



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 6 / 2020



Sommaire

Évolutions économiques et monétaires	2
Vue d'ensemble	2
1 Environnement extérieur	8
2 Évolutions financières	18
3 Activité économique	24
4 Prix et coûts	32
5 Monnaie et crédit	38
6 Évolutions budgétaires	48
Encadrés	52
1 Le lev bulgare et la kuna croate participent au mécanisme de change européen (MCE II)	52
2 La BCE a amélioré ses mesures du taux de change effectif	57
3 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 6 mai au 21 juillet 2020	63
4 L'impact de la forte hausse récente de l'incertitude sur l'activité économique dans la zone euro	70
5 COVID-19 et hausse de l'épargne des ménages : épargne de précaution ou épargne forcée ?	75
6 Le rôle joué par la fiscalité indirecte dans l'inflation en zone euro et ses perspectives	81
7 Les garanties publiques sur les prêts et l'activité de prêt bancaire durant la période de COVID-19	85
8 Les implications budgétaires du plan de relance de l'UE	93
Articles	97
1 Le chemin de la Chine vers la normalisation suite à la pandémie de COVID-19	97
2 L'effet viral du commerce extérieur et des réseaux d'approvisionnement dans la zone euro	115
3 Les stabilisateurs budgétaires automatiques dans la zone euro et la crise de la COVID-19	131
Statistiques	S1

Évolutions économiques et monétaires

Vue d'ensemble

Lors de sa réunion de politique monétaire du 10 septembre 2020, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangée l'orientation accommodante de sa politique monétaire. Les informations devenues disponibles signalent un fort rebond – quoiqu'incomplet – de l'activité économique, globalement conforme aux anticipations, le niveau d'activité demeurant cependant bien inférieur aux niveaux constatés avant la pandémie de coronavirus (COVID-19). Si l'activité a continué de s'améliorer dans le secteur manufacturier, elle s'est légèrement ralentie, récemment, dans celui des services. La vigueur de la reprise reste entourée d'une forte incertitude, car elle reste très dépendante de l'évolution future de la pandémie et de la réussite des politiques d'endiguement. La demande intérieure dans la zone euro s'est nettement redressée, à partir de niveaux faibles, même si l'incertitude élevée entourant les perspectives économiques continue de peser sur la consommation privée et sur l'investissement des entreprises. L'inflation totale est freinée par l'atonie des prix de l'énergie et la faiblesse des tensions sur les prix, dans le contexte d'une demande peu dynamique et d'une importante sous-utilisation des capacités sur le marché du travail. Dans ce contexte, une forte relance monétaire reste indispensable pour soutenir la reprise économique et préserver la stabilité des prix à moyen terme. C'est la raison pour laquelle le Conseil des gouverneurs a décidé de confirmer une nouvelle fois l'orientation très accommodante de sa politique monétaire lors de sa réunion du 10 septembre 2020.

Évaluation économique et monétaire au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs du 10 septembre 2020

La pandémie de coronavirus demeure la principale source d'incertitude pour l'économie mondiale. Après une stabilisation temporaire vers la mi-mai, qui a entraîné une levée progressive des mesures d'endiguement, le nombre de nouveaux cas quotidiens a recommencé à augmenter plus récemment, alimentant les craintes d'une forte recrudescence des infections. Ces craintes pèsent sur la confiance des consommateurs. Les données devenues disponibles confirment que l'activité économique mondiale a atteint un plancher au deuxième trimestre et a entamé un rebond, parallèlement à la levée progressive des mesures d'endiguement à partir de la mi-mai. Les projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE prévoient une contraction du PIB en volume mondial (hors zone euro) de 3,7 % cette année et une croissance de 6,2 % et 3,8 %, respectivement, en 2021 et 2022. Le commerce mondial enregistrera une contraction plus sévère du fait à la fois de son caractère fortement procyclique, en particulier en période de ralentissement économique, et de la nature particulière de la crise du coronavirus, qui a entraîné des perturbations des chaînes de production mondiales et un accroissement des coûts des échanges commerciaux en raison des mesures

d'endiguement. Les risques entourant les perspectives mondiales restent orientés négativement en raison de l'incertitude persistante concernant l'évolution de la pandémie, et des séquelles durables pourraient affecter l'économie mondiale. D'autres risques à la baisse sont liés au résultat des négociations sur le Brexit, au risque d'une montée du protectionnisme commercial et à des effets négatifs à plus long terme sur les chaînes d'approvisionnement mondiales.

En dépit d'un nouveau léger assouplissement depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin 2020, les conditions financières dans la zone euro n'ont pas encore retrouvé les niveaux observés avant la pandémie de coronavirus. Au cours de la période sous revue (du 4 juin au 9 septembre 2020), la courbe à terme du taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) s'est légèrement déplacée vers le bas et, en dépit d'une légère inversion sur la partie courte, elle ne signale pas d'anticipation forte d'une baisse imminente des taux directeurs. Les écarts de rendement des obligations souveraines à long terme de la zone euro ont diminué au cours de la période sous revue, sous l'effet de la combinaison des mesures de soutien monétaire et budgétaire. Les prix des actifs risqués ont légèrement augmenté, principalement en raison de perspectives de bénéfices à court terme généralement plus positives. Sur les marchés des changes, l'euro s'est apprécié relativement fortement en termes pondérés des échanges commerciaux et par rapport au dollar.

Le PIB en volume de la zone euro s'est contracté de 11,8 %, en glissement trimestriel, au deuxième trimestre 2020. Les données disponibles et les résultats d'enquêtes indiquent une poursuite de la reprise économique dans la zone euro ainsi qu'un rebond du PIB au troisième trimestre, le PIB restant cependant inférieur aux niveaux d'avant la crise. Parallèlement à un rebond significatif de la production industrielle et des services, des signes d'une nette reprise de la consommation apparaissent. L'activité s'est ralentie récemment dans le secteur des services par rapport au secteur manufacturier, ce qui ressort également des résultats d'enquêtes pour le mois d'août. Les hausses des taux d'infection par le coronavirus au cours des mois d'été obscurcissent les perspectives à court terme. Pour la période à venir, la poursuite d'une reprise soutenue demeure fortement dépendante de l'évolution de la pandémie et de la réussite des politiques d'endiguement. Alors que l'incertitude concernant l'évolution de la pandémie est de nature à peser sur la reprise du marché du travail ainsi que sur le redressement de la consommation et de l'investissement, l'économie de la zone euro doit être soutenue par des conditions de financement favorables, une orientation budgétaire expansionniste et un affermissement de l'activité et de la demande mondiales.

Cette évaluation se reflète globalement dans les projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE pour la zone euro. Ces projections tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de – 8,0 % en 2020, 5,0 % en 2021 et 3,2 % en 2022. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées à la hausse pour 2020 et demeurent largement inchangées pour 2021 et 2022. Étant donné l'incertitude exceptionnelle qui entoure actuellement les perspectives,

les projections contiennent deux autres scénarios, un scénario clément et un scénario sévère, correspondant aux différentes hypothèses concernant l'évolution de la pandémie ¹. Dans l'ensemble, la balance des risques entourant les perspectives de croissance dans la zone euro est considérée comme restant orientée négativement. Cette évaluation reflète dans une large mesure les implications économiques et financières encore incertaines de la pandémie.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est ralentie à – 0,2 % en août, après 0,4 % en juillet. Sur la base des prix actuels du pétrole et des prix des contrats à terme sur le pétrole, et compte tenu de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne, l'inflation totale devrait rester négative au cours des prochains mois avant de redevenir positive début 2021. De plus, les tensions sur les prix vont rester contenues à court terme en raison de l'atonie de la demande, de la diminution des tensions sur les salaires et de l'appréciation de l'euro, en dépit de tensions à la hausse liées à des contraintes d'offre. À moyen terme, une reprise de la demande, soutenue par une politique monétaire et des politiques budgétaires accommodantes, exercera une pression à la hausse sur l'inflation. Les indicateurs des anticipations d'inflation à plus long terme extraits des instruments de marché sont revenus à leurs niveaux d'avant la pandémie, mais demeurent très modérés, tandis que les mesures tirées d'enquêtes restent faibles.

Cette évaluation ressort globalement des projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui anticipent une inflation annuelle de 0,3 % en 2020, 1,0 % en 2021 et 1,3 % en 2022. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives d'inflation sont inchangées pour 2020, ont été révisées à la hausse pour 2021 et restent inchangées pour 2022. La projection d'inflation inchangée pour 2022 masque une révision à la hausse de l'inflation hors énergie et produits alimentaires – reflétant en partie l'incidence positive des mesures monétaires et budgétaires – qui est largement compensée par la trajectoire révisée des prix de l'énergie. La hausse annuelle de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'établir à 0,8 % en 2020, 0,9 % en 2021 et 1,1 % en 2022.

La pandémie de coronavirus a continué d'influer de manière significative sur la dynamique monétaire dans la zone euro. La croissance de la monnaie au sens large (M3) a continué de s'accroître, atteignant 10,2 % en juillet 2020, après 9,2 % en juin. Cette forte croissance de la monnaie traduit la création de crédit domestique, la poursuite des achats d'actifs effectués par l'Eurosystème ainsi qu'une attitude prudente favorisant une préférence accrue pour la liquidité parmi les détenteurs de monnaie. Dans ce contexte, l'agrégat monétaire étroit M1, qui englobe les formes de monnaie les plus liquides, continue d'apporter la principale contribution à la croissance monétaire au sens large. Les évolutions des prêts au secteur privé ont continué d'être déterminées par l'impact du coronavirus sur l'activité économique. Le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières est resté

¹ Cf. les « [Projections macroéconomiques de septembre 2020 pour la zone euro établies par les services de la BCE](#) » publiées le 10 septembre 2020 sur le site internet de la BCE.

globalement stable en juillet, à 7,0 %, contre 7,1 % en juin. Ces taux de croissance élevés reflètent les besoins de liquidité importants des entreprises en vue de financer leurs dépenses courantes et leurs fonds de roulement et de continuer à constituer des coussins de liquidité, même si le rebond de l'activité économique a permis un léger redressement de leurs recettes. Le taux de croissance annuel des prêts accordés aux ménages est lui aussi demeuré stable à 3,0 % en juillet. Les mesures de politique monétaire adoptées par le Conseil des gouverneurs, conjuguées aux mesures prises par les gouvernements nationaux et les institutions européennes, continueront de favoriser l'accès au financement, y compris pour ceux qui sont les plus éprouvés par les conséquences de la pandémie.

La pandémie de coronavirus continue d'avoir un impact extrêmement fort sur les finances publiques de la zone euro. Le coût budgétaire des mesures d'endiguement a été substantiel pour l'ensemble des pays de la zone euro, même si la charge budgétaire et la capacité de réponse varient d'un pays à l'autre. Du fait de la récession économique et du soutien budgétaire substantiel, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait se creuser de manière significative, pour atteindre 8,8 % du PIB en 2020, contre 0,6 % en 2019. Le ratio de déficit devrait diminuer pour revenir à 4,9 % et 3,6 % du PIB, respectivement, en 2021 et 2022. Les mesures budgétaires d'envergure prises en 2020 ont entraîné, outre une composante cyclique négative reflétant la détérioration de la situation macroéconomique, une dégradation correspondante du solde primaire corrigé du cycle. L'amélioration attendue par la suite devrait résulter de la suppression progressive des mesures d'urgence et d'une situation conjoncturelle plus favorable. Une orientation budgétaire ambitieuse et coordonnée reste essentielle, compte tenu de la forte contraction de l'économie de la zone euro, même si les mesures adoptées devraient être ciblées et temporaires. À cet égard, les trois filets de sécurité adoptés par le Conseil européen pour un montant de 540 milliards d'euros ainsi que le plan « *Next Generation EU* » de la Commission européenne pour un montant de 750 milliards, qui a vocation à apporter un soutien significatif aux régions et aux secteurs les plus durement touchés par la pandémie, jouent un rôle primordial.

Le train de mesures de politique monétaire

En résumé, un recoupement des résultats de l'analyse économique avec les signaux provenant de l'analyse monétaire confirme qu'un degré élevé de soutien monétaire est nécessaire à la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Dans ce contexte, le 10 septembre 2020, le Conseil des gouverneurs a confirmé de nouveau l'ensemble des mesures de politique monétaire accommodantes en place.

1. Le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser inchangés les taux directeurs de la BCE. Il prévoit que ces taux resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 %

sur l'horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

2. Le Conseil des gouverneurs a décidé de poursuivre ses achats dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), dont l'enveloppe totale est de 1 350 milliards d'euros. Ces achats contribuent à assouplir l'orientation globale de la politique monétaire et à compenser ainsi l'impact à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation. Les achats vont se poursuivre dans le temps, de façon souple, répartis entre les différentes catégories d'actifs et juridictions. Le Conseil des gouverneurs pourra ainsi contrecarrer efficacement les risques pesant sur une transmission harmonieuse de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs effectuera des achats nets d'actifs au titre du PEPP au moins jusqu'à fin juin 2021 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'il juge que la crise du coronavirus est terminée. En outre, il réinvestira les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2022. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.
3. Les achats nets en vertu du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) vont continuer à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros, ainsi que les achats au titre de l'enveloppe supplémentaire temporaire à hauteur de 120 milliards, jusqu'à la fin de l'année. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats mensuels nets d'actifs au titre de l'APP aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants des taux directeurs de la BCE, et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever ces taux. De plus, le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.
4. Enfin, le Conseil des gouverneurs continuera également à fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement. En particulier, les volumes souscrits lors de la dernière opération de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) ont été très élevés, ce qui soutient l'octroi par les banques de prêts aux entreprises et aux ménages.

Les mesures de politique monétaire que le Conseil des gouverneurs a prises depuis début mars apportent un soutien crucial à la reprise économique de la zone euro et au maintien de la stabilité des prix à moyen terme. En particulier, elles soutiennent les conditions de liquidité et de financement dans l'économie et contribuent à soutenir le flux de crédit à destination des ménages et des entreprises tout en préservant des conditions de financement favorables pour tous les secteurs et dans toutes les juridictions. Cela étant, face à l'actuel environnement d'incertitude élevée,

le Conseil des gouverneurs évaluera avec soin les informations disponibles, notamment les évolutions du taux de change et ses répercussions sur les perspectives d'inflation à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs reste prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie.

1 Environnement extérieur

La pandémie de coronavirus (COVID-19) demeure la principale source d'incertitude pour l'économie mondiale. Vers la mi-mai, le nombre de nouveaux cas s'est stabilisé temporairement, ce qui a entraîné une levée progressive des mesures d'endiguement. Toutefois, ce nombre a recommencé à augmenter par la suite, en particulier aux États-Unis, ainsi qu'au Brésil et dans d'autres économies de marché émergentes – jusqu'à ce que les nouvelles infections commencent à se stabiliser début août. Le taux d'infection reste cependant élevé et les nombres de nouveaux cas augmentent en Europe et dans d'autres régions, alimentant les craintes d'une forte recrudescence des infections au coronavirus. Ces craintes ont pesé négativement sur la confiance des consommateurs. Les données devenues disponibles confirment que l'activité économique a atteint un plancher au deuxième trimestre et a entamé un rebond parallèlement à la levée progressive des mesures d'endiguement à partir de mi-mai. Les projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE prévoient une contraction du PIB mondial en volume (hors zone euro) de 3,7 % cette année et une croissance de 6,2 % et 3,8 %, respectivement, en 2021 et 2022. Le commerce mondial enregistrera une contraction plus sévère que la baisse du PIB en volume, du fait non seulement de sa procyclicité plus prononcée, en particulier en période de ralentissement économique, mais également de la nature particulière de la crise de la COVID-19, qui a entraîné des perturbations des chaînes de production mondiale et un accroissement des coûts des échanges commerciaux en raison des mesures d'endiguement. Les risques entourant les perspectives économiques mondiales restent orientés négativement en raison de l'incertitude persistante concernant l'évolution de la pandémie, et des séquelles durables pourraient affecter l'économie mondiale. D'autres risques à la baisse sont liés au résultat des négociations sur le Brexit, au risque d'une montée du protectionnisme commercial et, en conséquence, aux effets négatifs à plus long terme sur les chaînes d'approvisionnement mondiales.

Activité économique et échanges commerciaux à l'échelle mondiale

L'économie mondiale est entrée dans une récession synchronisée profonde au premier semestre 2020, en raison de la pandémie de COVID-19. L'épidémie et les mesures d'endiguement adoptées pour limiter la propagation du virus ont pesé sur l'activité économique, entraînant une chute sans précédent et synchronisée de la production mondiale, qui a atteint son plancher en avril 2020. L'incertitude mondiale a atteint des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis la crise financière mondiale. Les dernières données disponibles relatives aux comptes nationaux pour le deuxième trimestre confirment une forte contraction de l'activité économique. Le recul du commerce mondial a été encore plus marqué, quoique moins prononcé que ce qui était envisagé dans les projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème. Cette évolution laisse penser que l'élasticité du commerce mondial est moindre qu'attendu précédemment. Dans le

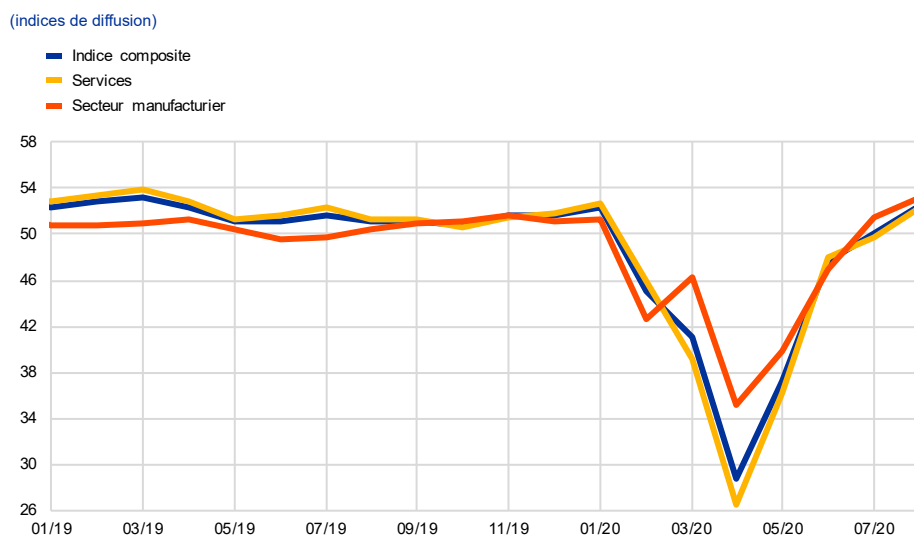
même temps, la Chine a été en mesure de commencer à lever les mesures d'endiguement vers la fin mars et a vu son économie retrouver des taux de croissance positifs dès le deuxième trimestre.

Une fois que la propagation de la COVID-19 a commencé à se ralentir et que les mesures d'endiguement ont commencé à être levées, l'économie mondiale a commencé à se redresser, comme le confirment les données d'enquêtes.

Les restrictions ayant été assouplies et la production ayant commencé à se normaliser, l'activité économique et les échanges commerciaux mondiaux devraient se redresser, à partir des faibles niveaux enregistrés au deuxième trimestre. Les indices composites des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale hors zone euro se sont améliorés régulièrement depuis le point bas atteint en avril (cf. graphique 1). En août, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale (hors zone euro) a augmenté pour le quatrième mois consécutif : parti d'un point bas de 28,6 en avril, il est remonté à 50 en juillet avant de s'établir à 52,6 en août. Ce rebond a concerné l'ensemble des secteurs de l'industrie manufacturière et des services. La reprise est toutefois inégale d'un pays à l'autre. Parmi les économies avancées, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production a continué d'augmenter aux États-Unis et au Royaume-Uni, tandis qu'il a continué de faire état d'une contraction au Japon. S'agissant des économies émergentes, cet indice a poursuivi sa hausse en Chine, en Russie et au Brésil, mais a continué d'indiquer une contraction en Inde.

Graphique 1

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



Sources : Markit et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à août 2020.

Les conditions financières mondiales se sont significativement assouplies ces derniers mois. Au cours de l'été, la reprise sur les marchés financiers qui avait débuté fin mars s'est poursuivie, avec une dynamique apparemment intacte dans les principales économies avancées et certaines économies émergentes. Les marchés

boursiers se sont redressés pour atteindre de nouveaux records aux États-Unis et des points hauts qui n'avaient pas été enregistrés depuis plusieurs années en Chine ; ailleurs, ils ont continué de résorber rapidement la majeure partie des pertes subies. D'autres compartiments de marché à risque, notamment les obligations d'entreprises, ont également bénéficié de l'optimisme des marchés. Avec des rendements souverains sans risque globalement inchangés à leurs bas niveaux historiques ou proches de ces niveaux, les indices relatifs aux conditions financières ont atteint un sommet historique dans les économies avancées et ont été proches des niveaux record dans les économies de marché émergentes. La forte hausse en cours des actifs risqués a été liée à une série de bonnes surprises s'agissant des données macroéconomiques et à un nouveau renforcement de l'appétence pour le risque, reflétant en partie le regain d'optimisme quant à la fourniture précoce d'un vaccin. Toutefois, les marchés financiers restent vigilants, dans la mesure où les perspectives économiques dépendent de l'évolution incertaine de la pandémie. La volatilité demeure nettement supérieure aux moyennes historiques et la perception du risque par les marchés reste orientée négativement.

Le PIB mondial en volume (hors zone euro) se contractera de 3,7 % cette année. Selon les projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait redevenir positive au second semestre 2020, avec la poursuite de la levée progressive des mesures d'endiguement. Le rebond est toutefois limité, car l'incertitude relative à l'évolution de la pandémie devrait peser sur la confiance des entreprises et des consommateurs, certaines mesures de distanciation sociale devraient rester en vigueur et une solution médicale efficace ne devrait être disponible que vers la mi-2021. Cette prévision de référence est par conséquent compatible avec une poursuite des infections dans certains pays, et il est supposé que les nouveaux foyers épidémiques sont traités au moyen de mesures d'endiguement ciblées, qui devraient moins perturber l'activité économique que les confinements antérieurs.

L'incertitude persistante relative à l'évolution de la pandémie conduit à une reprise économique incomplète à la fin de l'horizon de projection. La crise de la COVID-19 a représenté un triple choc pour l'économie mondiale². À la différence des crises antérieures, elle a frappé la consommation privée particulièrement durement au premier semestre 2020. Pour l'avenir, même si les effets négatifs des mesures d'endiguement devraient se dissiper et la production mondiale se redresser progressivement, l'incertitude persistante relative aux perspectives sanitaires et économiques continuera de peser sur la consommation, empêchant ainsi une reprise plus vigoureuse de l'activité économique. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème, la trajectoire d'évolution du niveau de l'activité économique est globalement inchangée, restant inférieure à la projection de référence antérieure à la pandémie de COVID-19 sur l'ensemble de l'horizon de prévision. Par conséquent, la croissance du PIB

² Le choc d'offre initial, provoqué par l'introduction de mesures de confinement dans la plupart des régions du monde, a été accentué simultanément par un choc de demande, principalement dû à la hausse du chômage. Un choc d'incertitude a suivi, l'économie mondiale connaissant un arrêt brutal sans précédent, dont les conséquences demeurent jusqu'à présent largement inconnues.

mondial en volume (hors zone euro) devrait s'établir à 6,2 % en 2021 et 3,8 % en 2022.

