0,7 | 0,8 | -0,1 | -0,1 | 0,1 | -0,1 | -0,4 | -0,6 | 1,2 |

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

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

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

6.5 Titres de créance des administrations publiques ¹⁾

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

| | Service de la dette dû dans l'année ²⁾ | | | | | Durée résiduelle moyenne en années ³⁾ | Rendements nominaux moyens ⁴⁾ | | | | | | |
|--------------|---|--------------------|--------------------|----------|--|--|--|---------------|-------------|-----------|---------------|-----------|----------------|
| | Total | Principal | | Intérêts | Durée résiduelle moyenne en années ³⁾ | | Encours | | | | Opérations | | |
| | | Échéances ≤ 3 mois | Échéances > 3 mois | | | | Total | Taux variable | Coupon zéro | Taux fixe | Durées ≤ 1 an | Émissions | Remboursements |
| | 1 | | | 2 | 3 | | | | | | | | |
| 2015 | 14,7 | 12,8 | 4,3 | 1,9 | 0,5 | 6,6 | 2,9 | 1,4 | 0,1 | 3,3 | 3,0 | 0,4 | 1,2 |
| 2016 | 14,1 | 12,4 | 4,6 | 1,7 | 0,4 | 6,9 | 2,6 | 1,2 | -0,1 | 3,0 | 2,9 | 0,2 | 1,2 |
| 2017 | 13,3 | 11,6 | 4,3 | 1,7 | 0,4 | 7,1 | 2,4 | 1,1 | -0,2 | 2,8 | 2,3 | 0,3 | 1,1 |
| 2016 T4 | 14,1 | 12,4 | 4,6 | 1,7 | 0,4 | 6,9 | 2,6 | 1,2 | -0,1 | 3,0 | 2,9 | 0,2 | 1,2 |
| 2017 T1 | 14,3 | 12,6 | 4,3 | 1,7 | 0,4 | 6,9 | 2,6 | 1,2 | -0,2 | 3,0 | 2,9 | 0,2 | 1,1 |
| T2 | 14,3 | 12,6 | 4,4 | 1,7 | 0,4 | 7,0 | 2,5 | 1,2 | -0,2 | 2,9 | 2,6 | 0,2 | 1,2 |
| T3 | 13,4 | 11,7 | 3,9 | 1,7 | 0,4 | 7,1 | 2,5 | 1,1 | -0,2 | 2,9 | 2,5 | 0,2 | 1,1 |
| 2018 Août | 13,7 | 12,0 | 4,3 | 1,7 | 0,4 | 7,1 | 2,5 | 1,1 | -0,2 | 2,9 | 2,5 | 0,2 | 1,2 |
| Septembre | 13,4 | 11,7 | 3,9 | 1,7 | 0,4 | 7,1 | 2,5 | 1,1 | -0,2 | 2,9 | 2,5 | 0,2 | 1,1 |
| Octobre | 13,3 | 11,6 | 3,8 | 1,7 | 0,4 | 7,2 | 2,5 | 1,1 | -0,2 | 2,8 | 2,4 | 0,2 | 1,2 |
| Novembre | 13,3 | 11,6 | 4,0 | 1,7 | 0,4 | 7,2 | 2,4 | 1,1 | -0,2 | 2,8 | 2,4 | 0,2 | 1,2 |
| Décembre | 13,3 | 11,6 | 4,3 | 1,7 | 0,4 | 7,1 | 2,4 | 1,1 | -0,2 | 2,8 | 2,3 | 0,3 | 1,1 |
| 2018 Janvier | 13,1 | 11,4 | 4,3 | 1,7 | 0,4 | 7,2 | 2,4 | 1,1 | -0,2 | 2,8 | 2,3 | 0,4 | 1,2 |

Source : BCE.