Aux États-Unis, l'activité économique s'est redressée au troisième trimestre, sous l'effet des mesures de soutien du revenu. Selon la deuxième estimation, le PIB en volume s'est contracté de 31,7 % en rythme annualisé (– 9,1 % en glissement trimestriel) au deuxième trimestre. Cette contraction a été légèrement plus faible que ce qui était prévu dans l'estimation provisoire (– 9,5 % en glissement trimestriel), reflétant des révisions à la hausse des investissements privés dans les stocks et des dépenses de consommation privée. Les publications récentes de données pour les États-Unis ont été positives dans l'ensemble. Après de fortes hausses en mai et juin, les ventes au détail et la restauration ont enregistré une hausse modeste de 1,2 % en juillet, mais sont restées supérieures aux niveaux observés avant la pandémie. Les dépenses de consommation privée totales restent toutefois nettement inférieures à leur niveau d'avant la pandémie, les dépenses au titre des autres services ayant diminué. Les dépenses des ménages ont été soutenues par la hausse des indemnités de chômage et le soutien direct ponctuel apporté au revenu. Ces paiements sont en grande partie arrivés à expiration en août, entraînant une chute importante du revenu qui pourrait encore affaiblir la consommation. Les mesures de confinement ayant été allégées vers le mois de mai, les salariés ont commencé à retrouver leurs emplois, inversant plus de la moitié des licenciements temporaires déclarés en avril. Toutefois, le rythme de la création d'emplois s'est ralenti en juillet par rapport à mai et juin et le taux de chômage demeure à des niveaux historiquement élevés. La hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) a atteint 1,0 % en juillet contre 0,6 % en juin. L'inflation sous-jacente a fortement augmenté, ressortant à 1,6 % en juillet contre 1,2 % en juin, sous l'effet des hausses des prix du logement et des services médicaux. Divers indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation se sont redressés récemment, se rapprochant de nouveau de leurs moyennes de long terme. Néanmoins, les perspectives d'inflation restent très faibles, l'économie continuant de fonctionner en dessous de son potentiel.

En Chine, l'économie se redresse fortement mais les ventes au détail demeurent atones. Le PIB de la Chine a augmenté de 11,5 % en glissement trimestriel au deuxième trimestre, retrouvant un niveau supérieur à celui enregistré fin 2019. L'investissement a été le principal moteur de la croissance, avec les exportations nettes, tandis que la consommation a continué de la freiner. Les dernières données laissent penser que la majeure partie de l'économie chinoise a retrouvé les niveaux d'avant la pandémie de COVID-19, mais les ventes au détail demeurent atones. Alors que la production industrielle s'est fortement redressée (+ 4,9 % en rythme annuel en juillet), les ventes au détail continuent de fléchir (– 2,6 % en rythme annuel en juillet), vraisemblablement en raison de la morosité des anticipations des ménages s'agissant de l'emploi. La politique budgétaire continue de soutenir l'activité économique : l'extension de l'assurance chômage, la hausse des investissements et les allègements fiscaux visent à stabiliser l'emploi et la croissance économique. La politique monétaire apporte également un soutien, même si compte tenu du rebond de l'économie, les autorités ont conscience que la

poursuite de la croissance du crédit pourrait faire peser des risques sur la stabilité financière.

Au Japon, l'activité économique s'est redressée au troisième trimestre mais la consommation privée demeure faible.

Selon la deuxième estimation, le PIB en volume a diminué de 7,9 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre, soit une légère révision à la baisse par rapport à la première estimation (- 7,8 % en rythme trimestriel). L'état d'urgence appliqué au niveau national en avril et mai a freiné l'activité, des contractions à deux chiffres de la consommation privée de services et des exportations représentant l'essentiel de la baisse de l'activité. La contraction de la consommation privée reflète l'impact du confinement dans le pays, tandis que celle des exportations traduit un effondrement de la demande extérieure. La reprise de la demande étrangère a contribué à un rebond significatif de la production industrielle en juillet. Le rythme de la reprise économique demeure cependant modéré comme indiqué par l'indice composite des directeurs d'achat pour la production, qui tout en ayant augmenté pour le quatrième mois consécutif en août pour ressortir à 45,2, continue de se situer en dessous du seuil de 50 indiquant une contraction. La consommation privée de services demeure atone. L'indice relatif à la consommation publié par la Banque du Japon indique que la consommation de biens durables et non durables a augmenté en juin, montrant le rôle important de la demande latente sur le premier mois complet après le confinement, mais elle a fléchi de nouveau en juillet. En juin, la consommation de services, qui représente 51 % de la consommation des ménages, est restée inférieure de près de 20 % à son niveau du premier trimestre. Même si l'amélioration des tendances de la mobilité pour la fréquentation des restaurants, des centres commerciaux et des parcs à thème peut laisser penser qu'une reprise est en cours, la consommation de services est restée globalement inchangée en juillet par rapport à juin. Cette évolution, ainsi que des signes que l'amélioration de la confiance des consommateurs a marqué le pas en août, vont dans le sens d'une reprise très progressive de la consommation, liée en partie à la réapparition de nouvelles infections à la COVID-19 en juillet et août.

Au Royaume-Uni, après un recul sans précédent au deuxième trimestre, la reprise de l'activité économique apparaît timide et incomplète.

Le PIB en volume a enregistré une baisse de 20,4 % en glissement trimestriel au deuxième trimestre, reflétant une contraction généralisée de toutes les composantes de la dépense et en particulier de la demande intérieure. Une contraction à deux chiffres de la consommation privée s'est traduite par une forte hausse du ratio d'épargne. L'investissement des entreprises a diminué de près d'un tiers au deuxième trimestre dans un environnement caractérisé par une très forte incertitude. Même si l'indice composite des directeurs d'achat pour la production va dans le sens d'un rebond de l'activité au troisième trimestre, les perspectives économiques apparaissent relativement incertaines, les données d'enquêtes plus larges suggérant une faiblesse persistante de la confiance des entreprises ainsi que des craintes croissantes relatives au chômage et des inquiétudes quant aux perspectives économiques futures. Le soutien de l'État au dispositif de chômage technique largement utilisé a été prolongé à partir du 1^{er} août jusqu'en octobre mais son montant est plus faible et un abandon du dispositif est prévu par la suite. L'IPC et l'inflation sous-jacente ont tous deux augmenté de 0,4 point de pourcentage en

juillet, s'établissant à 1,0 % et 1,4 %, respectivement. La hausse des prix des services a concerné l'ensemble des composantes et a été liée en partie aux coûts supplémentaires générés par les mesures de protection contre la COVID (*COVID-proofing*) comme l'a rapporté l'Office national des statistiques (c'est-à-dire des hausses des coûts généralisées pour les entreprises dans l'ensemble du secteur privé en raison de la distanciation sociale).

Dans les pays d'Europe centrale et orientale, l'activité économique devrait se redresser progressivement, reflétant la levée des mesures d'endiguement.

Le PIB en volume de ces pays s'est fortement contracté au premier semestre 2020 en raison des mesures adoptées pour limiter la propagation de la COVID-19. Avec l'assouplissement graduel de ces mesures et la normalisation de la production, l'activité devrait rebondir et se redresser progressivement à partir du troisième trimestre, soutenue par des mesures budgétaires et monétaires fortes. À plus long terme, l'activité devrait rester inférieure à ses niveaux d'avant 2019 jusqu'à fin 2021.

Dans les grands pays exportateurs de matières premières, les perspectives relatives à l'activité économique restent incertaines compte tenu du nombre d'infections toujours élevé. En Russie, le PIB en volume au deuxième trimestre a été affecté à la fois par la pandémie de COVID-19, les restrictions adoptées pour contrôler les infections dans le pays – qui ont freiné la consommation privée et l'investissement – et les variations des marchés pétroliers mondiaux qui affaiblissent le secteur de l'énergie. Dans ce contexte, les mesures de soutien budgétaire et monétaire ont été progressivement renforcées. L'activité économique devrait commencer à se redresser au troisième trimestre mais les perspectives restent entourées d'une très grande incertitude. Non seulement le nombre de nouveaux cas de COVID-19 est toujours élevé, mais les perspectives d'investissement sont également moroses, compte tenu des réductions de la production de pétrole maintenues par l'OPEP+ et de la baisse des prix des matières premières. Au Brésil, la contraction du PIB en volume au deuxième trimestre (– 9,7 % en glissement trimestriel) a concerné l'ensemble des composantes, à l'exception des exportations de biens et services qui ont augmenté de 1,8 % environ en rythme trimestriel. La crise de la COVID-19 a frappé juste au moment où le climat économique commençait à s'améliorer après une période de croissance atone. Le Brésil étant à présent l'un des pays les plus touchés par la pandémie, la reprise au second semestre de l'année devrait être faible. Compte tenu de la marge budgétaire limitée, le soutien budgétaire a été modeste et devrait cesser en octobre. La politique monétaire apporte également un soutien et les taux d'intérêt ont atteint un point bas historique de 2 %.

En Turquie, l'activité économique a été relativement épargnée par la pandémie au premier trimestre 2020, même si elle s'est contractée au deuxième trimestre.

L'activité est demeurée robuste jusqu'à fin mars quand l'épidémie de COVID-19 est arrivée dans le pays. Au deuxième trimestre, la croissance du PIB en volume s'est contractée de 11 % en rythme trimestriel, principalement en raison du secteur des services et de l'activité industrielle, dans une moindre mesure. À la suite de l'assouplissement progressif des mesures d'endiguement entamé mi-mai, l'économie a commencé à se redresser en partie, tirée par le secteur manufacturier.

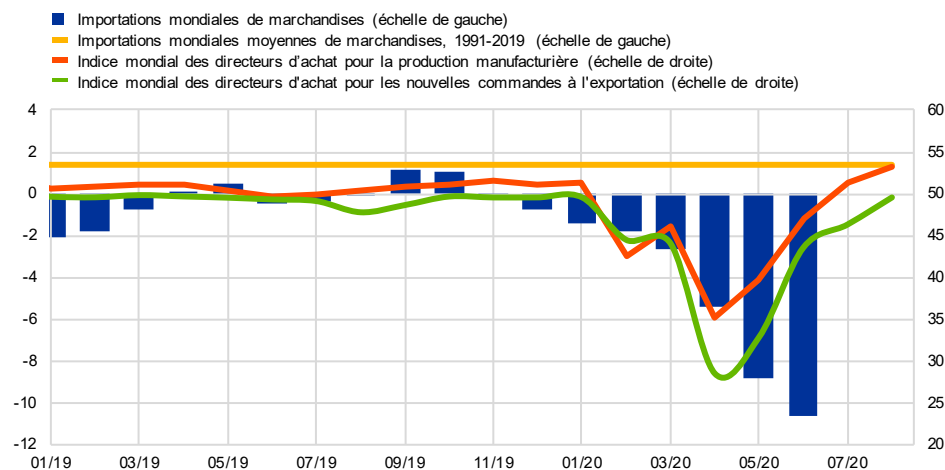
Toutefois, l'activité demeurant atone dans le secteur des services, en particulier en raison des résultats médiocres du secteur du tourisme, elle continuera de freiner la croissance au troisième trimestre. En réponse à la crise, les autorités ont intensifié la relance budgétaire et monétaire pour stabiliser l'économie, mais l'atonie de la demande extérieure continue de peser sur les perspectives à court terme. Les pressions sur la livre turque, déclenchées par les inquiétudes relatives à la baisse des réserves de change et à la capacité des autorités nationales à continuer de défendre la monnaie, se sont accentuées récemment.

Le commerce mondial devrait enregistrer une contraction à deux chiffres en 2020. Le recul prononcé des importations mondiales (hors zone euro) en 2020 reflète à la fois la forte procyclicité des échanges commerciaux, en particulier en période de ralentissement économique, et la nature particulière de la crise de la COVID-19. La baisse de la demande mondiale, conjuguée aux perturbations des chaînes de production mondiales et un accroissement des coûts des échanges commerciaux en raison des mesures d'endiguement liés à la COVID-19 ont pesé lourdement sur le commerce mondial. Au deuxième trimestre, les importations mondiales de marchandises (hors zone euro) se sont contractées de 10,5 % en rythme trimestriel, même si le mouvement baissier s'est légèrement atténué en mai, et un rebond plus marqué a été enregistré en juin (+6,3 % en glissement mensuel). Les données d'enquêtes font également état d'un rebond des échanges commerciaux, l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier ayant augmenté en août pour le quatrième mois consécutif, passant de 46,1 en juin à 49,5 en août, après un point bas à 27 en avril (cf. graphique 2). À l'avenir, même si les échanges commerciaux mondiaux devraient repartir à la hausse avec la levée progressive des mesures d'endiguement, la crise actuelle pourrait avoir des répercussions durables. À court terme, les décisions prises par les pouvoirs publics de maintenir des restrictions de déplacement sélectives, au moins jusqu'à ce qu'une solution médicale soit trouvée, pourraient encore freiner les échanges en faisant augmenter leurs coûts. Enfin, la pandémie de COVID-19 ayant mis en évidence la dépendance de certains pays à l'égard de leurs fournisseurs extérieurs, de nouvelles politiques pourraient être mises en place. Ces politiques pourraient avoir pour objectif de diversifier les fournisseurs mondiaux afin d'éviter toute mono-dépendance, ou de relocaliser la production, ce qui aurait des répercussions négatives sur les chaînes de valeur mondiales complexes. Selon les projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE, le commerce mondial devrait se contracter de 11,2 % en 2020 puis augmenter de 6,8 % en 2021 et de 4 % en 2022. La demande extérieure adressée à la zone euro devrait diminuer de 12,5 % en 2020 et augmenter de 6,9 % en 2021 et de 3,7 % en 2022.

Graphique 2

Enquêtes et échanges internationaux de biens (hors zone euro)

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



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

Notes : Les dernières observations se rapportent à août 2020 pour les données des indices des directeurs d'achat et à juin 2020 pour les importations mondiales de marchandises. Les indices et les données se rapportent à l'agrégat mondial hors zone euro.

L'incertitude relative à l'évolution future de la pandémie continuera de déterminer les perspectives économiques mondiales.

Les craintes relatives à une possible nouvelle intensification de la pandémie et l'introduction éventuelle de mesures d'endiguement plus strictes pèsent sur les décisions d'investissement et d'embauche des entreprises. Cela affecte la confiance des consommateurs et implique seulement un rebond relativement timide de la consommation. Plus cette situation dure, plus les séquelles à long terme sur l'économie risquent d'être profondes. Pour illustrer toute la diversité des répercussions possibles de la pandémie de COVID-19 sur l'économie mondiale, le scénario de référence des projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE est complété par deux autres scénarios³ – l'un clément, l'autre sévère. Ces scénarios peuvent être considérés comme fournissant une fourchette indicative autour de la projection de référence. Les risques liés à la pandémie, ainsi que les autres risques à la baisse liés aux négociations du Brexit et à une éventuelle montée du protectionnisme commercial restent d'actualité. Toutefois, ces autres risques sont eux-mêmes probablement subordonnés dans une certaine mesure à l'évolution future de la pandémie de COVID-19 et aux mesures prises.

Évolutions des prix au niveau mondial

Les prix du pétrole se sont redressés dans le contexte de rebond de l'activité économique et de baisse de l'offre de pétrole liée aux réductions de la production convenues début mai. Après s'être effondrés en dessous de 20 dollars le baril en avril, les prix du *Brent* ont augmenté pour s'établir autour de 45 dollars le

³ Pour plus de précisions, cf. l'encadré intitulé « Scénarios alternatifs pour les perspectives économiques de la zone euro » dans les Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2020.

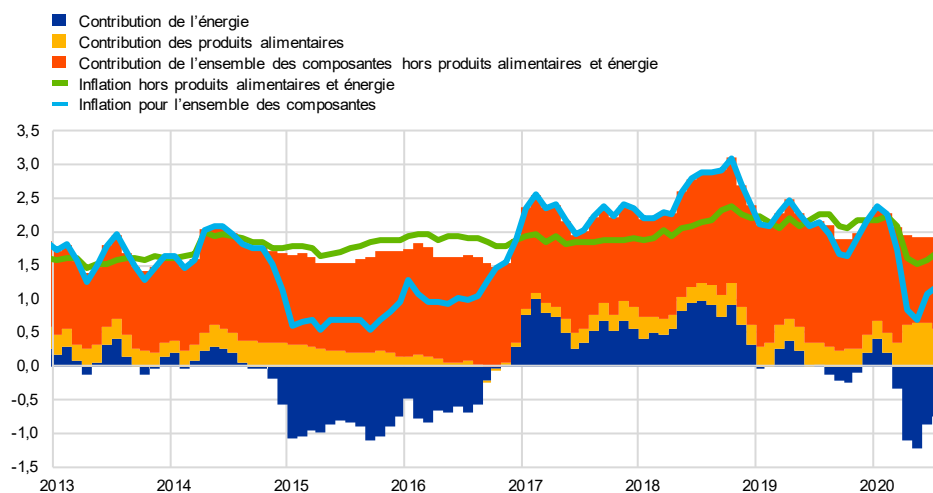
baril à la date d'arrêt des données pour les projections macroéconomiques de septembre établies par les services de la BCE. Toutefois, la baisse simultanée du taux de change effectif nominal du dollar implique que dans de nombreuses économies, la hausse des prix du pétrole a été moins prononcée exprimée en monnaie nationale. Le redressement partiel des prix du pétrole semble résulter d'une demande de pétrole plus forte que prévu en raison de l'assouplissement des mesures de confinement, même si, globalement, la demande de pétrole devrait toujours demeurer modérée et inférieure à ses niveaux de 2019 tout au long de 2020 et 2021. Du côté de l'offre, l'OPEP+ a conclu début mai un accord sur une réduction de la production de près de 10 000 barils par jour, ce qui conjugué aux interruptions importantes de la production de pétrole aux États-Unis et au Canada a soutenu les prix du pétrole. Le redressement des prix du pétrole s'est ralenti en août, après l'arrivée à expiration des réductions volontaires de la production de la part de l'Arabie Saoudite et le tassement de la demande mondiale de pétrole. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème, les hypothèses relatives aux prix du pétrole brut dans les projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE ont été révisées à la hausse de 18,8 %, 27,8 % et 20,8 % pour 2020, 2021 et 2022, respectivement. Depuis la date d'arrêt des données pour les projections de septembre établies par les services de la BCE, le prix du pétrole brut a diminué, le prix du *Brent* s'établissant à 40 dollars le baril environ le 9 septembre. Pour l'avenir, même si la courbe des contrats à terme sur le pétrole est seulement légèrement ascendante, les prix du pétrole brut devraient rester volatils. Cela reflète le fait que les perspectives économiques demeurent très incertaines et que l'utilisation des capacités de stockage est exceptionnellement élevée.

L'inflation mondiale reste modérée même si le frein exercé par les prix de l'énergie s'est atténué récemment. La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE s'est progressivement accélérée, passant de 0,7 % en mai à 1,2 % en juillet (cf. graphique 3). L'effet baissier exercé par la variation annuelle des prix de l'énergie s'est atténué ces derniers mois. Les prix de l'énergie ont baissé de 8,4 %, soit moins qu'en juin (-9,5%). Dans le même temps, la hausse des prix des produits alimentaires est revenue à 3,8 % en juillet contre 4,6 % en juin. La hausse annuelle de l'IPC dans la zone OCDE, hors produits alimentaires et énergie, s'est légèrement accélérée pour s'établir à 1,7 % en juillet. Dans les économies avancées, la hausse annuelle des prix à la consommation s'est accentuée aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, tandis qu'elle est revenue à 0,1 % au Canada en juillet (contre 0,7 % en juin). En juillet, l'inflation annuelle totale s'est accentuée modérément dans toutes les grandes économies de marché émergentes n'appartenant pas à l'OCDE.

Graphique 3

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

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



Sources : OCDE et calculs des services de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à juillet 2020.

L'inflation mondiale devrait demeurer relativement faible, dans un contexte de prix du pétrole bas et de faible demande. La faiblesse de la demande, la forte détérioration des marchés du travail et la sous-utilisation plus importante des capacités de production devraient atténuer les tensions inflationnistes sous-jacentes à l'échelle mondiale. La baisse des prix du pétrole explique une grande partie de la révision à la baisse des prix à l'exportation des concurrents de la zone euro (en monnaie nationale) en 2020. Comme les prix du pétrole brut devraient progressivement augmenter sur l'horizon de projection, cet effet se dissipera et les prix à l'exportation des concurrents de la zone euro devraient revenir à leur moyenne de long terme vers la fin 2021.

2 Évolutions financières

Au cours de la période sous revue (du 4 juin 2020 au 9 septembre 2020), la courbe à terme du taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) s'est déplacée vers le bas. En dépit d'une légère inversion sur la partie courte, la courbe ne signale pas d'anticipation forte d'une baisse des taux directeurs à très court terme. Dans la continuité des évolutions intervenues au cours de l'été, les écarts de rendement des obligations souveraines à long terme de la zone euro ont diminué au cours de la période sous revue, sous l'effet de la combinaison des mesures de soutien monétaire et budgétaire. Les prix des actifs risqués ont légèrement augmenté, principalement en raison de perspectives de bénéfices à court terme généralement plus positives. Sur les marchés des changes, l'euro s'est fortement apprécié en termes pondérés des échanges commerciaux.

L'Eonia et le nouveau taux de référence à court terme de l'euro (€STR) se sont établis en moyenne à – 46 et – 55 points de base, respectivement, au cours de la période sous revue ⁴. L'excédent de liquidité a augmenté de 807 milliards d'euros pour s'établir à 2 982 milliards environ. Cette évolution reflète principalement le tirage des opérations de refinancement à plus long terme (TLTRO III), ainsi que le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), et le programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) ⁵.

La courbe des taux à terme de l'Eonia s'est déplacée vers le bas au cours de la période sous revue, en particulier sur les échéances à moyen et long terme, et la courbe s'est légèrement inversée (cf. graphique 4). En dépit de cette inversion, la courbe ne suggère pas d'anticipation forte par les marchés d'une baisse imminente des taux directeurs. Dans l'ensemble, les taux à terme de l'Eonia demeurent inférieurs à zéro pour les horizons allant jusqu'à 2028, reflétant la poursuite des anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux d'intérêt négatifs.

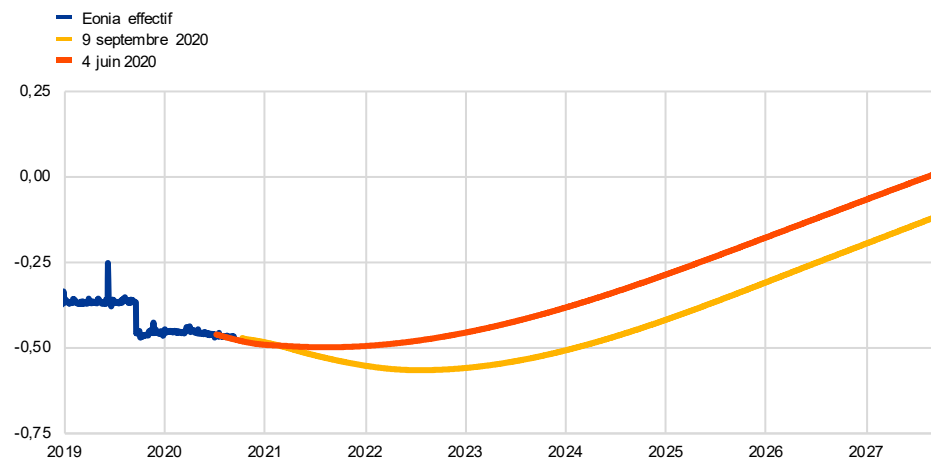
⁴ La méthodologie de calcul de l'Eonia a changé le 2 octobre 2019 ; ce taux correspond désormais à l'€STR majoré d'un *spread* fixe de 8,5 points de base. Cf. l'encadré intitulé « [Adieu Eonia, bienvenue à €STR !](#) », *Bulletin économique*, n° 7, BCE, 2019.

⁵ Pour la période s'achevant le 5 mai 2020, cf. l'encadré intitulé « [Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 29 janvier au 5 mai 2020](#) », *Bulletin économique*, n°4, BCE, 2020.

Graphique 4

Taux à terme de l'Eonia

(en pourcentage annuel)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

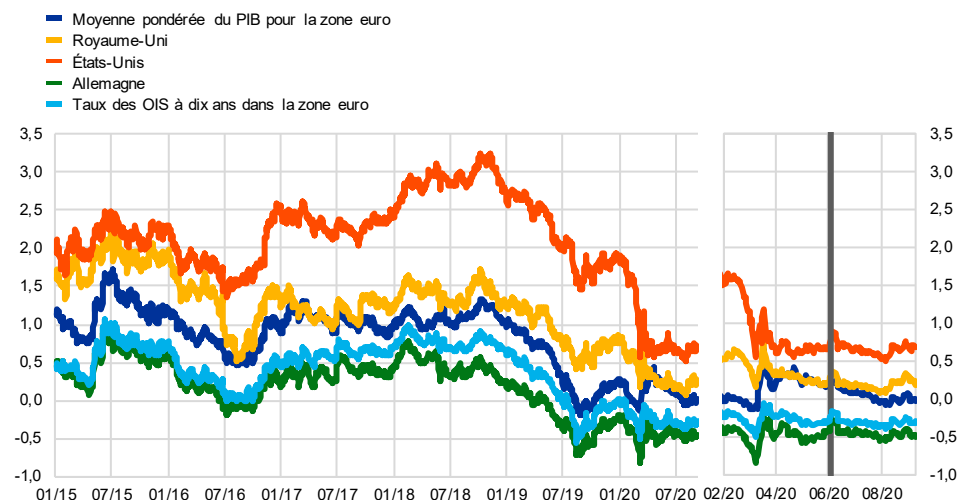
Les rendements des obligations souveraines à long terme ont diminué dans les principales juridictions au cours de la période sous revue (cf. graphique 5).

Le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro a diminué de 23 points de base pour s'établir à 0,01 % sous l'effet d'une combinaison de taux sans risque légèrement plus bas et d'un resserrement des écarts de rendement souverains (cf. graphique 6). Aux États-Unis et au Royaume-Uni, les rendements des obligations souveraines à dix ans ont baissé de 5 et 4 points de base, respectivement, revenant dans les deux cas à des niveaux proches de points bas historiques.

Graphique 5

Rendements des obligations souveraines à dix ans

(en pourcentage annuel)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (4 juin 2020). Les dernières observations se rapportent au 9 septembre 2020.

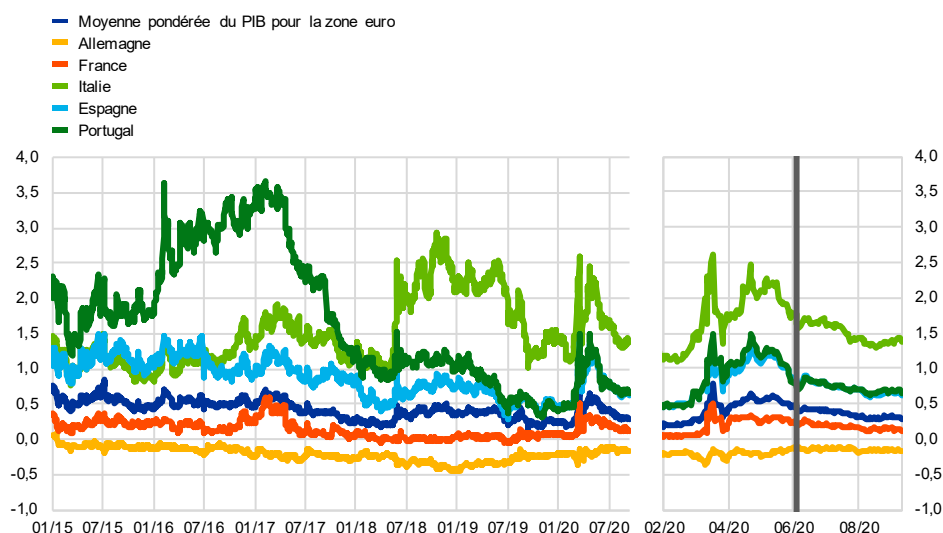
Les écarts entre les rendements des obligations souveraines de la zone euro et les taux des swaps au jour le jour (OIS) se sont encore resserrés sous l'effet des mesures de soutien monétaire et budgétaire (cf. graphique 6).

La combinaison des mesures monétaires et budgétaires mises en place pour soutenir l'économie (y compris l'instrument « *Next Generation EU* ») a contribué à la poursuite de la baisse des écarts de rendement souverains tout au long de la période sous revue. Les écarts de rendement souverains allemand, français, italien, espagnol et portugais à dix ans ont diminué de 6, 12, 41, 22 et 17 points de base, ressortant à - 0,18, 0,12, 1,37, 0,63 et 0,65 point de pourcentage, respectivement. En conséquence, l'écart de rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro a diminué de 17 points de base, revenant à 0,29 point de pourcentage, soit un niveau seulement légèrement supérieur à son niveau de début d'année.

Graphique 6

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

(en points de pourcentage)



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

Notes : L'écart de rendement est calculé en soustrayant le taux OIS à dix ans du rendement des obligations souveraines à dix ans. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (4 juin 2020). Les dernières observations se rapportent au 9 septembre 2020.

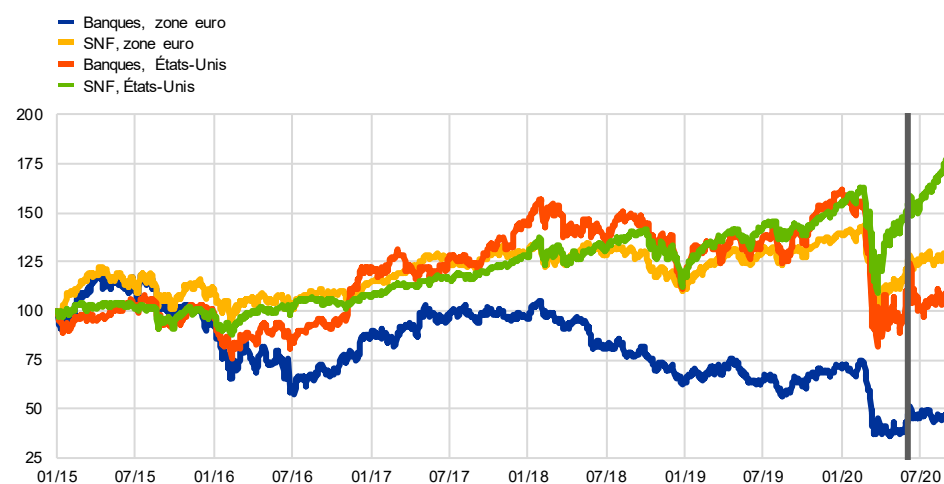
Les indices boursiers relatifs aux sociétés non financières (SNF) de la zone euro et des États-Unis ont augmenté en raison de l'amélioration significative des perspectives de bénéfices à court terme (cf. graphique 7).

Du fait de l'optimisme accru concernant les perspectives économiques, les anticipations de bénéfices des entreprises de la zone euro se sont nettement améliorées par rapport aux niveaux extrêmement faibles auxquels elles se situaient ; et on anticipe dès lors une hausse des bénéfices sur le reste de l'année. Cela a influé de manière positive sur les prix des actions des SNF de la zone euro au cours de la période sous revue, ces prix augmentant de 2 % environ. Une hausse encore plus forte (10 % environ) a été observée aux États-Unis, les prix des actions des SNF atteignant des niveaux record. En revanche, les prix des actions bancaires ont diminué de 2 % et 5 %,

respectivement, dans la zone euro et aux États-Unis, la persistance de perspectives incertaines et le risque d'augmentation des faillites d'entreprises continuant de peser sur les anticipations de bénéfices du secteur.

Graphique 7 Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

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



Sources : Refinitiv et calculs de la BCE.

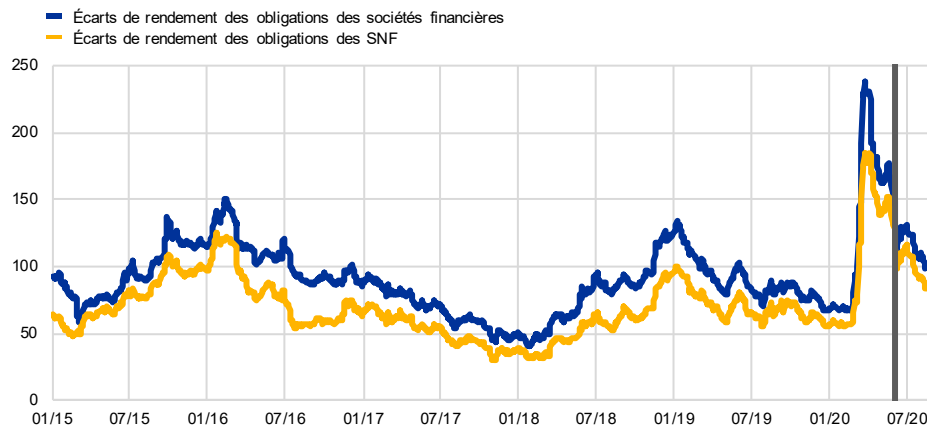
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (4 juin 2020). Les dernières observations se rapportent au 9 septembre 2020.

Les écarts de rendement des obligations des sociétés de la zone euro ont continué de se resserrer (cf. graphique 8). Les écarts de rendement des obligations les mieux notées (*investment-grade*) émises par les SNF et le secteur financier par rapport au taux sans risque ont diminué de 38 et 37 points de base, respectivement. Dans l'ensemble, cette diminution reflète dans une large mesure la baisse de la prime excédentaire sur les obligations, c'est-à-dire la composante des écarts de rendement des obligations des sociétés non expliquée par les fondamentaux du crédit (tels que mesurés par les notations et les taux de défaut attendus) qui sont demeurés globalement stables. En dépit d'une forte compression depuis mars, les écarts de rendement des obligations des sociétés demeurent légèrement supérieurs aux niveaux constatés avant la pandémie de coronavirus (COVID-19), reflétant probablement l'anticipation par les marchés d'une augmentation des faillites d'entreprises au cours des prochains trimestres.

Graphique 8

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

(en points de base)



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

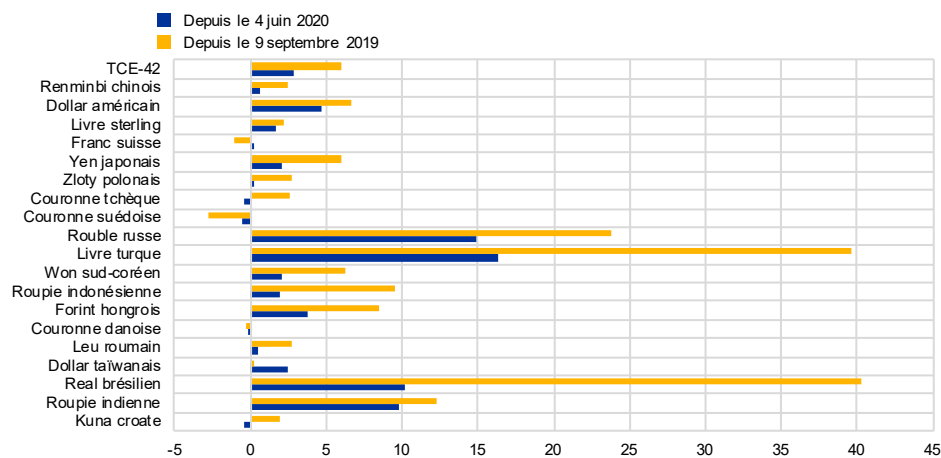
Notes : Les écarts de rendement sont calculés comme les écarts des taux des *swaps* sur actifs par rapport au taux sans risque. Les indices comprennent des obligations d'échéances différentes (mais d'une durée résiduelle d'au moins un an) et bénéficiant d'une notation élevée. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (4 juin 2020). Les dernières observations se rapportent au 9 septembre 2020.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est fortement apprécié en termes pondérés des échanges commerciaux (cf. graphique 9). Le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 42 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est apprécié de 2,8 % au cours de la période sous revue. S'agissant des évolutions du taux de change bilatéral, l'appréciation effective de l'euro a été tout à fait généralisée et a pu s'observer par rapport aux devises de la presque totalité des principaux partenaires commerciaux de la zone euro. En particulier, l'euro s'est nettement apprécié par rapport au dollar (de 4,6 %), reflétant un affaiblissement plus général du dollar du fait de l'amélioration du sentiment à l'égard du risque dans le contexte actuel de reprise mondiale. L'euro s'est également renforcé vis-à-vis du yen japonais (de 2,1 %), de la livre sterling (de 1,7 %) et du renminbi chinois (de 0,6 %) et s'est fortement apprécié vis-à-vis des devises de la plupart des principales économies de marché émergentes, en particulier le rouble russe, la livre turque et le real brésilien. S'agissant des devises des États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, l'euro s'est apprécié vis-à-vis du forint hongrois, alors qu'il s'est affaibli par rapport à la plupart des autres devises, qui ont en partie regagné les pertes enregistrées durant l'intensification de la pandémie de coronavirus en mars et avril de cette année.

Graphique 9

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

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le « TCE-42 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 42 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 9 septembre 2020.

3 Activité économique

Le PIB en volume de la zone euro a chuté de 11,8 %, en rythme trimestriel, au deuxième trimestre 2020, en raison de la pandémie de coronavirus (COVID-19) qui a frappé l'économie mondiale. Alors que cette forte contraction a résulté essentiellement de l'effondrement de l'activité observé en mars et avril, les données disponibles depuis mai ont signalé que l'économie se redresse. Les données quantitatives comme les enquêtes vont dans le sens d'un rebond significatif de la croissance du PIB au troisième trimestre. Parallèlement au rebond de la production industrielle et des services, des signes d'une reprise de la consommation apparaissent, conformément aux anticipations. L'activité s'est ralentie récemment dans le secteur des services par rapport au secteur manufacturier, ce qui ressort également des résultats d'enquêtes pour le mois d'août. Les hausses des taux d'infection par le coronavirus au cours des mois d'été obscurcissent les perspectives à court terme. Pour la période à venir, la poursuite d'une reprise soutenue demeure fortement dépendante de l'évolution de la pandémie et de la réussite des politiques d'endiguement. Alors que les incertitudes concernant l'évolution de la pandémie sont de nature à affaiblir la reprise sur le marché du travail ainsi que le redressement de la consommation et de l'investissement, l'économie de la zone euro doit être soutenue par des conditions de financement favorables, une orientation budgétaire expansionniste et un affermissement de l'activité et de la demande mondiales. Cette évaluation se reflète aussi largement dans les projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de – 8,0 % en 2020, 5,0 % en 2021 et 3,2 % en 2022. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées à la hausse de 0,7 point de pourcentage pour 2020 et à la baisse de 0,2 et 0,1 point de pourcentage pour 2021 et 2022 respectivement.

L'activité économique dans la zone euro a enregistré un recul sans précédent au deuxième trimestre 2020 en raison de la pandémie de COVID-19 et des mesures d'endiguement associées.

Le PIB en volume a chuté de 11,8 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2020 sous l'effet des mesures de confinement qui avaient atteint leur niveau de contrainte maximale en avril avant d'être assouplies progressivement au cours des mois suivants. Par comparaison avec le quatrième trimestre 2019, le PIB en volume a ainsi diminué globalement de 15,1 % au premier semestre 2020, revenant à des niveaux jamais observés depuis le premier trimestre 2005.

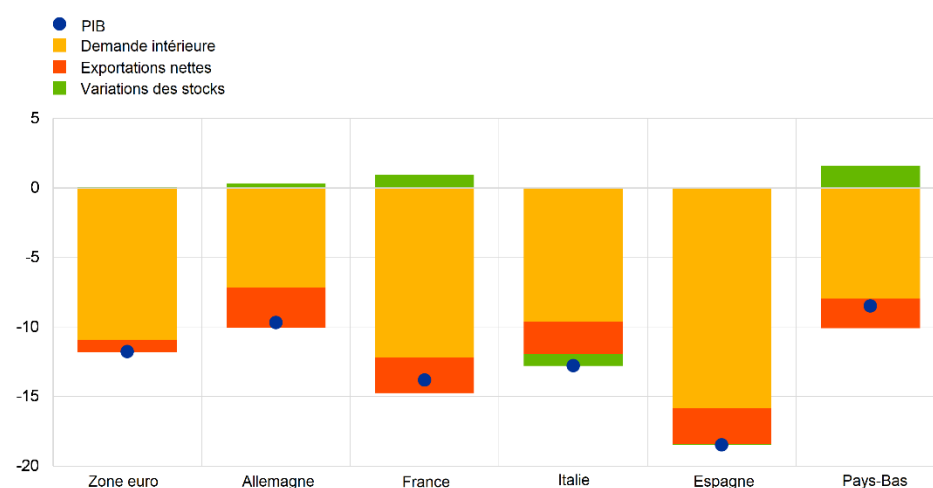
La contraction causée par la pandémie de COVID-19 a touché l'ensemble des pays et secteurs. Le PIB a diminué dans tous les pays de la zone euro au deuxième trimestre 2020, l'ampleur de cette baisse reflétant l'impact de la pandémie ainsi que le calendrier et le caractère contraignant des mesures de confinement dans chaque pays. Parmi les principales économies de la zone euro, le PIB a diminué de 18,5 % en Espagne, de 13,8 % en France, de 12,4 % en Italie, de 9,7 % en Allemagne et de 8,5 % aux Pays-Bas en rythme trimestriel.

La pandémie de COVID-19 a entraîné une chute sans précédent de la demande intérieure et de l'activité des services. Comme le montre la ventilation des composantes de la dépense du PIB (cf. graphique 10), le recul de l'activité au deuxième trimestre 2020 a résulté d'une forte baisse de la demande intérieure (– 10,9 %). Contrairement aux précédentes récessions (telle que la crise financière mondiale de 2007-2008), l'activité qui a été la plus touchée est celle du secteur des services, en raison de la nature des mesures de distanciation sociale. Les exportations nettes ont également contribué négativement à la croissance, quoique dans une bien moindre mesure (– 0,9 %). Enfin, la contribution des variations de stocks a été légèrement positive (+ 0,1 %).

Graphique 10

Variation du PIB en volume et contributions des composantes de la dépense au deuxième trimestre 2020

(variations trimestrielles en pourcentage)



Source : Eurostat.

Les marchés du travail de la zone euro ont été fortement affectés par les mesures d'endiguement de la COVID-19. L'emploi s'est contracté de 2,9 % au deuxième trimestre 2020, après une baisse de 0,3 % au premier trimestre.

Cela signifie que, au deuxième trimestre 2020, le nombre de personnes occupant un emploi a diminué de 5,1 millions par rapport au dernier trimestre 2019. Des mesures de soutien, notamment les dispositifs de protection de l'emploi et d'autres dispositifs similaires visant à éviter les licenciements et à soutenir les travailleurs indépendants, expliquent pour l'essentiel le recul plus faible de l'emploi par rapport à l'activité économique. Ces dispositifs préservent les relations de travail et limitent les licenciements tout en aidant les entreprises à réduire les coûts salariaux durant un ralentissement conjoncturel de façon à ce que les travailleurs soient disponibles et les entreprises prêtes à reprendre leur activité une fois levées les mesures de confinement⁶. À ce titre, les dispositifs de chômage partiel limitent les hausses du

⁶ Cf. également l'encadré intitulé « Les dispositifs de chômage partiel et leurs effets sur les salaires et le revenu disponible », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2020 et l'encadré intitulé « Une évaluation préliminaire de l'impact de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2020.

chômage en permettant au marché du travail de faire face aux fluctuations conjoncturelles avec flexibilité, par exemple par le biais d'une réduction importante du nombre d'heures travaillées par personne occupée pour une durée prédéterminée. Le nombre moyen d'heures travaillées s'est contracté de 10,2 % au deuxième trimestre 2020, après une baisse trimestrielle de 3,8 % au premier trimestre. Cela suggère que la baisse du nombre moyen d'heures travaillées représente plus de 75 % de l'ajustement du nombre total d'heures travaillées. Le reste est attribuable à l'emploi. Par conséquent, le recul de l'emploi enregistré au deuxième trimestre est inférieur à la baisse du PIB, ce qui implique un recul marqué de 12,1 % de la productivité par personne occupée sur cette période. En revanche, le nombre total d'heures travaillées a enregistré une diminution supérieure à celle du PIB, la productivité du travail par heure travaillée augmentant de 1,2 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2020.

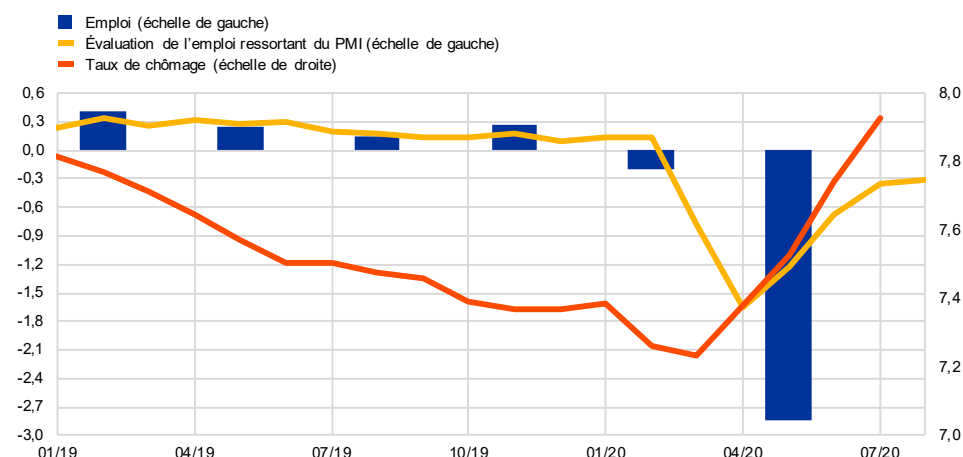
Les indicateurs du marché du travail font état de nouvelles destructions d'emplois au troisième trimestre.

Le taux de chômage dans la zone euro a atteint 7,9 % en juillet 2020 contre 7,7 % en juin. Entre février et juillet 2020, le taux de chômage a augmenté de 0,7 point de pourcentage, soit une hausse inférieure à celle de 1,3 point de pourcentage observée entre septembre 2008 et février 2009 à la suite de la faillite de Lehman Brothers. Cette hausse ne rend pas totalement compte de l'effet de la pandémie, car elle est atténuée par les politiques en faveur du marché du travail adoptées pour soutenir l'emploi et éviter des licenciements définitifs. Elle est également liée aux transitions de l'emploi et du chômage vers l'inactivité en raison des effets économiques des mesures de confinement et des difficultés persistantes rencontrées par les travailleurs à la recherche d'un emploi au fur et à mesure de la levée progressive des mesures d'endiguement. Même si les politiques mises en place pour soutenir le marché du travail produisent des effets, les récents indicateurs tirés d'enquêtes continuent de faire état de destructions d'emplois au troisième trimestre (cf. graphique 11).

Graphique 11

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

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



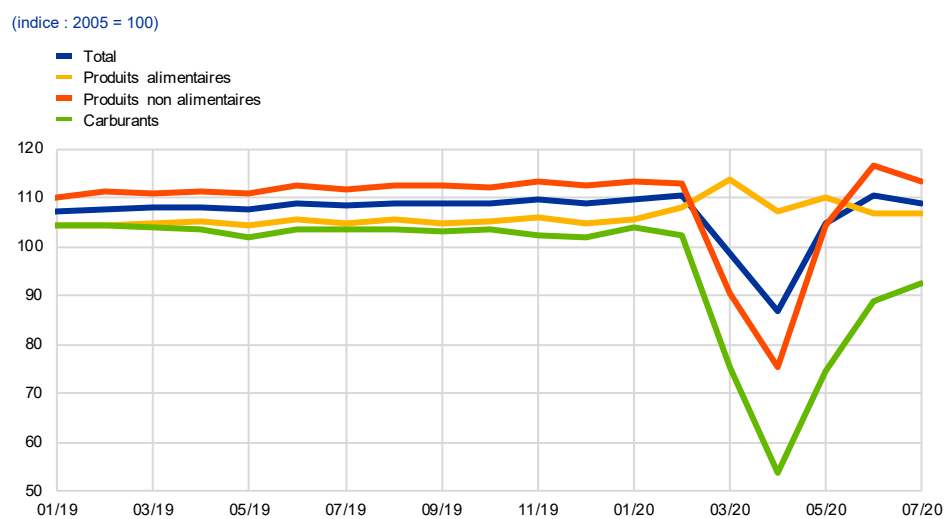
Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.

Notes : L'indice des directeurs d'achat (PMI) est exprimé comme un écart par rapport à 50 divisé par 10. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2020 pour l'emploi, à août 2020 pour le PMI et à juillet 2020 pour le taux de chômage.

Les dépenses de consommation ont augmenté de manière significative en juin et juillet, mais leur reprise est encore loin d'être achevée.