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

6 Évolutions budgétaires

6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

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

| | Belgique | Allemagne | Estonie | Irlande | Grèce | Espagne | France | Italie | Chypre | |
|---|----------|-----------|------------|---------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | |
| Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques | | | | | | | | | | |
| 2013 | -3,1 | -0,1 | -0,2 | -6,1 | -13,2 | -7,0 | -4,1 | -2,9 | -5,1 | |
| 2014 | -3,1 | 0,3 | 0,7 | -3,6 | -3,6 | -6,0 | -3,9 | -3,0 | -8,8 | |
| 2015 | -2,5 | 0,6 | 0,1 | -1,9 | -5,7 | -5,3 | -3,6 | -2,6 | -1,2 | |
| 2016 | -2,5 | 0,8 | -0,3 | -0,7 | 0,5 | -4,5 | -3,4 | -2,5 | 0,5 | |
| 2016 T4 | -2,5 | 0,8 | -0,3 | -0,7 | 0,5 | -4,5 | -3,4 | -2,5 | 0,5 | |
| 2017 T1 | -2,0 | 1,0 | -0,5 | -0,5 | 1,0 | -4,2 | -3,4 | -2,4 | 0,5 | |
| T2 | -1,5 | 0,9 | -0,7 | -0,6 | 1,0 | -3,6 | -3,2 | -2,4 | 0,9 | |
| T3 | -1,1 | 1,4 | -0,7 | -0,5 | 1,2 | -3,1 | -3,1 | -2,3 | 1,9 | |
| Dettes des administrations publiques | | | | | | | | | | |
| 2013 | 105,5 | 77,4 | 10,2 | 119,4 | 177,4 | 95,5 | 92,4 | 129,0 | 102,6 | |
| 2014 | 106,8 | 74,6 | 10,7 | 104,5 | 179,0 | 100,4 | 95,0 | 131,8 | 107,5 | |
| 2015 | 106,0 | 70,9 | 10,0 | 76,9 | 176,8 | 99,4 | 95,8 | 131,5 | 107,5 | |
| 2016 | 105,7 | 68,1 | 9,4 | 72,8 | 180,8 | 99,0 | 96,5 | 132,0 | 107,1 | |
| 2016 T4 | 105,7 | 68,1 | 9,4 | 72,8 | 180,8 | 99,0 | 96,5 | 132,0 | 107,1 | |
| 2017 T1 | 107,4 | 66,5 | 9,2 | 74,5 | 177,7 | 100,0 | 98,8 | 134,0 | 106,2 | |
| T2 | 106,1 | 65,9 | 8,9 | 74,0 | 176,1 | 99,8 | 99,3 | 134,7 | 106,1 | |
| T3 | 107,0 | 65,1 | 8,9 | 72,1 | 177,4 | 98,7 | 98,4 | 134,1 | 103,2 | |
| Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques | | | | | | | | | | |
| | Lettonie | Lituanie | Luxembourg | Malte | Pays-Bas | Autriche | Portugal | Slovénie | Slovaquie | Finlande |
| | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 |
| 2013 | -1,0 | -2,6 | 1,0 | -2,4 | -2,4 | -2,0 | -4,8 | -14,7 | -2,7 | -2,6 |
| 2014 | -1,2 | -0,6 | 1,3 | -1,8 | -2,3 | -2,7 | -7,2 | -5,3 | -2,7 | -3,2 |
| 2015 | -1,2 | -0,2 | 1,4 | -1,1 | -2,1 | -1,0 | -4,4 | -2,9 | -2,7 | -2,7 |
| 2016 | 0,0 | 0,3 | 1,6 | 1,1 | 0,4 | -1,6 | -2,0 | -1,9 | -2,2 | -1,7 |
| 2016 T4 | 0,0 | 0,3 | 1,6 | 1,1 | 0,4 | -1,6 | -2,0 | -1,9 | -2,2 | -1,7 |
| 2017 T1 | 0,0 | 0,7 | 0,7 | 2,2 | 1,0 | -1,2 | -1,6 | -1,4 | -2,0 | -1,4 |
| T2 | 0,4 | 0,8 | 0,7 | 2,1 | 1,1 | -1,3 | -1,3 | -1,2 | -1,6 | -0,7 |
| T3 | 0,5 | 1,0 | 0,9 | 3,3 | 1,2 | -1,2 | -0,1 | -0,8 | -1,6 | -0,8 |
| Dettes des administrations publiques | | | | | | | | | | |
| 2013 | 39,0 | 38,8 | 23,7 | 68,4 | 67,8 | 81,0 | 129,0 | 70,4 | 54,7 | 56,5 |
| 2014 | 40,9 | 40,5 | 22,7 | 63,8 | 68,0 | 83,8 | 130,6 | 80,3 | 53,5 | 60,2 |
| 2015 | 36,9 | 42,6 | 22,0 | 60,3 | 64,6 | 84,3 | 128,8 | 82,6 | 52,3 | 63,6 |
| 2016 | 40,6 | 40,1 | 20,8 | 57,6 | 61,8 | 83,6 | 130,1 | 78,5 | 51,8 | 63,1 |
| 2016 T4 | 40,5 | 40,1 | 20,8 | 57,7 | 61,8 | 83,6 | 130,1 | 78,5 | 51,8 | 63,1 |
| 2017 T1 | 39,4 | 39,2 | 23,9 | 58,2 | 59,6 | 81,7 | 130,5 | 80,2 | 53,3 | 62,7 |
| T2 | 40,0 | 41,7 | 23,4 | 56,5 | 58,7 | 81,3 | 132,1 | 79,8 | 51,7 | 61,7 |
| T3 | 38,3 | 39,4 | 23,4 | 54,9 | 57,0 | 80,4 | 130,8 | 78,4 | 51,3 | 60,4 |

Source: Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2018**

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne
Téléphone +49 69 1344 0
Site internet www.ecb.europa.eu

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

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

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 7 mars 2018.

ISSN 2363-3425 (PDF)
Numéro de catalogue UE QB-BP-18-002-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général