La confiance des consommateurs a légèrement augmenté en août (s'établissant à - 14,7), mais demeure très inférieure à son niveau d'avant la pandémie (- 8,8 au premier trimestre 2020). Le volume des ventes au détail a enregistré une baisse mensuelle de 1,3 % en juillet (cf. graphique 12). Toutefois, en raison des hausses mensuelles exceptionnellement fortes en mai et juin, de 20,6 % et 5,3 %, respectivement, les ventes de juillet se sont établies 8,2 % au-dessus du chiffre moyen du deuxième trimestre et à un niveau proche de ceux enregistrés avant la pandémie. Les ventes de produits alimentaires ont augmenté au début de l'épidémie (reflétant leur nature de biens essentiels, la substitution aux dépenses de restauration et la thésaurisation), tandis que les ventes de carburants se sont effondrées avant de se redresser. Dans le même temps, les ventes de produits non alimentaires se sont fortement contractées dans un premier temps, pour renouer ensuite avec leurs niveaux d'avant la pandémie en juillet. En dépit du fort rebond du commerce de détail, la faiblesse persistante des dépenses de consommation se reflète largement dans les services aux consommateurs, notamment l'hébergement, les spectacles et les transports.

Graphique 12
Commerce de détail de la zone euro



Source : Eurostat.

Pour la période à venir, peu de signes laissent prévoir un dynamisme de la demande de biens de consommation.

Cette évolution ressort de l'évaluation des carnets de commande des producteurs de biens de consommation, des anticipations des entreprises du secteur de détail et des intentions d'achats importants des consommateurs. Même si la baisse de revenus des ménages a été limitée, le taux d'épargne devrait avoir fortement augmenté au deuxième trimestre avant de reculer de nouveau par la suite. Cela reflète l'épargne forcée ou involontaire due aux contraintes imposées par les mesures de confinement, mais certains éléments

montrent également que les canaux classiques, tels que l'épargne de précaution (contracyclique), jouent aussi un rôle important ⁷.

L'investissement des entreprises a rebondi dans une certaine mesure avec la réouverture de l'économie, mais l'atonie de la demande et les risques financiers continuent de peser sur les perspectives pour les prochains trimestres.

Les graves perturbations en matière d'approvisionnement en raison de l'épidémie de COVID-19 ont entraîné une contraction de la production de biens d'équipement dans la zone euro de 21,3 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2020. Parallèlement, l'investissement hors construction a chuté de 20,9 % en rythme trimestriel. Ces contractions trimestrielles masquent, toutefois, une reprise partielle de l'investissement des entreprises depuis mai. Au cours des mois de mai et juin, la production de biens d'équipement a augmenté de 29,9 %, pour s'établir à un niveau toutefois encore nettement inférieur à celui observé en février dernier. Les indicateurs tirés d'enquêtes confirment le tableau d'un rebond partiel, comme le montrent une récente amélioration des anticipations de production des producteurs de biens d'équipement pour les mois à venir ainsi que l'évaluation de leurs carnets de commande. En outre, la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro ⁸ montre que la forte demande de prêts et de lignes de crédit des entreprises de la zone, observée au deuxième trimestre, devrait s'atténuer au troisième trimestre, signe d'une amélioration des anticipations des entreprises. Néanmoins, la faiblesse persistante de la demande et l'éventualité d'un durcissement par les banques des critères d'octroi appliqués aux prêts aux entreprises dans un contexte d'accentuation du risque de crédit devraient limiter le rebond de la demande d'investissement au cours des prochains trimestres.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a chuté de près de 14 % au cours du premier semestre, mais une reprise graduelle et partielle s'est probablement amorcée au cours des derniers mois du deuxième trimestre et s'est poursuivie ensuite.

Au troisième trimestre, les indicateurs à court terme vont dans le sens d'un rebond important – mais incomplet – de l'activité dans la construction. En dépit de l'amélioration sensible de l'indice des directeurs d'achat (PMI) pour la production dans la construction en juillet et de l'indice de la Commission européenne relatif à la confiance des entreprises du secteur de la construction en août, par rapport à leurs points bas d'avril, les deux indices sont néanmoins ressortis à des niveaux historiquement bas. Cette faiblesse pourrait être liée aux contraintes fortes sur la production dans la construction dues à la baisse du nombre de permis de construire délivrés et à des mesures d'endiguement plus contraignantes imposées après la recrudescence des cas de COVID-19 durant les mois d'été. Cela étant, des signes plus tangibles d'une reprise sont fournis par l'indice des directeurs d'achat (PMI) relatif aux anticipations des entreprises du secteur de la construction et par l'évaluation des carnets de commande par les entreprises. Ces dynamiques ont été associées à une demande de logements relativement peu touchée, comme le montrent les indicateurs de la Commission européenne relatifs aux intentions des ménages de faire construire et rénover un

⁷ Cf. également l'encadré 5 du présent *Bulletin économique*.

⁸ Cf., également, « *The euro area bank lending survey – Second quarter of 2020* », BCE, juin 2020.

logement et l'enquête sur la distribution du crédit bancaire de la BCE, qui fait état d'une bonne tenue de la demande de prêts au logement dans plusieurs pays, grâce en partie à des mesures d'allègement de la dette des ménages.

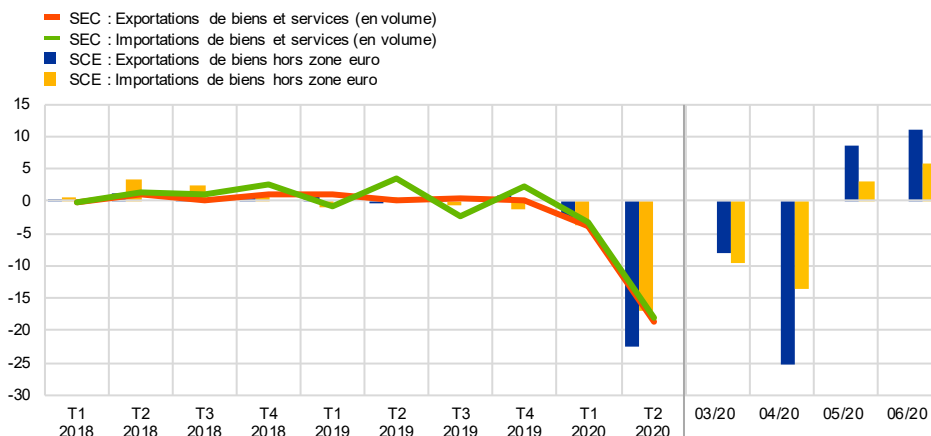
Après le plancher atteint en avril, les échanges commerciaux de la zone euro ont rebondi à la fin du deuxième trimestre 2020, mais leur niveau est nettement plus faible qu'avant.

Dans le prolongement de la forte contraction enregistrée au premier trimestre, les exportations et les importations totales de la zone euro ont reculé de 18,8 % et 18 %, respectivement, au deuxième trimestre (cf. graphique 13). Les données mensuelles portant sur les échanges de biens en termes nominaux en mai et juin montrent que les exportations et les importations de la zone euro ont rattrapé la moitié environ des pertes subies depuis le début de la pandémie, dans un contexte d'assouplissement de certaines mesures d'endiguement. Les échanges intra-zone euro, qui s'étaient contractés davantage que le commerce extérieur au cours des mois précédents, ont rebondi dans des proportions plus importantes, l'atténuation des restrictions associées à la pandémie étant relativement plus prononcée en Europe. L'effondrement des échanges de services a été encore plus marqué, à 21,1 % et 25,4 % pour les exportations et les importations, respectivement. Le tourisme, en particulier, a été fortement touché par les interdictions de se déplacer et autres mesures de confinement, comme le met en évidence la forte baisse des capacités de vol. À plus long terme, les perspectives pour les exportations de la zone euro devraient s'améliorer dans une certaine mesure. L'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier de la zone euro continue d'afficher une expansion en août (52). L'évaluation par la Commission européenne des niveaux des carnets de commandes à l'exportation et l'indicateur de la BCE relatif aux nouvelles commandes dans l'industrie se sont améliorés pendant deux mois consécutifs. S'agissant des indicateurs relatifs au transport de marchandises, ceux relatifs au transport maritime font état d'une reprise progressive, tandis que ceux relatifs au transport aérien restent très inférieurs à leurs niveaux de l'année dernière. En résumé, les données vont dans le sens d'un rebond au cours des prochains mois qui, néanmoins, reste incomplet. S'agissant des services, l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur des services de la zone euro continue de signaler une contraction et les indices relatifs aux capacités de vol marquent un rebond partiel des déplacements au troisième trimestre 2020, notamment vers les destinations touristiques.

Graphique 13

Échanges commerciaux de la zone euro fondés sur les données des comptes nationaux (SEC) et les statistiques du commerce extérieur (SCE)

(variations trimestrielles en pourcentage, variations mensuelles en pourcentage pour mars, avril, mai et juin 2020)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les données des comptes nationaux (SEC) et celles des statistiques du commerce extérieur (SCE) sont corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrés. Les différences dans la désaisonnalisation et d'autres différences méthodologiques peuvent résulter d'écart entre les données SEC et celles des statistiques du commerce extérieur (SCE).

À court terme, un fort rebond de la croissance est attendu dans la zone euro au troisième trimestre 2020. La forte contraction du deuxième trimestre reflète les baisses importantes de l'activité observées en mars et avril. Toutefois, les données disponibles signalent que l'économie est sur la voie de la reprise depuis mai.

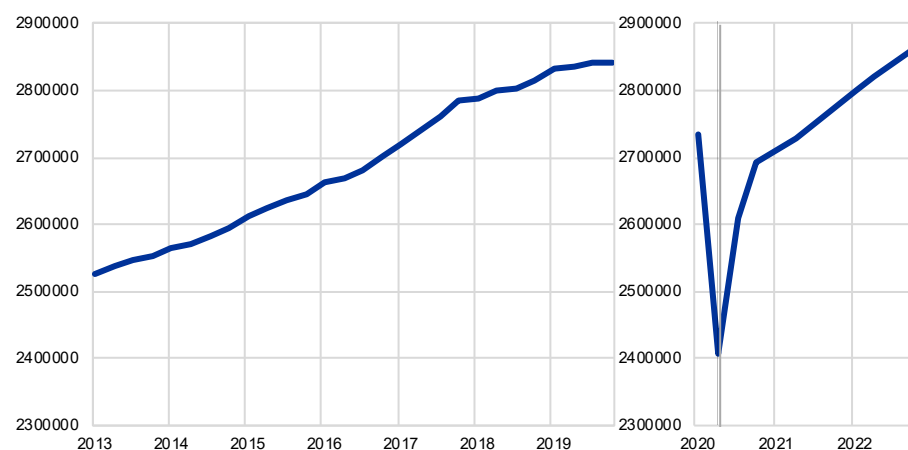
L'amélioration observée dans les enquêtes depuis mai coïncide avec l'assouplissement des mesures de confinement. Les chiffres de juillet et août de l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production et l'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne se situent tous deux nettement au-dessus des niveaux moyens du deuxième trimestre. L'indice PMI s'est établi en moyenne à 53,4 en juillet-août après 31,3 au deuxième trimestre, tandis que l'indicateur ESI est ressorti en moyenne à 85,0 et 69,4, respectivement, sur les mêmes périodes. Si l'activité a continué de s'améliorer dans le secteur manufacturier, elle s'est légèrement ralenti, récemment, dans celui des services.

Pour la période à venir, le rebond de l'activité économique dans la zone euro devrait se poursuivre sur le reste de l'année 2020, sous réserve qu'on n'assiste pas à une résurgence majeure de la pandémie. L'activité dans la zone euro devrait rebondir de 8,4 % au troisième trimestre. Par la suite, le scénario de référence repose sur l'hypothèse-clé d'un succès partiel dans la maîtrise de la propagation du virus, une certaine recrudescence des infections au cours des prochains trimestres se traduisant par le maintien de mesures d'endiguement, quoique moins strictes que lors de la première vague, jusqu'à ce qu'une solution médicale soit trouvée d'ici la mi-2021. Ces mesures d'endiguement, conjuguées à une grande incertitude et à une détérioration de la situation sur les marchés du travail, devraient continuer à peser sur l'offre et la demande. Néanmoins, le soutien substantiel des politiques monétaire, budgétaires et en faveur des marchés du travail, qui ont toutes été renforcées depuis les projections de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème, devrait préserver les revenus et limiter les séquelles

économiques qui pourraient suivre la résolution de la crise sanitaire. Ces politiques sont également censées permettre de prévenir d'importantes amplifications par le biais des canaux financiers. Selon les hypothèses retenues, le PIB en volume de la zone euro devrait reculer de 8,0 % en 2020, puis rebondir de 5,0 % en 2021 et de 3,2 % en 2022. À la fin de l'horizon de projection, le PIB en volume se situerait à un niveau inférieur de 3,5 % à celui qui ressortait des projections de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème, soit le dernier exercice de projection avant la pandémie. Le niveau du PIB au quatrième trimestre 2019 sera atteint d'ici le second semestre de 2022 (cf. graphique 14). Dans le contexte d'incertitude qui entoure l'évolution future de la pandémie, deux scénarios alternatifs ont été préparés. Dans le scénario clément, le choc causé par la pandémie serait temporaire et la mise en œuvre rapide d'une solution médicale permettrait de poursuivre l'assouplissement des mesures d'endiguement. Selon ce scénario, le PIB en volume se contracterait de 7,2 % cette année, avant de rebondir fortement en 2021. À la fin de l'horizon de projection, il dépasserait légèrement le niveau ressortant des projections macroéconomiques de décembre 2019. Dans le scénario sévère, en revanche, une forte résurgence de la pandémie entraînerait le retour à des mesures strictes d'endiguement, s'accompagnant de pertes d'activité significatives et permanentes. Dans cette hypothèse, le PIB en volume chuterait de 10 % en 2020. Il s'établirait, en fin d'horizon de projection, à un niveau inférieur d'environ 9 % à celui des projections de décembre 2019.

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

(volumes chaînés, en millions d'euros)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2020 » publié le 10 septembre 2020 sur le site internet de la BCE.

4 Prix et coûts

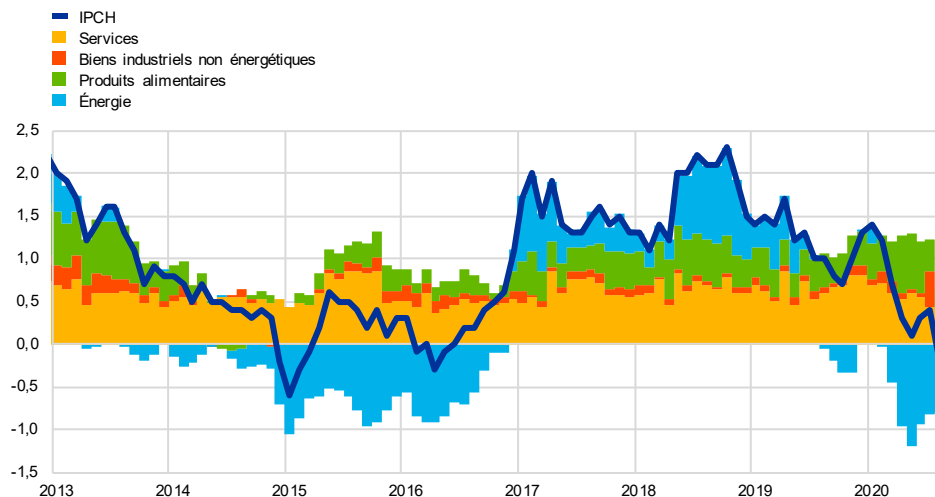
Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro est revenue à – 0,2 % en août, après 0,4 % en juillet. Sur la base des prix actuels du pétrole et des prix des contrats à terme sur le pétrole, et compte tenu de la réduction temporaire des taux de TVA en Allemagne, l'inflation totale devrait rester négative au cours des prochains mois et redevenir positive début 2021. De plus, les tensions sur les prix vont rester contenues à court terme en raison de l'atonie de la demande, de la diminution des tensions sur les salaires et de l'appréciation de l'euro, en dépit de certaines tensions à la hausse liées à des contraintes d'offre. À moyen terme, une reprise de la demande, soutenue par une politique monétaire et des politiques budgétaires accommodantes, exercera une pression à la hausse sur l'inflation. Cette évaluation se reflète largement dans les projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 0,3 % en 2020, de 1,0 % en 2021 et de 1,3 % en 2022. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives d'inflation sont inchangées pour 2020, ont été révisées à la hausse pour 2021 et restent inchangées pour 2022. La projection d'inflation inchangée pour 2022 masque une révision en hausse de l'inflation hors énergie et produits alimentaires – reflétant en partie l'impact positif des mesures monétaires et budgétaires – qui est largement compensée par la trajectoire révisée des prix de l'énergie. La hausse annuelle de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'établir à 0,8 % en 2020, 0,9 % en 2021 et 1,1 % en 2022.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la variation de l'IPCH est devenue négative en août. Cette diminution, de 0,4 % en juillet à – 0,2 % en août, reflète une baisse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) et une moindre hausse des prix des produits alimentaires, compensées partiellement par une variation moins négative des prix de l'énergie (cf. graphique 15). La hausse des prix de l'énergie a continué de s'accroître, même si le taux annuel demeure fermement négatif, reflétant la forte baisse des cours du pétrole après le début de la pandémie de coronavirus (COVID-19). Indiquant également une certaine normalisation, la hausse des prix des produits alimentaires est revenue à des niveaux antérieurs à la pandémie en juillet et en août, ressortant à 2,0 %, puis à 1,7 % au cours des deux mois consécutifs. Selon Eurostat, les difficultés de collecte des prix de l'IPCH liées à la pandémie de COVID-19 ont continué de s'atténuer, les taux d'imputation étant à présent pour l'essentiel revenus à des niveaux normaux.

Graphique 15

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

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à août 2020 (estimations rapides). Les taux de croissance pour 2015 sont biaisés à la hausse en raison d'un changement de méthodologie (cf. l'encadré intitulé « Nouvelle méthode relative à l'indice des prix des voyages organisés en Allemagne et son incidence sur les taux de l'inflation mesurée par l'IPCH », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2019).

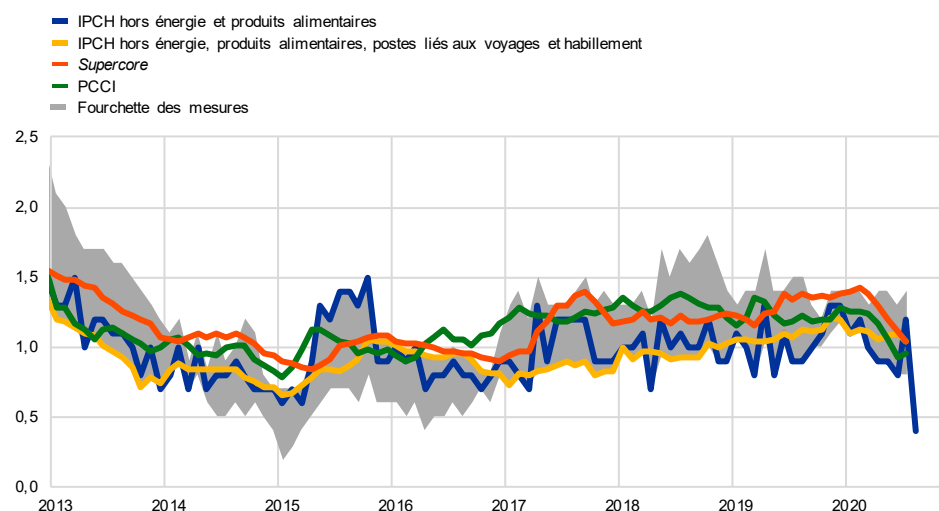
Malgré un net recul récent de la hausse de l'IPCHX, les mesures de l'inflation sous-jacente font globalement état d'un léger affaiblissement depuis le début de la pandémie. L'inflation mesurée par l'IPCHX est revenue à 0,4 % en août, après 1,2 % en juillet, en raison du ralentissement de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques et des services. Les évolutions marquées de la hausse de l'IPCHX en juillet et en août s'expliquent principalement par des facteurs temporaires. La hausse des prix des biens industriels non énergétiques est ressortie à -0,1 % en août, après 1,6 % en juillet et 0,2 % les mois précédents. La récente volatilité de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques reflète, dans une large mesure, l'impact d'un report des ventes saisonnières d'habillement et de chaussures dans certains pays de la zone euro. Ce report a exercé une forte pression à la hausse en juillet, qui s'est résorbée en août. Les évolutions les plus récentes de l'IPCHX reflètent également la réduction temporaire des taux de TVA en Allemagne depuis juillet 2020. Les autres mesures de l'inflation sous-jacente font état d'un affaiblissement plus modéré (données disponibles essentiellement jusqu'en juillet ; cf. graphique 16). L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages et habillement, les indicateurs Composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI), hors énergie et *supercore*⁹ se sont inscrits en légère baisse.

⁹ Pour de plus amples informations sur ces mesures de l'inflation sous-jacente, cf. les encadrés 2 et 3 de l'article intitulé « Les mesures de l'inflation sous-jacente pour la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018.

Graphique 16

Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à août 2020 pour l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (estimation rapide) et à juillet 2020 pour toutes les autres mesures. La fourchette des mesures de l'inflation sous-jacente comprend les éléments suivants : IPCH hors énergie ; IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés ; IPCH hors énergie et produits alimentaires ; IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages et habillement ; la moyenne tronquée (10 %), la moyenne tronquée (30 %), et la médiane pondérée de l'IPCH. Les taux de croissance pour 2015 de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires sont biaisés à la hausse en raison d'un changement de méthodologie (cf. l'encadré intitulé « Nouvelle méthode relative à l'indice des prix des voyages organisés en Allemagne et son incidence sur les taux de l'inflation mesurée par l'IPCH », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2019.)

Les tensions sur les prix le long de la chaîne d'approvisionnement se sont légèrement renforcées pour la composante biens industriels non énergétiques de l'IPCH.

La hausse des prix à la production des biens de consommation non alimentaires vendus dans la zone euro, qui est un indicateur des tensions sur les prix en aval de la chaîne d'approvisionnement, s'est établie à 0,7% en juillet (en hausse de 0,1 point de pourcentage), légèrement au-dessus de sa moyenne de long terme de 0,6 %. Le taux annuel correspondant des prix à l'importation s'est toutefois inscrit en légère baisse à -0,7 % en juillet, 0,2 point de pourcentage au-dessous de son niveau de juin, ce qui peut en partie refléter de légers effets baissiers liés à la récente appréciation du taux de change effectif de l'euro. En amont de la chaîne des prix intérieurs, la hausse des prix des biens intermédiaires s'est légèrement accentuée malgré le renforcement de l'euro. Pour les biens intermédiaires, la hausse des prix à la production s'est établie à -2,0 % en juillet, contre -2,5 % en juin, tandis que la hausse des prix à l'importation est restée pratiquement inchangée à -2,7 %.

La croissance de la rémunération par tête a continué d'afficher un recul prononcé au deuxième trimestre 2020, reflétant largement la baisse du nombre d'heures travaillées.

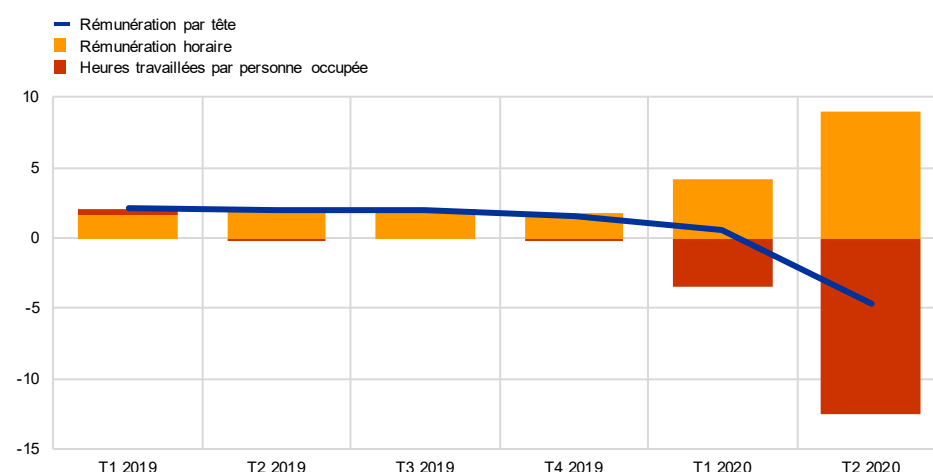
La croissance annuelle de la rémunération par tête est ressortie en baisse à -4,6 % au deuxième trimestre, contre 0,6 % au premier trimestre (cf. graphique 17). Ce recul a été généralisé à l'ensemble des secteurs (à l'exception de l'agriculture et de la pêche) et des pays. Le ralentissement continu de la rémunération par tête dans la zone euro reflète essentiellement une forte diminution du nombre d'heures travaillées par personne occupée après le début de

la pandémie de COVID-19 et les mesures de confinement et d'endiguement qui ont suivi. La croissance annuelle de la rémunération horaire s'est inscrite en hausse à 9,0 % au deuxième trimestre, contre 4,2 % au trimestre précédent, en raison de la forte diminution du nombre d'heures effectivement travaillées par personne occupée. Ces évolutions contraires reflètent l'impact des dispositifs d'activité partielle (chômage partiel et technique) pour atténuer les effets sur les revenus du travail. Les salaires négociés ont augmenté de 1,7 % au deuxième trimestre, les évolutions récentes de la rémunération par tête impliquant un effet baissier considérable sur le glissement des salaires. Néanmoins, le ralentissement de la rémunération par tête a amplifié les pertes de revenus du travail dans la mesure où, à des fins statistiques, plusieurs pays comptabilisent les aides publiques dans les transferts et non dans les rémunérations.

Graphique 17

Décomposition de la rémunération par tête en rémunération horaire et en heures travaillées

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2020.

Après avoir atteint des points bas historiques vers mi-mars, les indicateurs des anticipations d'inflation à long terme extraits des instruments de marché ont continué de se redresser, revenant à leurs niveaux antérieurs à la pandémie, encore faibles toutefois (cf. graphique 18). Cette évolution reflète

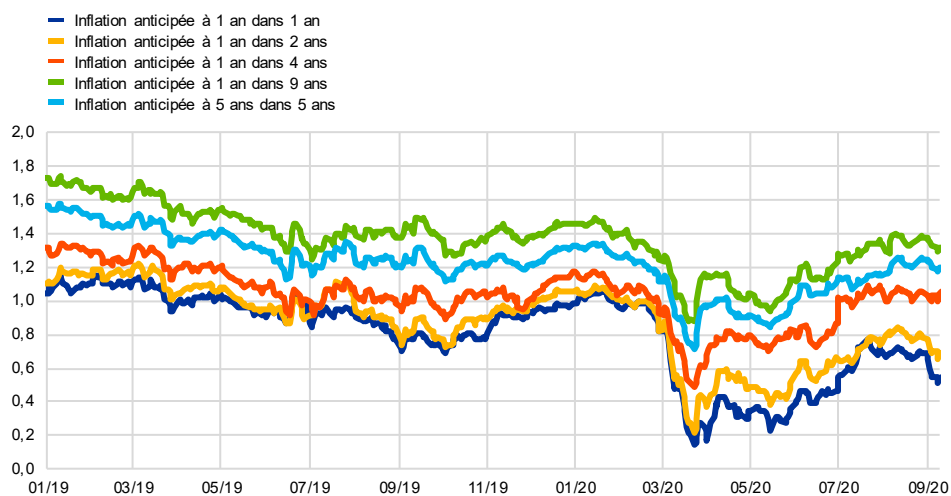
l'amélioration des perspectives macroéconomiques mondiales et du sentiment à l'égard du risque, ainsi que l'ampleur du soutien monétaire et budgétaire. Dans le prolongement de cette tendance, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans a encore augmenté, de quelque 10 points de base, pour s'établir à 1,20 % le 4 septembre 2020, soit près de 50 points de base au-dessus de son point bas historique de 0,72 % (mi-mars). Dans le même temps, le profil anticipé des indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché continue d'indiquer une période prolongée d'inflation faible. Les marchés d'options sur l'inflation font encore également état d'importants risques à la baisse à court terme, les probabilités de déflation sous-jacente demeurant à des niveaux historiquement élevés. D'après l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour

le troisième trimestre 2020, menée durant la première semaine de juillet 2020, et les dernières publications du Consensus économique et du Baromètre de la zone euro, les anticipations d'inflation à long terme tirées d'enquêtes se sont maintenues à leurs points bas historiques, ou à des niveaux proches, en juillet, reflétant l'incidence de la pandémie de COVID-19, les mesures prises pour l'endiguer ainsi que les incertitudes persistantes.

Graphique 18

Indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 9 septembre 2020.

Les projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE prévoient une accélération de l'inflation totale sur l'horizon de projection. D'après le scénario de référence, la hausse de l'IPCH total devrait atteindre en moyenne 0,3 % en 2020, 1,0 % en 2021 et 1,3 % en 2022 (cf. graphique 19). Par rapport aux projections de juin 2020 des services de l'Eurosystème, les perspectives d'évolution de l'IPCH sont inchangées pour 2020, révisées à la hausse de 0,2 point de pourcentage pour 2021 et inchangées pour 2022. À court terme, du fait de l'effondrement précédemment observé des cours du pétrole, de l'appréciation de l'euro et d'une réduction temporaire des taux de TVA en Allemagne, l'inflation totale dans la zone euro devrait rester négative au cours des prochains mois. En 2021, des effets de base de la composante énergie et, dans une moindre mesure, l'anticipation de la fin de la réduction du taux de TVA en Allemagne, devraient entraîner un rebond mécanique¹⁰. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait se modérer jusqu'à la fin 2020. Des effets désinflationnistes devraient concerner l'ensemble des secteurs des biens et services, la demande demeurant faible. Toutefois, des tensions haussières continues sur les coûts, liées à l'insuffisance de l'offre, devraient en partie compenser ces effets. À moyen terme, sous l'effet du redressement attendu des cours du pétrole et de la demande, l'inflation devrait s'accélérer, malgré l'atténuation des tensions haussières provenant d'effets défavorables du côté de l'offre associés à la pandémie

¹⁰ Pour plus d'information, cf. l'encadré 6 du présent *Bulletin économique*.

et en dépit de l'appréciation de l'euro. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'établir à 0,8 % en 2020 et à 0,9 % en 2021, avant de s'établir à 1,1 % en 2022.

Graphique 19

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

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2020 » publié le 10 septembre 2020 sur le site internet de la BCE.

Notes : La ligne verticale indique le début de l'horizon de projection. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2020 (données) et au quatrième trimestre 2022 (projections). La date d'arrêt des données figurant dans les projections macroéconomiques de septembre 2020 pour la zone euro établies par les services de la BCE est le 27 août 2020.

5 Monnaie et crédit

La pandémie de coronavirus (COVID-19) a continué d'influer de manière significative sur la dynamique monétaire dans la zone euro. Le crédit domestique est demeuré la principale source de création monétaire, essentiellement sous forme de prêts aux sociétés non financières (SNF) et d'achats nets d'obligations d'État par l'Eurosystème. Les mesures rapides et de grande ampleur prises par les autorités monétaires, budgétaires et de surveillance prudentielle ont soutenu l'octroi de crédit bancaire à l'économie de la zone euro à des conditions favorables. Cela a également dopé le financement externe total des entreprises de la zone euro au deuxième trimestre 2020, les émissions de titres de créance et les prêts bancaires aux entreprises enregistrant une forte hausse. Le coût total du financement par endettement des entreprises est resté favorable, le coût de l'endettement de marché poursuivant sa baisse et les taux débiteurs bancaires restant proches de leurs plus bas historiques.

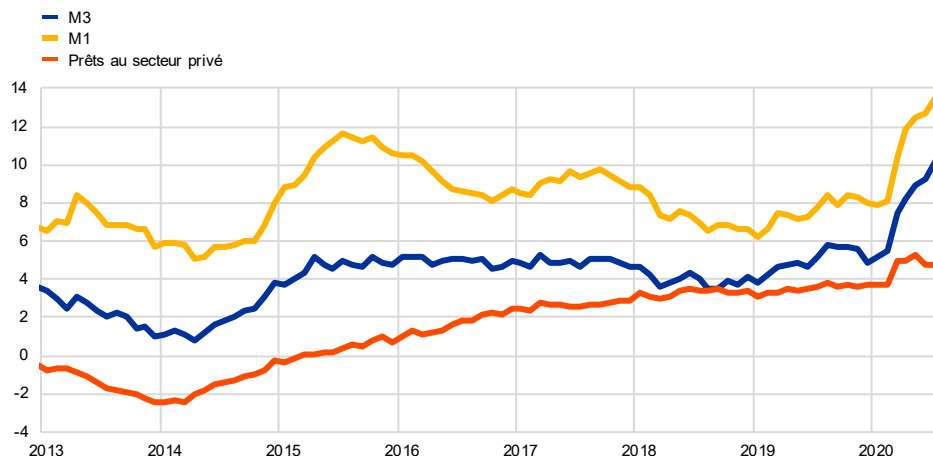
La croissance de la monnaie au sens large s'est encore accélérée en juillet.

Sous l'effet d'un flux mensuel très important, le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) a encore augmenté en juillet, s'établissant à 10,2 % après 9,2 % en juin. Le choc lié à la pandémie a eu un impact significatif sur la dynamique monétaire, la croissance de M3 étant en effet supérieure de 5 points de pourcentage environ à son niveau d'avant l'apparition de la COVID-19 (cf. graphique 20). Dans un contexte d'incertitude élevée, la demande de liquidité des agents économiques a été stimulée par les besoins de liquidité considérables des entreprises et par les motifs de précaution de l'ensemble des agents économiques. D'après les modèles de la demande de monnaie, les facteurs spécifiques liés aux besoins de liquidité des entreprises et des ménages durant la pandémie ont apporté une contribution significative à la croissance de la monnaie au sens large. L'accentuation de la croissance monétaire a également résulté des mesures de soutien de grande ampleur des autorités monétaires et budgétaires ainsi que des mesures prises par les autorités de régulation et de supervision afin de garantir une liquidité suffisante dans l'économie pour faire face aux conséquences économiques de la pandémie. En outre, le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire le plus liquide, M1, qui recouvre les dépôts à vue et les billets et pièces en circulation, a augmenté pour s'établir à 13,5 % en juillet, après 12,6 % en juin, contribuant ainsi fortement à la croissance de M3.

Graphique 20

M3, M1 et prêts au secteur privé

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



Source : BCE.

Notes : En données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. Les dernières observations se rapportent à juillet 2020.

Les dépôts à vue ont connu un nouveau rebond en raison de l'incertitude

élevée. Le taux de croissance annuel des dépôts à vue, principal contributeur à la croissance monétaire, a augmenté, passant de 13,1 % en juin à 14,1 % en juillet. La croissance des dépôts s'explique essentiellement par les avoirs en dépôts des entreprises. La préférence des détenteurs de monnaie pour les dépôts à vue a continué de refléter des motifs de précaution ainsi que le très bas niveau des taux d'intérêt, qui réduit le coût d'opportunité de la détention de ce type d'instruments, notamment en comparaison d'autres dépôts moins liquides. De plus, les avoirs en dépôts des entreprises ont varié d'une juridiction à l'autre. Cela était lié en partie à la propagation inégale et décalée de la pandémie ; ainsi, les besoins de liquidité des entreprises ne se sont pas matérialisés dans la même mesure d'un pays à l'autre. Des différences dans l'ampleur des mesures de soutien mises en œuvre dans les différents pays ont également contribué à cette inégalité de rythme. Le taux de croissance annuel des billets et pièces en circulation a été élevé, mais globalement stable en juillet, à 9,8 %, reflétant la tendance à thésauriser compte tenu de la forte incertitude. Les autres dépôts à court terme et les instruments négociables ont apporté une contribution faible, mais en hausse, à la croissance annuelle de M3 en juillet, en dépit du bas niveau des taux d'intérêt.

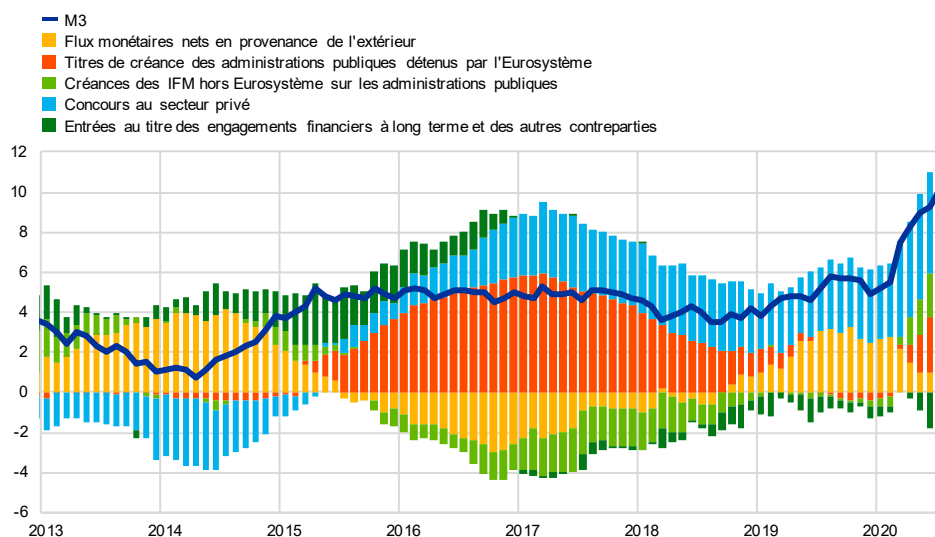
Le crédit domestique est demeuré la principale source de création monétaire.

Dans le contexte de pandémie de COVID-19, la croissance des concours au secteur privé est restée élevée (cf. la partie bleue des barres du graphique 21). Depuis 2018, cette composante a été le principal déterminant de la croissance de M3 du point de vue des contreparties, les prêts consentis aux SNF expliquant l'essentiel de cette dynamique plus récemment. En outre, l'importante contribution à la croissance de M3 des achats nets de titres d'État réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) de la BCE s'est renforcée en juillet (cf. la partie rouge des barres du graphique 21). Les mesures non conventionnelles de politique monétaire

apportent un soutien renforcé à la stabilisation des marchés financiers et à l'allègement des risques pesant sur la transmission de la politique monétaire et sur les perspectives macroéconomiques pour la zone euro durant la pandémie. De plus, le taux de croissance annuel des concours du secteur bancaire (hors Eurosystem) au secteur public est demeuré soutenu en juillet (cf. la partie vert clair des barres du graphique 21). Les banques de la zone euro (hors Eurosystem) ont acquis des montants importants d'obligations d'État, principalement émises dans la zone euro. Cela reflète en partie la forte augmentation des émissions nettes de titres de dette publique pour faire face à la pandémie, émissions qui se sont poursuivies en dépit de l'annonce de mesures additionnelles à l'échelle de l'UE (telles que le programme *Next Generation EU*). Après des valeurs positives en mai et en juin, les sorties monétaires de la zone euro ont été modérées en juillet, reflétant les cessions (nettes) d'obligations souveraines de la zone euro par les non-résidents (cf. la partie jaune des barres du graphique 21). En outre, les engagements financiers à long terme et les autres contreparties ont exercé un effet légèrement négatif sur la croissance monétaire (cf. la partie vert foncé des barres du graphique 21).

Graphique 21 M3 et ses contreparties

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



Source : BCE.

Notes : Les concours au secteur privé recouvrent les prêts des IFM au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres de créance émis par le secteur privé non IFM de la zone euro. Par conséquent, cela couvre également les achats de titres de créance émis par les non-IFM réalisés par l'Eurosystem dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises. Les dernières observations se rapportent à juillet 2020.

La croissance des prêts au secteur privé est demeurée globalement stable.

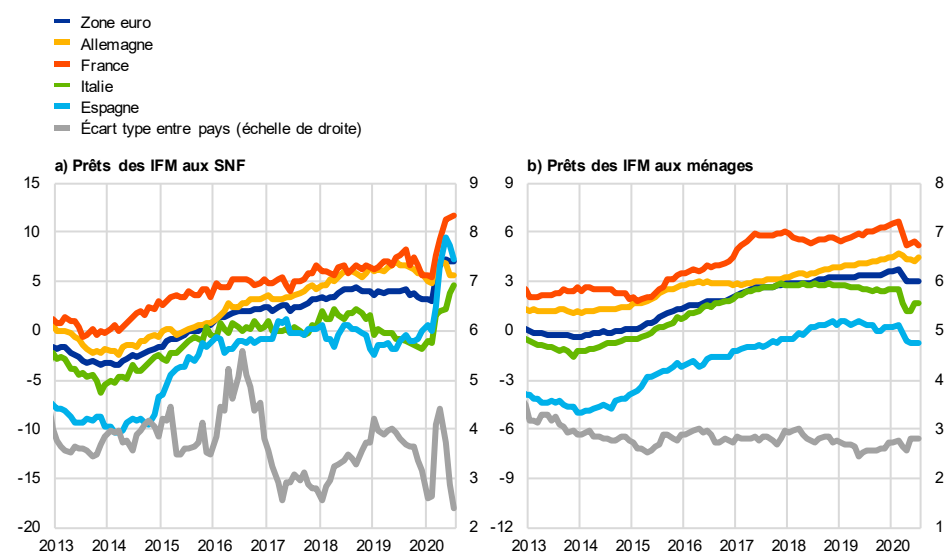
Le taux de croissance annuel des prêts consentis par les institutions financières monétaires (IFM) au secteur privé est ressorti à 4,7 % en juillet, après 4,8 % en juin, soit 1 point de pourcentage de plus qu'avant l'apparition de la pandémie (cf. graphique 20). La croissance du crédit a continué de résulter dans une large mesure des prêts consentis aux entreprises, dont le taux de croissance annuel s'est établi à 7,0 % en juillet, après 7,1 % en juin et 7,3 % en mai, tandis que la croissance des prêts accordés aux ménages est demeurée stable à 3,0 %

(cf. graphique 22). Le recours des entreprises aux prêts à moyen et long terme a continué d'augmenter au détriment des prêts à court terme. Les évolutions divergentes des prêts consentis aux entreprises et aux ménages ont été mis en évidence par les résultats de l'enquête de juillet 2020 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro concernant l'offre et la demande de prêts. La croissance des prêts consentis par les banques aux entreprises a continué d'être déterminée par les besoins de financement des entreprises liés à l'exploitation, dans un contexte de diminution des flux de trésorerie, reflétant également les vastes mesures introduites par les gouvernements de la plupart des pays de la zone euro, comme les dispositifs de garanties sur les prêts, afin de soutenir la liquidité et la solvabilité des entreprises au cours des prochains mois. En outre, les mesures de politique monétaire de la BCE, en particulier les conditions très favorables des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO III), ont incité les banques à consentir des prêts à l'ensemble des entités du secteur privé. De plus, le taux de croissance des prêts aux entreprises et aux ménages a considérablement varié d'un pays de la zone euro à l'autre, tandis que parmi les grands pays, le profil d'évolution a été globalement similaire.

Graphique 22

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

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Les prêts sont corrigés des cessions de prêts et de la titrisation ; dans le cas des SNF, les prêts sont également corrigés de la centralisation de trésorerie notionnelle. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. Les dernières observations se rapportent à juillet 2020.

Les coûts de financement par endettement des banques se sont stabilisés à de bas niveaux, soutenus par les mesures de politique monétaire de la BCE.

Le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro, qui avait augmenté à la suite de l'apparition de la COVID-19, a légèrement diminué au deuxième trimestre 2020, demeurant cependant supérieur aux niveaux constatés avant la pandémie (cf. graphique 23). Cette évolution résulte principalement de la baisse des rendements obligataires, favorisée par les mesures de politique monétaire de la BCE. Les conditions de financement des banques bénéficient de la

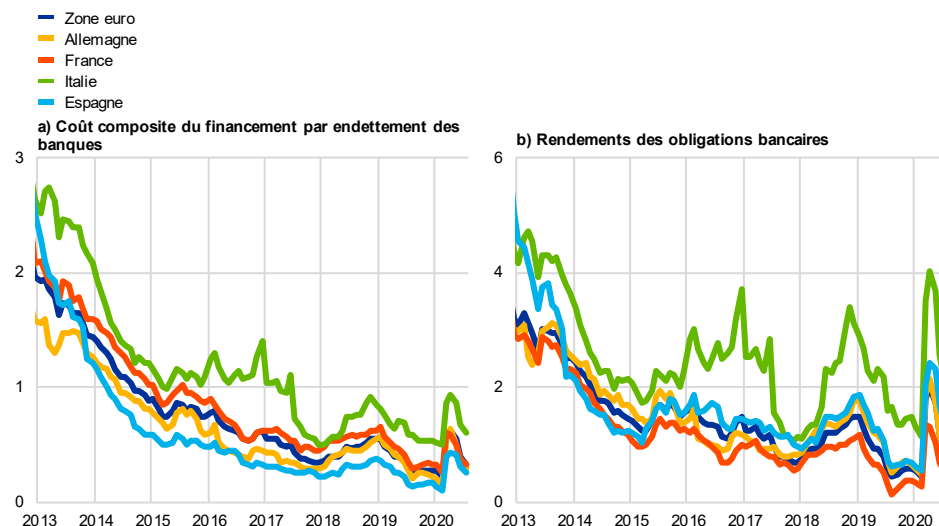
fourniture de liquidité à des conditions très favorables via la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) ainsi que de l'effet bénéfique de l'APP et du PEPP sur les rendements obligataires, qui réduit le risque d'une amplification défavorable entre secteurs réel et financier durant la pandémie. Étant donné leur lien étroit avec les conditions de financement attachées aux obligations souveraines, les rendements des obligations bancaires non garanties de premier rang ont également bénéficié de la baisse des rendements obligataires. Les conditions régissant le marché des obligations bancaires sécurisées sont soutenues par le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3). En outre, les taux appliqués par les banques de la zone euro aux dépôts, qui représentent l'essentiel du financement des banques, sont demeurés à leurs points bas historiques en juillet 2020, contribuant ainsi à des conditions de financement par endettement favorables. Les banques de la zone euro appliquent de plus en plus des taux d'intérêt négatifs aux dépôts que les SNF détiennent auprès d'elles depuis le début de la crise de COVID-19. Dans le même temps, une borne zéro des taux d'intérêt continue d'être appliquée à une grande partie du financement par les dépôts bancaires, en particulier les dépôts des particuliers, et les marges nettes d'intérêts des banques restent comprimées. Si les banques ont nettement renforcé leur capacité de résistance depuis la crise financière mondiale, la pandémie de coronavirus affecte les situations de fonds propres des banques via des valorisations plus faibles de leurs actifs et la nécessité d'augmenter les provisions pour pertes sur prêts ¹¹. Bien que les banques bénéficient de conditions de financement favorables, les craintes d'un impact négatif de la pandémie sur les situations de fonds propres des banques continuent de peser sur les coûts de financement de marché des banques. Pour la période à venir, le fait que les gouvernements finiront par mettre un terme à leurs programmes de soutien contribuera probablement à un durcissement des conditions d'octroi de prêts bancaires.

¹¹ Cf. *Financial Stability Review*, BCE, mai 2020.

Graphique 23

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 dépôt à vue, de dépôt à terme et de dépôt remboursable avec préavis, pondérés par les encours correspondants. Les rendements des obligations bancaires correspondent aux moyennes mensuelles des obligations de la tranche senior. Les dernières observations se rapportent à juillet 2020.

Les taux débiteurs bancaires très favorables continuent de soutenir la croissance économique.

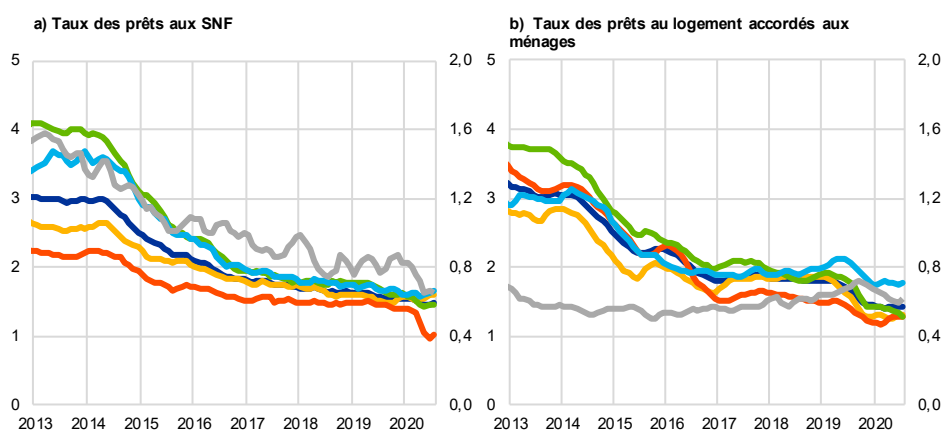
Les taux d'intérêt composites des prêts bancaires accordés aux entreprises et des prêts au logement consentis aux ménages sont demeurés proches de leurs planchers historiques en juillet, ressortant à 1,51 % et 1,40 %, respectivement (cf. graphique 24). Cette évolution est généralisée dans l'ensemble des pays de la zone euro et reflète la répercussion décalée des variations des taux de marché sur les taux débiteurs bancaires. Dans le même temps, les graves répercussions économiques de la pandémie sur les revenus des entreprises, les perspectives d'emploi des ménages et la solvabilité globale des emprunteurs ont continué d'exercer une pression à la hausse sur les taux débiteurs bancaires. Après son recul antérieur, l'écart entre les taux débiteurs appliqués par les banques aux prêts de très faible montant et aux prêts de montant élevé s'est légèrement creusé en juin et en juillet dans tous les grands pays de la zone euro, mais il est demeuré inférieur aux niveaux observés en mars. Compte tenu de l'efficacité des mesures prises par la BCE, les superviseurs bancaires et les gouvernements pour soutenir l'offre de crédit, les pressions à la hausse ont été contenues.

Graphique 24

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

(en pourcentage annuel ; moyenne mobile sur trois mois)

■ Zone euro
■ Allemagne
■ France
■ Italie
■ Espagne
■ Écart type entre pays (échelle de droite)



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. Les dernières observations se rapportent à juillet 2020.

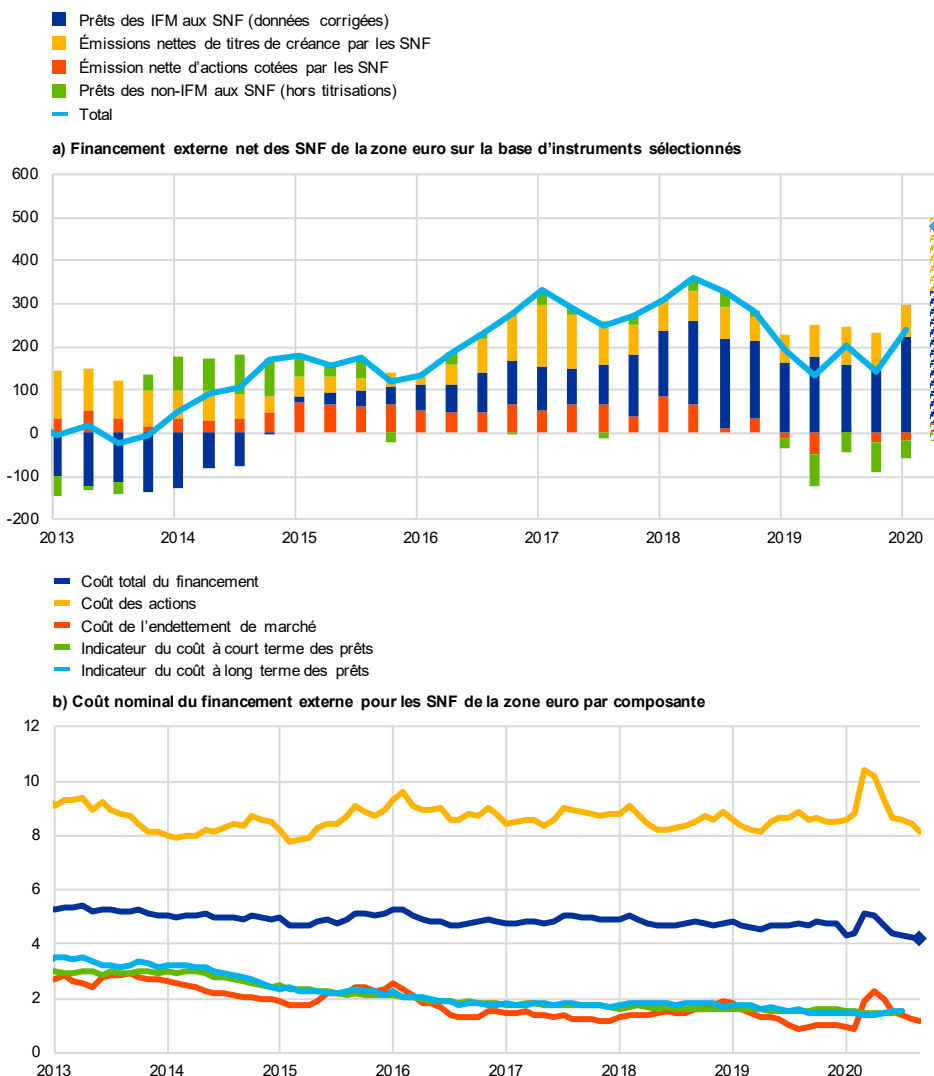
Selon les estimations, le flux annuel du financement externe total à destination des SNF de la zone euro a nettement augmenté au deuxième trimestre 2020, soutenu par une baisse du coût de financement des SNF (cf. graphique 25, partie b). Cette augmentation reflète la poursuite de la baisse des flux de trésorerie d'exploitation des entreprises et leurs besoins de financement élevés résultant du choc de la pandémie. Les émissions nettes de titres de créance par les entreprises ont été robustes au deuxième trimestre et ont bénéficié du resserrement des écarts de rendement des obligations d'entreprises facilité par l'amélioration de l'APP et du PEPP de la BCE, qui comportent des achats nets d'obligations d'entreprises. Le recours important au crédit au deuxième trimestre reflète l'accentuation de la contraction économique et la persistance de fortes baisses de chiffre d'affaires et de flux de trésorerie des entreprises au début du trimestre. La demande de prêts bancaires a également été soutenue par des taux débiteurs bancaires favorables (cf. graphique 25, partie b). Les émissions nettes d'actions cotées sont restées modérées au deuxième trimestre 2020, le nombre de créations d'entreprises ayant fortement diminué compte tenu d'une détérioration des perspectives de bénéfices et en dépit d'une réduction sensible du coût des fonds propres due à la baisse des primes de risque. En outre, les volumes de prêts des non-banques (non-IFM) ont encore diminué au deuxième trimestre. Dans l'ensemble, les flux de financement externes totaux ont été plus élevés au deuxième trimestre 2020 que durant les crises financière et de la dette souveraine, soutenus par les conditions de financement favorables. Le coût nominal total du financement externe des SNF, qui comprend le crédit bancaire, l'émission de dette sur le marché et le financement par émission d'actions, est ressorti à 4,4 % fin juin. Ce niveau était inférieur de quelque 70 points de base au pic de mars 2020 et supérieur de seulement 7 points de base

au niveau de janvier 2020, lorsque la série a enregistré son point bas historique. Entre fin juin et la fin de la période de référence (9 septembre 2020), le coût total du financement a, selon les estimations, encore diminué de quelque 24 points de base, pour s'établir à 4,1 %, ce qui constituerait un nouveau point bas historique. Ce constat est cohérent avec la situation plus favorable du crédit bancaire et du marché obligataire, renforcée par les mesures rapides et de grande ampleur introduites par les autorités monétaires, prudentielles et budgétaires, qui ont contribué à réduire l'incertitude et la volatilité sur les marchés financiers.

Graphique 25

Financement externe des SNF de la zone euro

(flux annuels en milliards d'euros – partie a ; pourcentages annuels – partie b)



Sources : Eurostat, Dealogic, BCE, Merrill Lynch, Bloomberg, Thomson Reuters et estimations de la BCE.

Notes : Partie (a) – Le financement externe net correspond à la somme des prêts des IFM, des émissions nettes de titres de créance, des émissions nettes d'actions cotées et des prêts des non-IFM. Les prêts des IFM sont corrigés des activités de cession, de titrisation et de centralisation de trésorerie. Les prêts des non-IFM recouvrent les prêts des autres institutions financières et des sociétés d'assurance ainsi que des fonds de pension, nets des prêts titrisés. La barre à motifs striés et le losange bleu clair représentent la prévision en temps réel (*nowcast*) pour le deuxième trimestre 2020. Partie (b) – Le coût total du financement des SNF est calculé par la moyenne pondérée des coûts de l'emprunt bancaire, de l'endettement de marché et des fonds propres, en se fondant sur leurs encours respectifs. Le losange bleu foncé indique la prévision en temps réel du coût de financement global pour septembre 2020, en faisant l'hypothèse que les taux débiteurs des banques restent inchangés à leurs niveaux de juillet 2020. Pour la partie a), les dernières observations se rapportent au premier trimestre 2020 pour les données des comptes de la zone euro ; les estimations pour le deuxième trimestre 2020 sont fondées sur les données de bilan (BSI) et les données relatives aux titres (SEC) collectées par la BCE, et Dealogic. Pour la partie b), les dernières observations se rapportent au 9 septembre 2020 pour le coût de l'endettement de marché (moyenne mensuelle de données quotidiennes), au 4 septembre pour le coût des fonds propres (données hebdomadaires) et à juillet 2020 pour le coût de l'emprunt (données mensuelles).

L'endettement brut des sociétés non financières (SNF) de la zone euro a fortement augmenté, atteignant presque son niveau record de début 2015.

En termes de valeur ajoutée des entreprises, le ratio d'endettement brut a augmenté de 12 points de pourcentage au deuxième trimestre 2020, portant la hausse cumulée depuis fin 2019 à 15 points de pourcentage (cf. graphique 26).

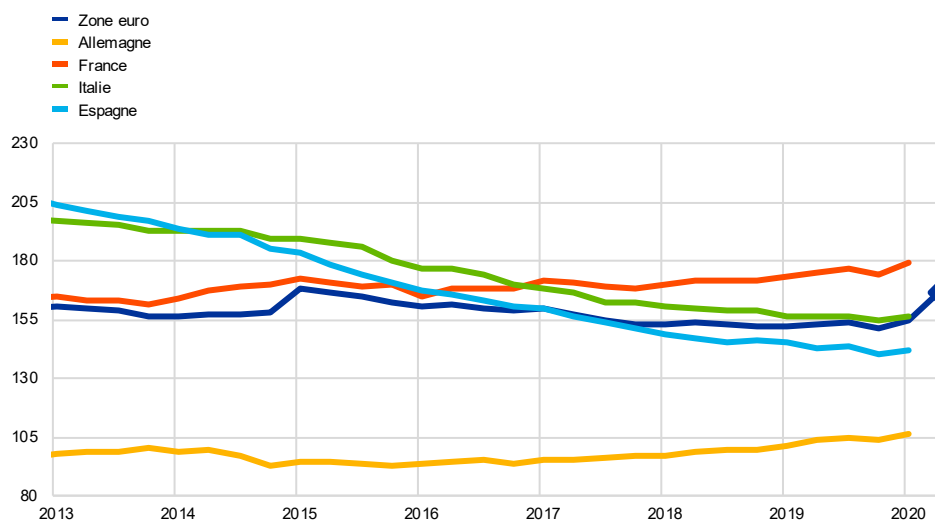
L'augmentation généralisée de l'endettement brut des SNF s'explique par un recours

accru au financement par endettement et par le net recul de la valeur ajoutée brute. Les entreprises ont placé une part importante du produit des nouveaux prêts bancaires et des émissions de titres de créance sous forme de dépôts pour préfinancer les besoins de fonds de roulement et les investissements nécessaires, et pour se préparer à d'éventuelles pénuries de trésorerie au cours des prochains mois. Par conséquent, le ratio d'endettement net et l'effet de levier en valeur comptable ont augmenté beaucoup moins que l'endettement brut. En dépit d'une forte hausse de l'endettement des entreprises, la vulnérabilité financière du secteur n'a donc que légèrement augmenté. Cette configuration favorable est subordonnée à la poursuite du soutien des politiques, d'abord sous la forme d'une politique monétaire accommodante qui permet de garder le contrôle du service d'une charge de la dette accrue, et ensuite sous la forme d'une intervention budgétaire généralisée, notamment via des systèmes de garantie d'État et de moratoires qui préservent la capacité des prêts bancaires à compenser la baisse des flux de trésorerie des entreprises. Globalement, ces évolutions mettent en évidence un risque que les SNF contribuent moins à l'investissement des entreprises pendant la reprise en cours, en particulier si les mesures de soutien prennent fin brutalement.

Graphique 26

Endettement brut des SNF dans une sélection de pays de la zone euro

(en pourcentage de la valeur ajoutée brute des SNF)



Sources : BCE, Eurostat et estimations de la BCE.

Notes : La dette est définie comme la somme du total des prêts accordés aux SNF, déduction faite des prêts intra-sectoriels, des émissions de titres de créance et des engagements au titre des retraites. Le losange bleu représente la prévision en temps réel (*nowcast*) pour le deuxième trimestre 2020.

6 Évolutions budgétaires

La pandémie de coronavirus (COVID-19) continue d'avoir des retombées d'une ampleur exceptionnelle sur les finances publiques de la zone euro. Dans les premières phases de la crise, l'incidence était en grande partie liée aux mesures destinées à alléger la charge pesant sur les entreprises, sur les travailleurs et sur les ménages ainsi qu'à préserver la capacité de production dans l'économie. La réponse politique s'est progressivement déplacée vers des mesures visant à relancer rapidement l'économie et à l'armer pour faire face à l'après-pandémie. Le coût budgétaire de ces mesures a été des plus considérables pour tous les États membres de la zone euro, même si tant le fardeau pesant sur l'économie que la capacité de réaction de celle-ci varient d'un pays à l'autre. La réponse apportée tout récemment par l'Europe au travers d'une action budgétaire coordonnée par l'intermédiaire du fonds Next Generation EU (NGEU), qui complète les mesures budgétaires au niveau national, a dès lors été tout à fait opportune. Il importe que la décision du Conseil européen conduise à une action politique concrète et que les mesures budgétaires prises en réponse à l'urgence posée par la pandémie soient aussi ciblées et temporaires que possible. Sous l'effet du ralentissement économique et de l'aide budgétaire substantielle, le déficit budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait se creuser sensiblement, pour atteindre 8,8 % du PIB en 2020, contre 0,6 % en 2019. Le ratio de déficit reviendrait à 4,9 % du PIB en 2021 et à 3,6 % du PIB en 2022. Les mesures budgétaires d'envergure adoptées en 2020 ont engendré, outre une composante cyclique négative reflétant la détérioration de la situation macroéconomique, une dégradation correspondante du solde primaire corrigé du cycle. L'embellie qui s'ensuivra devrait tenir à l'extinction progressive des mesures d'urgence et à l'amélioration de la situation conjoncturelle. L'incertitude entourant les décaissements du fonds NGEU et les nouvelles mesures de lutte contre la crise qui seront adoptées par certains pays fait peser des risques baissiers sur les perspectives en matière de finances publiques. Les États membres de la zone euro ont également alloué des enveloppes de garanties de prêts pour un montant s'élevant à près de 20 % du PIB afin de réduire les risques dans le secteur des entreprises. Ces garanties constituent d'importants engagements conditionnels qui influenceront négativement les déficits si elles viennent à être appelées. Compte tenu des mesures budgétaires adoptées et de la détérioration de la situation économique, le ratio de dette agrégé de la zone euro devrait fortement s'accroître en 2020 et camper à un niveau élevé tout au long de l'horizon de projection.

D'après les projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE, le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait fortement se réduire en 2020, puis se redresser quelque peu en 2021 et en 2022¹². Selon ces projections, le ratio de déficit des administrations publiques de la zone euro passerait de 0,6 % du PIB en 2019 à 8,8 % du PIB en 2020, avant de revenir à 4,9 % en 2021 et à 3,6 % en 2022 (cf. graphique 27). La contraction du solde budgétaire en 2020 s'expliquerait en grande partie par la

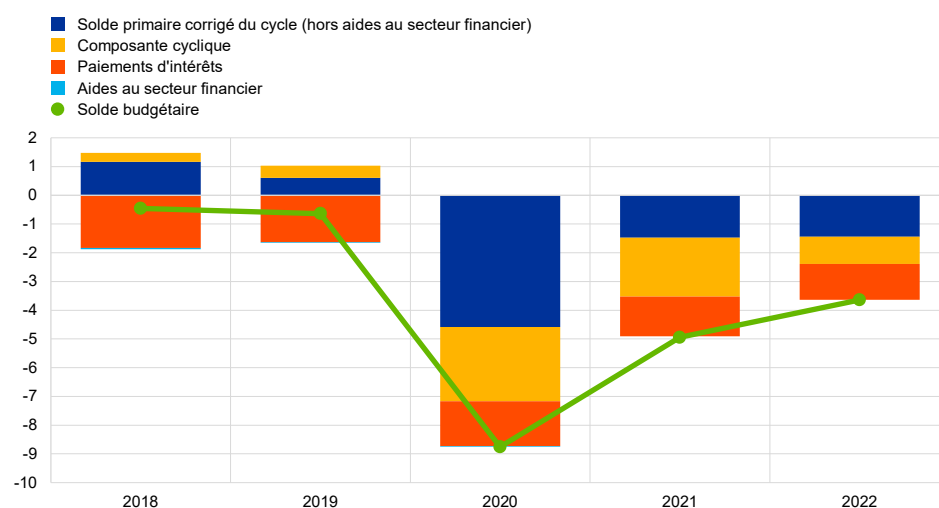
¹² Cf. les « [Projections macroéconomiques de septembre 2020 pour la zone euro établies par les services de la BCE](#) », publiées sur le site internet de la BCE le 10 septembre 2020.

dégradation du solde primaire corrigé du cycle à la suite des mesures de soutien à l'économie, lesquelles se sont élevées à quelque 4,5 % du PIB et ont majoritairement consisté en des dépenses supplémentaires, notamment sous la forme de transferts et de subventions aux entreprises et aux ménages, y compris par la voie de régimes de chômage partiel. Elle serait également la résultante d'une importante composante cyclique négative, l'économie de la zone euro se trouvant actuellement au cœur d'une profonde récession¹³. L'embellie subséquente devrait tenir à un redressement du solde primaire corrigé du cycle, la plupart des mesures de soutien étant à ce stade censées être retirées progressivement entre la fin de cette année et 2021. La contribution du cycle économique devrait se renforcer plus graduellement et demeurer négative tout au long de l'horizon de projection.

Graphique 27

Le solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)



Sources : BCE et projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE.
 Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro.

Outre les aides budgétaires consenties pour soutenir leurs économies, les États membres de la zone euro ont alloué de considérables enveloppes de garanties de prêts dans le but de renforcer la situation de liquidité des entreprises. Au total, ces garanties se montent à quelque 20 % du PIB pour l'ensemble de la zone euro, mais la taille des enveloppes varie sensiblement d'un pays à l'autre. Les garanties de prêts sont des engagements conditionnels pour les administrations publiques, si bien que le montant des garanties appelées constituera une dépense publique supplémentaire.

Comparativement aux projections de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives budgétaires mises à jour sont légèrement plus défavorables pour 2020 et 2021, mais un rien plus optimistes pour 2022.

Le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro, exprimé en pourcentage du PIB, a été revu à la baisse de 0,2 et 0,1 point de pourcentage,

¹³ Il y a lieu de noter que la décomposition du cycle et la tendance actuelle de la conjoncture sont entachées d'un degré d'incertitude inhabituellement élevé.

respectivement, pour 2020 et 2021 et à la hausse de 0,2 point de pourcentage pour 2022. Les déficits budgétaires plus élevés attendus en 2020 et 2021 résultent principalement d'un assouplissement du solde corrigé du cycle, les pays ayant adopté des mesures d'aide supplémentaires ou étendu les dispositifs existants. Cet assouplissement budgétaire serait partiellement contrebalancé par une composante cyclique moins néfaste et par un modeste allègement prévu des paiements d'intérêts. La discrète amélioration des perspectives pour 2022 tient à la réduction des paiements d'intérêts et au caractère plus favorable de la composante cyclique, dont l'effet combiné compenserait largement l'assouplissement du solde primaire corrigé du cycle.

L'orientation budgétaire globale devrait être très accommodante en 2020, mais prendre un tour restrictif en 2021, étant donné que la plupart des mesures de soutien devraient être levées ¹⁴. Selon les estimations, l'orientation budgétaire aurait été quelque peu expansionniste en 2019, mais devrait être largement accommodante en 2020, à 5,4 % du PIB. À l'inverse, elle serait restrictive en 2021, à 3,1 % du PIB, puisqu'il est actuellement prévu que la plupart des mesures de soutien mises en place durant la pandémie s'éteignent progressivement l'an prochain. Toutefois, le solde budgétaire global demeurera fortement négatif, dans la mesure où les instruments budgétaires continueront de soutenir la reprise économique, notamment par le biais des stabilisateurs automatiques ¹⁵. En 2022, l'orientation budgétaire devrait être neutre.

Le ratio dette/PIB du secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro devrait considérablement augmenter, pour atteindre 100,7 % du PIB en 2020, avant de redescendre très progressivement. Cette hausse de 16,6 points de pourcentage par rapport à 2019 reflète largement les déficits primaires élevés, un différentiel très défavorable entre les taux d'intérêt et de croissance, ainsi qu'un ajustement dette-déficit substantiel imputables à des mesures de politique liées à la pandémie. En 2021 et en 2022, la contribution favorable des différentiels entre taux d'intérêt et taux de croissance, qui s'amélioreraient à mesure que l'activité économique devrait se raffermir, ainsi qu'un ajustement dette-déficit négatif en 2022 compenseront amplement des déficits primaires en recul, mais toujours importants (cf. graphique 28). Par conséquent, le ratio dette/PIB s'établirait à 98,9 % fin 2022, ce qui représenterait une révision à la baisse de 1,1 point de pourcentage par rapport aux projections de juin 2020, sous l'effet principalement du différentiel entre taux d'intérêt et taux de croissance plus propice sur l'horizon de projection.

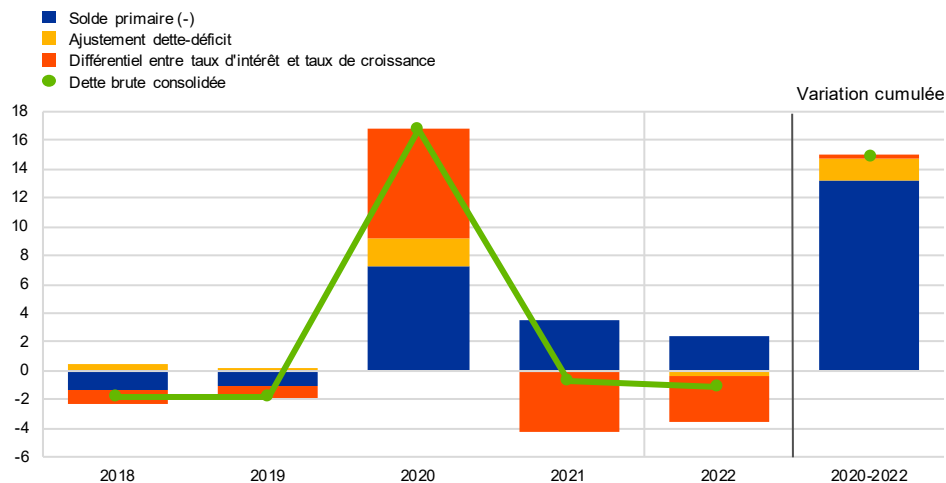
¹⁴ L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance des politiques budgétaires sur l'économie, au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée ici comme la variation du ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite des aides publiques au secteur financier. Pour plus de détails concernant le concept d'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « L'orientation budgétaire de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

¹⁵ Pour plus de détails, cf. l'article intitulé « Les stabilisateurs budgétaires automatiques dans la zone euro et la crise de la COVID-19 » dans le présent *Bulletin économique*.

Graphique 28

Facteurs déterminants de la variation de la dette publique

(en points de pourcentage du PIB)



Sources : BCE et projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE.

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

Une orientation budgétaire ambitieuse et concertée demeure essentielle, compte tenu du fardeau lourd mais inégal causé par la pandémie de coronavirus.

L'accord trouvé par le Conseil européen concernant le fonds NGEU, qui instaure pour la première fois un budget européen temporaire en complément des stabilisateurs budgétaires qui existent au niveau national, est donc de très bon augure. Cet instrument a le potentiel nécessaire pour soutenir abondamment les régions et les secteurs les plus sévèrement touchés par la pandémie, pour renforcer le Marché unique et pour bâtir une reprise durable et prospère. Il importe que la décision du Conseil européen conduise à une action politique concrète et que les mesures budgétaires adoptées pour faire face à l'urgence de la pandémie soient les plus ciblées et temporaires possible.

Encadrés

1 Le lev bulgare et la kuna croate participent au mécanisme de change européen (MCE II)

Ettore Dorrucci, Michael Fidora, Christine Gartner et Tina Zumer

Le lev bulgare et la kuna croate ont été inclus dans le mécanisme de change européen (MCE II) le 10 juillet 2020. La décision a été prise d'un commun accord entre les ministres des Finances des pays de la zone euro, la présidente de la Banque centrale européenne et les ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales du Danemark, de la Bulgarie et de la Croatie. Cette décision a été prise au terme d'une procédure commune impliquant la Commission européenne et le Comité économique et financier. Le début de la participation au MCE II marque l'étape finale d'une feuille de route détaillée. Cette feuille de route définit un processus caractérisé par une collaboration constructive entre les autorités bulgares et croates et les participants au MCE II et qui repose sur des évaluations économiques approfondies et sur le principe de l'égalité de traitement.

Le MCE II a été introduit en 1999 comme l'un des moyens d'évaluer la convergence d'un pays avec la zone euro. Le mécanisme a deux objectifs principaux : (1) servir de dispositif de gestion des taux de change entre les monnaies des pays participants et l'euro, et (2) contribuer à l'évaluation de la convergence en vue de l'adoption de l'euro en vertu de l'article 140 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. La participation au MCE II est donc non seulement au cœur du critère de convergence de stabilité des taux de change au plan juridique, mais elle est aussi un moyen de contrôler le caractère durable de la convergence avant et après l'adoption de l'euro. Comme participer au MCE II pendant au moins deux ans sans tensions graves est une condition préalable à l'adoption de l'euro, tous les États membres de l'UE devront le rejoindre à un moment ou à un autre.

Le MCE II est un dispositif multilatéral de taux de change fixes mais ajustables qui prévoit un cours pivot fixe entre les monnaies participantes et l'euro et une marge de fluctuation standard de $\pm 15\%$ autour du cours pivot. Il se caractérise également par des interventions de la banque centrale lorsque les limites de la marge de fluctuation convenue sont atteintes et par l'apport de financements à très court terme par les banques centrales participantes. Lorsqu'elles rejoignent le MCE II, les banques centrales nationales peuvent s'engager unilatéralement à maintenir une marge de fluctuation plus étroite que celle prévue par le MCE II, sans que cela n'implique d'obligation supplémentaire pour la BCE ou les autres participants au mécanisme¹⁶. Durant la participation au MCE II, des réajustements du cours pivot (comme cela s'est produit dans le passé pour la couronne slovaque)

¹⁶ Des marges de fluctuation faisant l'objet d'un accord multilatéral plus étroites que la marge standard ne devraient être envisagées qu'à un stade très avancé de convergence. C'est le cas de la couronne danoise, pour laquelle une marge de fluctuation faisant l'objet d'un accord multilatéral de $\pm 2,25\%$ vis-à-vis de l'euro a été mise en place.

ou des modifications des limites de la marge de fluctuation peuvent se révéler nécessaires à la suite de variations importantes du taux de change d'équilibre d'un pays participant donné ou en présence de politiques économiques non conformes. Les interventions sur les marges de fluctuation sont en principe automatiques et illimitées. Toutefois, la BCE et les banques centrales nationales participantes peuvent suspendre ces interventions à tout moment si elles sont en conflit avec l'objectif principal de maintien de la stabilité des prix.

L'expérience montre que le MCE II peut s'adapter à différents régimes de taux de change, comme c'est actuellement le cas pour la Bulgarie et la Croatie.

Le mécanisme laisse suffisamment de marge de manœuvre pour s'adapter aux chocs et aux évolutions de marché. Dans le même temps, il peut intégrer, sous la forme d'un engagement unilatéral, des régimes de taux de change fixes ou étroitement administrés et même des dispositifs de caisse d'émission¹⁷. Un tel dispositif a été utilisé par l'Eesti Pank et le Lietuvos Bankas avant l'adoption de l'euro et est actuellement utilisé par la Българска народна банка (Banque nationale bulgare). La Hrvatska narodna banka maintient la stabilité du taux de change de la kuna vis-à-vis de l'euro afin d'atteindre son objectif principal de stabilité des prix, mais ne s'engage pas à maintenir un taux de change fixe. En tout état de cause, tous les pays participants sont tenus de rester au moins deux ans dans le mécanisme avant que les rapports sur la convergence préparés par la BCE et la Commission européenne ne soient susceptibles de fournir une évaluation éventuellement positive en ce qui concerne l'adoption de l'euro¹⁸.

Le processus qui conduit à la participation au MCE II a évolué au fil du temps, mais repose toujours sur le principe de l'égalité de traitement.

Lorsque la dernière vague de pays a rejoint le MCE II, il y a plus de 15 ans, la participation au mécanisme nécessitait de déclarer et de publier un engagement ferme, mais général, à poursuivre une politique économique axée sur la stabilité. Au cours des années suivantes, un certain nombre d'enseignements importants en matière de politique économique ont été tirés de la crise financière mondiale. La crise a non seulement affecté la zone euro, mais aussi plusieurs pays dont la monnaie faisait partie du MCE II. La gouvernance de la zone euro a été réformée à la suite de la crise, avec pour résultat un resserrement de la surveillance économique et budgétaire et la mise en place de l'union bancaire. Durant cette période, il a également été mieux compris que la participation au MCE II peut avoir des conséquences importantes, dans la mesure où elle constitue un changement de régime qui peut modifier les incitations économiques des investisseurs locaux et internationaux. En particulier, après avoir rejoint le mécanisme, plusieurs pays ont enregistré une forte accélération des entrées de capitaux bruts autres que les

¹⁷ Cf. « [Position de principe du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne concernant les questions de taux de change relatives aux pays adhérents](#) », BCE, Francfort-sur-le-Main, 18 décembre 2003.

¹⁸ L'adoption de l'euro est décidée par le Conseil de l'Union européenne conformément aux dispositions correspondantes du Traité. Après consultation du Parlement européen et discussion au sein du Conseil européen, le Conseil, sur proposition de la Commission, décide quels États membres éligibles n'appartenant pas à la zone euro remplissent les conditions nécessaires à l'adoption de l'euro. Cette décision est prise sur la base de plusieurs critères énumérés à l'article 140 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. Les rapports relatifs au respect de ces critères, dits rapports sur la convergence, sont préparés par la BCE et la Commission européenne. Le Conseil agit sur la base d'une recommandation de la majorité qualifiée de ses États membres dont la monnaie est l'euro.

investissements directs étrangers et ce, également par rapport aux autres pays de la région au cours de la même période. Dans certains cas, ce phénomène n'a pas été durable, conduisant à des épisodes de repli majeur des flux de capitaux au cours des années qui ont suivi.

Un des enseignements essentiels de la crise financière mondiale est que, durant la période qui précède l'adoption de l'euro, un niveau élevé de qualité des institutions et de bonne gouvernance contribue à réduire le risque d'accumulation de déséquilibres excessifs. Le renforcement de la résistance structurelle crée les conditions préalables à l'allocation des capitaux aux entreprises productives et non à celles qui recherchent une rente, soutenant ainsi le processus de rattrapage plutôt que la formation de bulles. De plus, une bonne gouvernance signifie que les autorités publiques sont capables de résister aux pressions exercées par les intérêts particuliers s'élevant contre la mise en œuvre de réformes nécessaires et la constitution de réserves en période normale et favorable, y compris les mesures contracycliques macroprudentielles et budgétaires. Au cours des dernières années, ces enseignements et ces évolutions se sont reflétés dans la feuille de route établie en vue de la participation au MCE II par les autorités nationales bulgares et croates, en coopération avec les participants au MCE II.

L'inclusion d'une monnaie dans le MCE II suit la procédure définie dans la résolution du Conseil européen datée du 16 juin 1997 ¹⁹. Les décisions relatives à la participation au MCE II sont prises d'un commun accord par les participants, ce qui signifie qu'un consensus doit être atteint sur la conduite de politiques durables par l'État membre sollicitant l'inclusion de sa monnaie au MCE II. Dans le même temps, il a plus récemment été clarifié que pour parvenir à ce consensus, il faut réunir trois conditions fondamentales : (1) refléter les enseignements tirés des crises passées ; (2) prendre en compte l'introduction de l'union bancaire ; et (3) reconnaître la nécessité de tenir dûment compte de toute vulnérabilité spécifique à un pays qui devra être traitée pour garantir une participation sans heurt au MCE II.

En se fondant sur cette approche, les autorités bulgares et croates ont identifié un certain nombre d'engagements préalables en matière de politique économique, qui ont été officiellement adoptés à l'été 2018 par la Bulgarie et à l'été 2019 par la Croatie. Conçus en coopération avec les participants au MCE II, ces engagements devaient être volontairement remplis avant le début de la participation au MCE II. Ils reflètent la réalité actuelle d'une manière raisonnable, proportionnelle et motivée. En particulier, ils doivent être spécifiques, réalistes et de nature vérifiable, et être mis en œuvre, suivis et vérifiés dans un laps de temps relativement court. Leur respect a été suivi et évalué par la BCE et la Commission européenne, chacune dans leur domaine de compétences respectif, à savoir la supervision bancaire et la politique macroprudentielle pour la BCE et les politiques structurelles pour la Commission européenne (les politiques budgétaires relèvent des dispositions du Pacte de stabilité et de croissance).

¹⁹ Résolution du Conseil européen sur l'établissement d'un mécanisme de taux de change pendant la troisième phase de l'union économique et monétaire (JO C 236, 02.08.1997, p. 5).

En vue de garantir une trajectoire de convergence durable vers la zone euro, la Bulgarie et la Croatie ont pris des engagements de politique économique supplémentaires lorsqu'elles ont rejoint le MCE II le 10 juillet 2020 ²⁰.

Conformément aux pratiques antérieures, la Bulgarie et la Croatie ont pris des engagements volontaires en matière de politique économique, les « engagements post-entrée », lorsqu'elles ont entamé leur participation au MCE II. L'accord de participation du lev bulgare et de la kuna croate au MCE II s'est également accompagné d'un engagement ferme de la part des autorités nationales respectives à poursuivre des politiques économiques solides dans le but de préserver la stabilité économique et financière et d'atteindre un degré élevé de convergence économique durable. Les autorités, en coopération avec les organes compétents de l'Union européenne, suivront de près les évolutions de la politique macroéconomique et la mise en œuvre des mesures correspondantes, au sein des cadres appropriés. Au final, le processus conduisant à l'entrée dans le MCE II a joué un rôle de catalyseur des réformes qui limiteront les risques encourus dans le cadre du MCE II en vue de l'adoption ultérieure de l'euro. Bien que ces réformes ne suppriment pas les risques, il convient de ne pas sous-estimer leur importance dans la préparation d'une participation durable à l'union monétaire.

Le lev bulgare et la kuna croate ont été inclus dans le MCE II à leur niveau de taux de change actuel. Le lev bulgare a été inclus dans le MCE II avec un cours pivot de 1,95583 lev pour un euro, ce qui correspond au taux de change fixe pratiqué dans le cadre du dispositif de caisse d'émission de la Bulgarie. La kuna croate a été incluse dans le MCE II avec un cours pivot de 7,53450 kunas pour un euro, ce qui correspond au taux de marché observé au moment de son inclusion, le 10 juillet 2020.

L'inclusion de ces deux monnaies à leur taux de change actuel reflète le fait que la Bulgarie et la Croatie affichent un bilan remarquable en matière de stabilité des taux de change, dans le cadre de laquelle les deux économies ont subi des ajustement externes importants. Pendant plus de deux décennies, la Българска народна банка (la Banque nationale bulgare) a opéré un dispositif de caisse d'émission dans le cadre duquel elle s'engageait à échanger des lev contre des euros à un taux de change fixe. La Hrvatska narodna banka a maintenu un régime de change flottant administré dans lequel la kuna fluctue au sein d'une fourchette relativement étroite autour de son taux de change moyen vis-à-vis de l'euro. Quoique fondamentalement différents dans leur fonctionnement, les deux régimes de change ont efficacement servi leurs économies. En particulier, ils se sont montrés résistants en période de graves perturbations des marchés financiers, y compris durant la crise actuelle liée à la pandémie de coronavirus (COVID-19). De plus, les deux pays ont subi d'importants ajustements externes après le début de la crise financière mondiale. Cela a impliqué la correction d'importants déficits de leur compte des transactions courantes, qui sont depuis lors devenus des excédents. En conséquence, les engagements extérieurs nets ont fortement

²⁰ Cf. le site internet de la BCE pour les communiqués relatifs au MCE II, les lettres de candidature et la liste des engagements post-entrée de la [Bulgarie](#) et de la [Croatie](#).

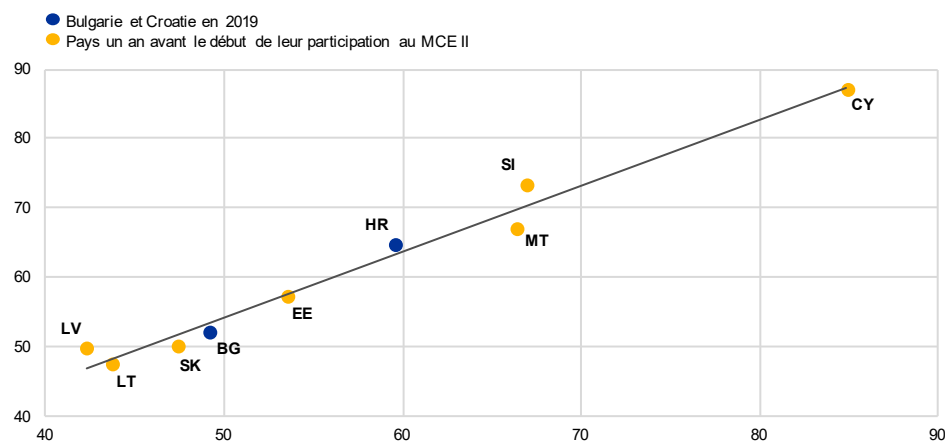
diminué, les deux banques centrales accumulant de confortables réserves de change.

Le rééquilibrage externe est allé de pair avec un ajustement nominal dans les deux pays, les niveaux des prix reflétant clairement l'état de la convergence des deux économies. Les deux pays ont enregistré d'importantes hausses des prix et des coûts avant la crise financière mondiale. Ces hausses sont en partie une conséquence du processus de convergence réelle, c'est-à-dire du fait que les deux pays aient été dans un processus de rattrapage des niveaux de revenu par rapport au reste de l'Union européenne. À l'inverse, la crise financière mondiale a entraîné une correction des niveaux de prix et de coûts, tant en Bulgarie qu'en Croatie. En conséquence, leurs niveaux de prix par rapport à la zone euro sont désormais nettement en phase avec leurs niveaux de revenus par rapport à la zone euro. Même si ces niveaux demeurent très inférieurs à ceux de la zone euro, cela ne constitue pas en soi un obstacle à la participation au MCE II. L'expérience passée a en effet montré que les pays qui rejoignent le MCE II à des stades de convergence comparables ou même moins avancés peuvent ensuite introduire l'euro avec succès. À cet égard, une condition préalable importante pour une participation réussie au MCE II est que les niveaux de prix soient proportionnés aux niveaux de revenus (comme le montre le graphique A) et, plus généralement, aux fondamentaux économiques du pays.

Graphique A

PIB par tête et niveau des prix par rapport à la zone euro

(en pourcentage ; axe des abscisses : PIB par tête par rapport à la zone euro ; axe des ordonnées : niveau des prix par rapport à la zone euro)



Source : BCE.

La BCE a amélioré ses mesures du taux de change effectif

Michael Fidora et Martin Schmitz

Le taux de change effectif (TCE) d'une monnaie est un indice de la moyenne pondérée de ses taux de change bilatéraux vis-à-vis des devises d'une sélection de partenaires commerciaux ; un TCE réel est calculé en corrigeant cet indice nominal des prix ou des coûts relatifs ²¹. Le système de pondération utilisé pour agréger les taux de change bilatéraux prend en compte l'importance relative de chaque pays en tant que partenaire commercial. Le TCE nominal pondéré des échanges commerciaux fournit une mesure synthétique de la valeur extérieure d'une monnaie, tandis que le TCE réel pondéré des échanges est l'indicateur le plus communément utilisé de la compétitivité internationale d'une économie en termes de prix et de coûts.

La BCE a récemment amélioré le calcul de ses indices correspondant aux TCE de l'euro afin de prendre en compte l'évolution des relations commerciales internationales et, en particulier, l'importance croissante du commerce international des services ²². La BCE actualise tous les trois ans les pondérations commerciales qui sous-tendent le calcul de ses indices TCE, afin de rendre compte rapidement des évolutions à moyen terme de la structure des échanges commerciaux de la zone euro. Dans l'exercice le plus récent, finalisé en juillet 2020, la BCE a révisé le système de pondération afin d'inclure non seulement les échanges de produits manufacturés mais également les échanges de services ²³. Même si le secteur manufacturier représente toujours la part la plus importante des échanges commerciaux de la zone euro, les échanges de services ont pris de l'importance au cours des dernières décennies en raison de la mondialisation et de la digitalisation et ils constituaient 30 % environ des échanges de la zone euro à fin 2019 ²⁴. De plus, l'amélioration de la couverture des données a facilité l'inclusion des échanges de services sur la base de la méthodologie mise en place par la BCE. Le nombre de partenaires commerciaux couverts par les indices TCE a également

²¹ Les indicateurs de compétitivité harmonisés, qui sont fondés sur la même méthodologie et les mêmes données que les indices TCE de l'euro, sont calculés pour les différents pays de la zone euro. Ils ont été améliorés de la même manière que les indices TCE.

²² Pour une vue d'ensemble de la méthodologie utilisée pour calculer les indices TCE, cf. Schmitz (M.), De Clercq (M.), Fidora (M.), Lauro (B.) et Pinheiro (C.), « *Revisiting the effective exchange rates of the euro* », *Journal of Economic and Social Measurement*, vol. 38, n° 2, 2013, p. 127-158 ; et Brisson (R.) et Schmitz (M.) « *The ECB's enhanced effective exchange rates and harmonised competitiveness indicators – an updated weighting scheme including trade in services* », *Statistics Paper Series*, BCE (à paraître).

²³ Dans cet exercice, les pondérations commerciales moyennes pour la période de trois ans allant de 2016 à 2018 ont été ajoutées à la série, tandis que les pondérations pour les précédentes périodes (de 1995 à 2015) ont été révisées.

²⁴ Les échanges de services sont supérieurs aux échanges de produits manufacturés pour le Luxembourg, Chypre, Malte, l'Irlande et la Grèce (par ordre décroissant).

été porté de 38 à 42, représentant près de 90 % des échanges de produits manufacturés et de services de la zone euro ²⁵.

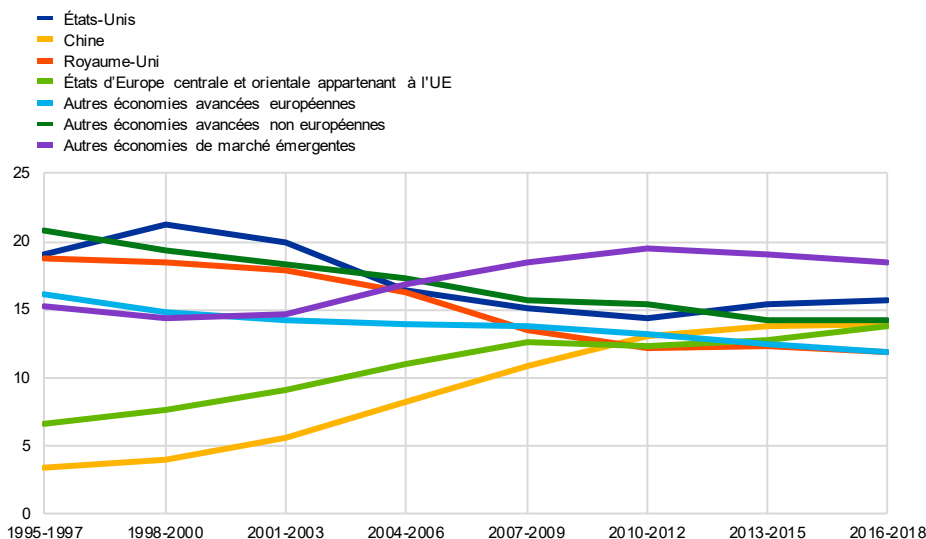
Les nouvelles pondérations commerciales font apparaître le rôle des économies de marché émergentes, dont la part est devenue de plus en plus importante dans les échanges commerciaux de la zone euro dans les années 2000, mais n'augmente plus actuellement, tandis que les États d'Europe centrale et orientale appartenant à l'UE ont gagné en importance (cf. graphique A). En effet, ces pays – du fait de la poursuite de leur intégration dans les chaînes de valeur européennes – ont accru leur part cumulée dans les échanges commerciaux de la zone euro au cours de la période allant de 2016 à 2018 pour pratiquement égaler celle de la Chine. La part des économies de marché émergentes, en revanche, a même diminué, bien que la part de la Chine ait légèrement augmenté. Si l'on considère les pays individuellement, les États-Unis sont demeurés le principal partenaire commercial de la zone euro – leur part augmentant légèrement sous l'effet principalement de l'importance croissante des échanges de services – suivis de la Chine et du Royaume-Uni, dont la part a toutefois diminué significativement depuis le milieu des années 1990.

²⁵ La Colombie, le Pérou, l'Arabie Saoudite, l'Ukraine et les Émirats arabes unis ont été ajoutés au groupe des partenaires commerciaux, qui comprend actuellement les pays de l'UE n'appartenant pas à la zone euro, le G20 et l'Organisation de coopération et de développement économiques, ainsi que l'Algérie, Hong Kong (RAS), la Malaisie, le Maroc, le Pérou, les Philippines, Taïwan, la Thaïlande, les Émirats arabes unis et l'Ukraine. Le Venezuela a été exclu du groupe des partenaires commerciaux en raison de la difficulté à obtenir des statistiques économiques fiables pour ce pays et de son rôle moins important qu'auparavant en tant que partenaire de la zone euro.

Graphique A

Évolution des pondérations commerciales globales dans le TCE-42 de l'euro au fil du temps

(en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Les « États d'Europe centrale et orientale appartenant à l'UE » recouvrent la Bulgarie, la République tchèque, la Croatie, la Hongrie, la Pologne et la Roumanie ; les « autres économies avancées européennes » recouvrent le Danemark, l'Islande, la Norvège, la Suède et la Suisse ; les « autres économies avancées non européennes » recouvrent l'Australie, le Canada, Hong Kong RAS, Israël, le Japon, la Nouvelle-Zélande, Singapour, la Corée du Sud, et Taïwan ; et les « autres économies de marché émergentes » recouvrent l'Algérie, l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, le Mexique, le Maroc, les Philippines, le Pérou, la Russie, l'Arabie Saoudite, l'Afrique du Sud, la Thaïlande, la Turquie, l'Ukraine et les Émirats arabes unis.

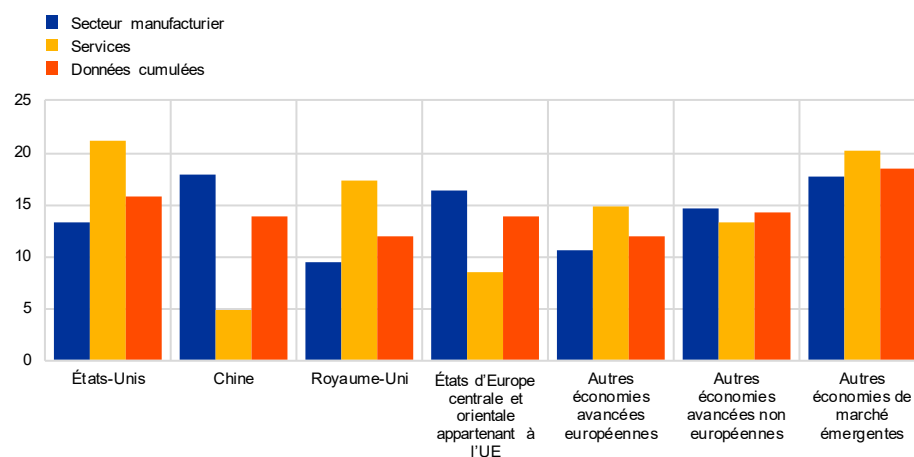
Il existe des différences significatives concernant l'importance relative des échanges de produits manufacturés et de services pour les principaux partenaires commerciaux de la zone euro (cf. graphique B).

Le rôle des États-Unis en tant que principal partenaire commercial de la zone euro est essentiellement dû à sa part importante dans les échanges de services avec la zone, en particulier en ce qui concerne les services de télécommunication, d'informatique et d'information ainsi que les autres services aux entreprises ; la part des États-Unis dans les échanges de produits manufacturés est, en revanche, nettement inférieure à celle de la Chine, qui est le principal partenaire commercial de la zone euro lorsque seul le secteur manufacturier est pris en compte. Les échanges de services sont également nettement supérieurs aux échanges de produits manufacturés pour le Royaume-Uni et le groupe « autres économies avancées européennes », tandis qu'ils sont beaucoup plus faibles pour les États d'Europe centrale et orientale appartenant à l'UE dont les liens commerciaux avec la zone euro sont déterminés dans une large mesure par leur intégration dans les chaînes de valeur du secteur manufacturier européen.

Graphique B

Pondérations commerciales dans le TCE-42 de l'euro : secteur manufacturier, services et données cumulées

(en pourcentage)



Source : BCE.

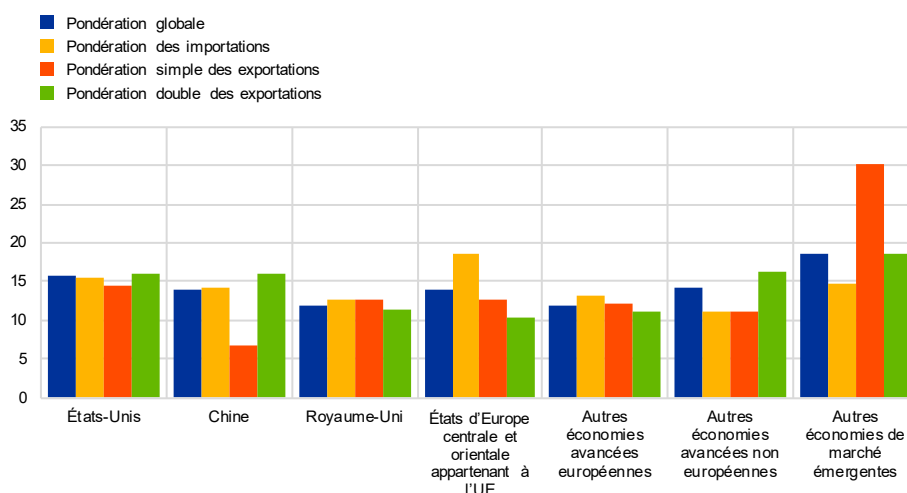
Notes : Les pondérations commerciales sont des moyennes sur la période allant de 2016 à 2018. Les groupes de pays sont ceux définis dans les notes du graphique A.

Les pondérations des importations et des exportations sont globalement comparables pour la plupart des pays et des régions, même après correction de la concurrence sur les « marchés tiers » (cf. graphique C). Les pondérations commerciales globales sont calculées comme des moyennes (pondérées) des pondérations des exportations et des importations qui mesurent la part de chaque pays dans les exportations ou les importations de la zone euro, respectivement. S'agissant des exportations, toutefois, les entreprises de la zone euro sont en concurrence avec les producteurs d'un pays donné non seulement sur le marché intérieur de ce dernier mais également sur les autres marchés étrangers, c'est-à-dire les « marchés tiers ». Afin de tenir compte de cet effet, des pondérations « doubles » des exportations sont utilisées pour calculer les pondérations commerciales globales. Même si les pondérations simples et doubles des exportations s'écartent peu les unes des autres dans la plupart des pays et des régions, la différence est prononcée pour la Chine. Cela reflète le rôle de la Chine en tant que principal exportateur mondial de biens, ce qui implique également que ce pays est un concurrent important sur les marchés tiers. L'inverse est vrai pour les autres économies de marché émergentes, qui représentent une part importante des exportations directes de la zone euro, mais qui sont en concurrence seulement dans une mesure limitée dans les pays tiers, leur part dans les exportations mondiales étant relativement réduite. Pour la plupart des pays, les pondérations des importations et les pondérations (doubles) des exportations sont également comparables. Une exception notable à ce profil général est toutefois constituée par les États d'Europe centrale et orientale appartenant à l'UE. Le rôle joué par cette région dans les chaînes de valeur fortement intégrées de l'Europe implique que sa part est plus importante dans les importations de la zone euro que dans ses exportations, sur la base des exportations directes et même encore plus lorsqu'il s'agit de la concurrence sur des marchés tiers.

Graphique C

Pondérations commerciales dans le TCE-42 de l'euro : pondérations globales, pondérations des importations, pondérations simples des exportations et pondérations doubles des exportations

(en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Les pondérations commerciales sont des moyennes sur la période allant de 2016 à 2018. Les groupes de pays sont ceux définis dans les notes du graphique A.

Avec le système de pondération amélioré, il apparaît que l'appréciation de l'euro depuis début 2017 a été légèrement moins prononcée en termes nominaux qu'elle ne l'était dans le cadre du précédent système de pondération, principalement en raison de l'augmentation du poids des économies avancées ²⁶. Entre début 2017 et fin août 2020, le TCE nominal

quotidien actualisé de l'euro vis-à-vis du groupe TCE-42 des partenaires commerciaux s'est apprécié de 12,3 %, contre 13,8 % selon l'indicateur fondé sur l'ancien système de pondération du secteur manufacturier (cf. graphique D) ²⁷. Cette révision est principalement due à l'augmentation du poids des économies avancées (qui reflète essentiellement l'intégration des échanges de services dans le système de pondération) dont les devises se sont moins dépréciées, en moyenne, vis-à-vis de l'euro que celles des économies de marché émergentes. En terme réels, toutefois, les évolutions ont été très homogènes, le TCE-42 réel amélioré (déflaté de l'indice des prix à la consommation) et la série publiée antérieurement s'appréciant d'un peu moins de 7 % entre janvier 2017 et août 2020 (cf. graphique E).

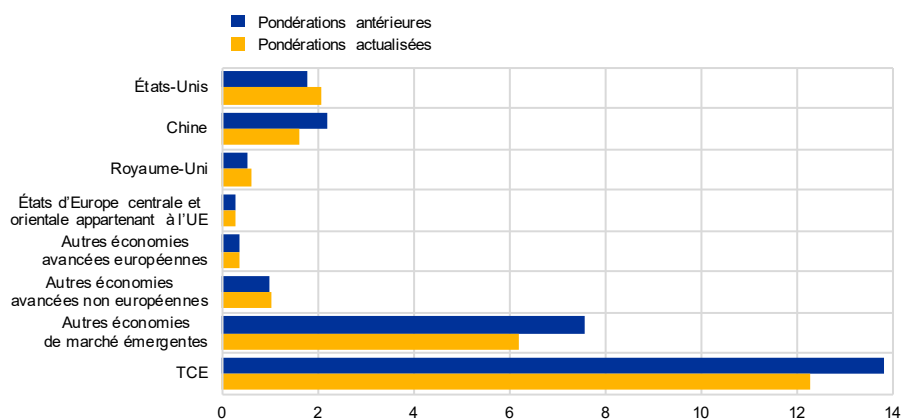
²⁶ Les pondérations combinant les échanges de produits manufacturés et les échanges de services sont utilisées pour les indices TCE nominaux et les indices TCE réels déflatés des prix à la consommation, du déflateur du PIB et des coûts unitaires de main-d'œuvre dans l'ensemble de l'économie, tandis que les indices TCE réels déflatés des prix à la production et des coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur manufacturier continuent d'être fondés sur les pondérations pour ce secteur.

²⁷ Les différences entre les TCE actualisés et les TCE antérieurs résultent également du fait que toutes les pondérations commerciales – y compris celles pour le secteur manufacturier – ont été actualisées pour refléter les révisions des données et les améliorations méthodologiques.

Graphique D

Évolutions du TCE nominal de l'euro fondées sur les pondérations antérieures et actualisées

(variations en pourcentage, 31 août 2020 par rapport au 2 janvier 2017)



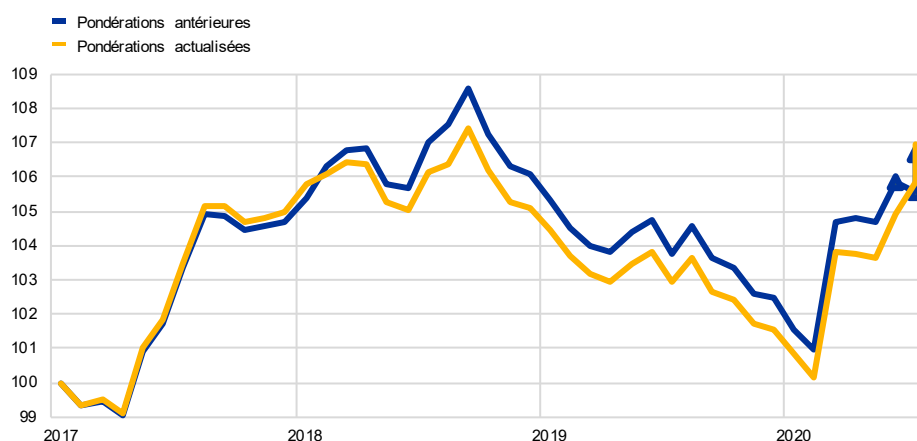
Source : BCE.

Notes : Les groupes de pays sont ceux définis dans les notes du graphique A. La série relative aux « pondérations actualisées » se rapporte au TCE-42, englobant 42 pays et des pondérations commerciales qui combinent les échanges de produits manufacturés et les échanges de services, tandis que la série relative aux « pondérations antérieures » se rapporte au TCE-38 fondé sur l'ancien système de pondération pour le secteur manufacturier (c'est-à-dire excluant les échanges de services et couvrant seulement 38 partenaires commerciaux), qui a été abandonné à partir de juin 2020.

Graphique E

Évolutions du TCE réel de l'euro déflaté de l'indice des prix à la consommation fondées sur les pondérations antérieures et actualisées

(indice ; nouvelle base janvier 2017 = 100)



Source : BCE.

Notes : La série relative aux « pondérations actualisées » se rapporte au TCE-42, englobant 42 pays et des pondérations commerciales qui combinent les échanges de produits manufacturés et les échanges de services, tandis que la série relative aux « pondérations antérieures » se rapporte au TCE-38 fondé sur l'ancien système de pondération pour le secteur manufacturier (c'est-à-dire excluant les échanges de services et couvrant seulement 38 partenaires commerciaux), qui a été abandonné à partir de juin 2020. Les observations pour la période allant de juin à août 2020 (comme indiqué par les triangles) sont des actualisations mécaniques de la série interrompue.

3 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 6 mai au 21 juillet 2020

Simon Forsyth et Christian Lizarazo

Cet encadré décrit les opérations de politique monétaire de la BCE et les évolutions de la liquidité durant les troisième et quatrième périodes de constitution de réserves de 2020, qui se sont déroulées du 6 mai au 21 juillet 2020.

Durant cette période, la volatilité du marché liée à la crise du coronavirus (COVID-19) a diminué. La mise en œuvre des mesures annoncées par les banques centrales, notamment la Banque centrale européenne (BCE), ainsi que les mesures de soutien budgétaire introduites par les gouvernements et les autorités de l'UE ont contribué à cette diminution.

Les niveaux de liquidités de banque centrale dans le système bancaire ont continué d'augmenter aux troisième et quatrième périodes de constitution de 2020. Cela s'explique en grande partie par le règlement des opérations de refinancement à long terme ciblées (TLTRO III) et les achats d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP). Le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé le 4 juin d'augmenter de 600 milliards d'euros la taille de l'enveloppe du PEPP, pour la porter à 1 350 milliards, et d'étendre l'horizon des achats jusqu'à au moins fin juin 2021. En outre, il a été décidé que les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP seront réinvestis au moins jusqu'à la fin de 2022.

En réponse à la crise de la COVID-19, le Conseil des gouverneurs a également décidé de mettre en place une nouvelle facilité de repo de l'Eurosystème pour les banques centrales hors zone euro (*Eurosystem repo facility for non-euro area central banks, EUREP*). Cette facilité fournira des lignes de repo de précaution en euros aux banques centrales hors zone euro, afin de répondre à d'éventuels besoins de liquidité en euros en cas de dysfonctionnements des marchés résultant du choc de la COVID-19, qui pourraient peser sur la transmission harmonieuse de la politique monétaire de la BCE. Dans le cadre de l'EUREP, l'Eurosystème fournira des liquidités en euros à un vaste ensemble de banques centrales hors zone euro contre des garanties appropriées, constituées de titres de créance négociables libellés en euros émis par les administrations centrales et les institutions supranationales de la zone euro. L'EUREP vient compléter les lignes de *swap* et de repo bilatérales de la BCE qui fournissent des liquidités en euros aux banques centrales hors zone euro. Des nouvelles lignes de repo bilatérales avec la Roumanie, la Serbie et l'Albanie ont été annoncées au cours de la période sous revue.

Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme du solde des

facteurs autonomes et des réserves obligatoires, est ressorti

à 1 934,7 milliards d'euros. Cela représente une hausse de 321,3 milliards d'euros par rapport à la précédente période sous revue comprenant les deux premières périodes de constitution des réserves de 2020 (cf. la section du tableau A intitulée « Autres informations fondées sur la liquidité »). Le solde des facteurs autonomes a augmenté de 316,6 milliards d'euros, s'établissant à 1 794,3 milliards, tandis que les réserves obligatoires ont augmenté de 4,7 milliards pour ressortir à 140,4 milliards.

Les dépôts des administrations publiques ont été de loin les principaux facteurs autonomes qui ont absorbé de la liquidité au cours de la période sous

revue. L'absorption de la liquidité par les dépôts des administrations publiques a augmenté en moyenne de 261,5 milliards d'euros, s'établissant à 583 milliards. Les dépôts des administrations publiques de la zone euro ont atteint des niveaux record, représentant plus de 9 % du bilan de l'Eurosystème en moyenne au cours de la période sous revue, après moins de 6 % au cours de la précédente période sous revue. Cette croissance des dépôts des administrations publiques, qui était bien supérieure à la tendance, a probablement reflété les mesures budgétaires – ou la préparation de ces mesures – prises par les gouvernements des pays de la zone euro pour répondre à la crise de la COVID-19. Outre les dépôts des administrations publiques, les billets et les autres facteurs autonomes ont contribué pour 58,1 milliards d'euros et 19,5 milliards respectivement à une absorption de la liquidité agrégée supplémentaire de 77,6 milliards d'euros par rapport à la précédente période sous revue. Les facteurs autonomes d'apport de liquidité ont fourni 22,6 milliards d'euros de liquidité de plus que lors de la précédente période sous revue, ne compensant que partiellement l'effet d'absorption de la liquidité mentionné ci-dessus. En particulier, les actifs nets libellés en euros ont diminué de 37,9 milliards d'euros, tandis que les avoirs extérieurs nets ont augmenté de 60,5 milliards par rapport à la précédente période sous revue (cf. la section du tableau A intitulée « Avoirs »)

Dans l'ensemble, au cours de la période sous revue, l'apport global de liquidité via les opérations de politique monétaire a été bien supérieur à l'absorption de la liquidité induite par le solde des facteurs autonomes.

Tableau A

Conditions de la liquidité dans l'Eurosystème

Engagements

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 6 mai 2020 au 21 juillet 2020						Précédente période sous revue : du 29 janvier 2020 au 5 mai 2020	
	Troisième et quatrième périodes de constitution		Troisième période de constitution : du 6 mai au 9 juin		Quatrième période de constitution : du 10 juin au 21 juillet		Première et deuxième périodes de constitution	
Facteurs autonomes de la liquidité	2 849,3	(+339,1)	2 741,3	(+142,5)	2 939,4	(+198,1)	2 510,3	(+130,0)
Billets en circulation	1 357,6	(+58,1)	1 347,9	(+26,1)	1 365,7	(+17,7)	1 299,5	(+27,7)
Dépôts des administrations publiques	583,0	(+261,5)	477,1	(+102,7)	671,2	(+194,2)	321,5	(+101,7)
Autres facteurs autonomes ¹	908,8	(+19,5)	916,3	(+13,8)	902,5	(-13,8)	889,3	(+0,6)
Excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires	2 033,1	(+437,5)	1 827,1	(+142,6)	2 204,7	(+377,6)	1 595,6	(+85,5)
Réserves obligatoires²	140,4	(+4,7)	139,4	(+3,7)	141,2	(+1,8)	135,7	(+1,4)
Facilité de dépôt	330,5	(+72,3)	299,9	(+28,2)	356,0	(+56,0)	258,2	(+1,8)
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Source : BCE.

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

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

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

Avoirs

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 6 mai 2020 au 21 juillet 2020						Précédente période sous revue du 29 janvier 2020 au 5 mai 2020	
	Troisième et quatrième périodes de constitution		Troisième période de constitution : du 6 mai au 9 juin		Quatrième période de constitution : du 10 juin au 21 juillet		Première et deuxième périodes de constitution	
Facteurs autonomes de la liquidité	1 055,4	(+22,6)	1 036,7	(-3,8)	1 071,0	(+34,3)	1 032,8	(+23,7)
Avoirs extérieurs nets	907,3	(+60,5)	950,4	(+24,1)	871,3	(-79,1)	846,7	(+75,6)
Avoirs nets libellés en euros	148,2	(-37,9)	86,3	(-27,9)	199,7	(+113,5)	186,1	(-52,0)
Instruments de politique monétaire	4 291,9	(+824,7)	3 971,0	(+320,5)	4 559,3	(+588,3)	3 467,2	(+195,0)
<i>Opérations d'open market</i>	4 291,9	(+824,7)	3 971,0	(+320,5)	4 559,3	(+588,3)	3 467,2	(+195,0)
Opérations d'appels d'offres	1 206,1	(+464,3)	984,1	(+117,8)	1 391,1	(+407,0)	741,8	(+97,7)
Opérations principales de refinancement	0,6	(-0,4)	0,3	(-0,2)	0,8	(+0,5)	1,0	(-1,3)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	2,2	(-0,9)	2,0	(-0,2)	2,3	(+0,3)	3,1	(-0,3)
Opérations TLTRO II	282,8	(-188,3)	418,1	(-13,2)	170,0	(-248,2)	471,1	(-118,8)
Opérations TLTRO III	691,9	(+541,5)	216,1	(+16,4)	1 088,4	(+872,3)	150,4	(+101,9)
<i>Bridge LTROs*</i>	228,6	(+112,4)	347,5	(+115,1)	129,6	(-217,9)	116,2	(+116,2)
Portefeuilles d'achats fermes de titres	3 085,8	(+360,4)	2 986,9	(+202,7)	3 168,2	(+181,3)	2 725,4	(+97,3)
1 ^{er} programme d'achats d'obligations sécurisées	0,6	(-0,5)	0,7	(-0,1)	0,5	(-0,2)	1,1	(-0,9)
2 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,0)
3 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	282,3	(+9,3)	280,7	(+4,5)	283,7	(+3,1)	273,0	(+9,2)
Programme pour les marchés de titres	36,7	(-5,5)	38,5	(-2,0)	35,1	(-3,4)	42,2	(-5,6)
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	30,8	(+0,9)	30,9	(-0,3)	30,7	(-0,2)	29,9	(+1,7)
Programme d'achats de titres du secteur public	2 230,2	(+79,4)	2 212,9	(+38,0)	2 244,5	(+31,6)	2 150,7	(+50,8)
Programme d'achats de titres du secteur des entreprises	217,0	(+18,0)	212,4	(+8,0)	220,9	(+8,5)	199,0	(+15,6)
Programme d'achats d'urgence face à la pandémie	285,3	(+258,7)	207,9	(+154,7)	349,8	(+141,9)	26,6	(+26,6)
Facilité de prêt marginal	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

Source : BCE.

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

Autres informations fondées sur la liquidité

(moyennes, en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 6 mai 2020 au 21 juillet 2020						Précédente période sous revue : du 29 janvier 2020 au 5 mai 2020	
	Troisième et quatrième périodes de constitution		Troisième période de constitution : du 6 mai au 9 juin		Quatrième période de constitution : du 10 juin au 21 juillet		Première et deuxième de périodes de constitution	
Besoin global de financement ¹	1 934,7	(+321,3)	1 844,4	(+150,2)	2 009,9	(+165,5)	1 613,4	(+107,7)
Solde des facteurs autonomes ²	1 794,3	(+316,6)	1 705,0	(+146,5)	1 868,8	(+163,7)	1 477,8	(+106,3)
Excédent de liquidité ³	2 363,6	(+509,8)	2 127,1	(+170,8)	2 560,7	(+433,6)	1 853,8	(+87,3)

Source : BCE.

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

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

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

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

Évolutions des taux d'intérêt

(moyennes ; pourcentages)

	Période sous revue actuelle : du 6 mai 2020 au 21 juillet 2020						Précédente période sous revue : du 29 janvier 2020 au 5 mai 2020	
	Troisième et quatrième périodes de constitution		Troisième période de constitution : du 6 mai au 9 juin		Quatrième période de constitution : du 10 Juin au 21 juillet		Première et deuxième de périodes de constitution	
Opérations principales de refinancement	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilité de prêt marginal	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilité de dépôt	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
Eonia ¹	-0,460	(-0,01)	-0,457	(-0,01)	-0,463	(-0,01)	-0,451	(+0,00)
€STR	-0,546	(-0,01)	-0,542	(+0,00)	-0,548	(-0,01)	-0,536	(+0,00)

Source : BCE.

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

1) Correspond au taux à court terme en euros (€STR) majoré de 8,5 points de base depuis le 1^{er} octobre 2019. Les différences dans les variations présentées pour le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) et l'€STR sont dues aux arrondis.

Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

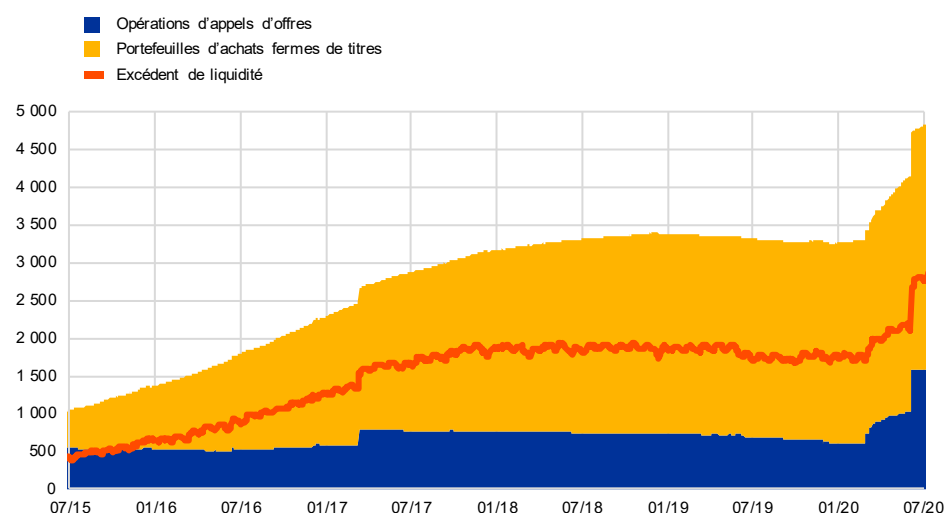
Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations d'open market a augmenté de 824,7 milliards d'euros pour s'établir à 4 291,9 milliards (cf. graphique A). L'augmentation de la liquidité fournie par le biais des instruments de politique monétaire a résulté pour plus de la moitié (56 %) d'opérations de crédit ;

les 44 % restants ont résulté d'achats fermes d'actifs. En particulier, les TLTRO III et le PEPP, avec respectivement 541,5 milliards d'euros et 258,7 milliards, ont été les principales sources de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire.

Graphique A

Évolution de la liquidité fournie par le biais des opérations d'*open market* et de l'excédent de liquidité

(montants en milliards d'euros)



Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte au 21 juillet 2020.

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations d'appels d'offres a augmenté de 464,3 milliards d'euros au cours de cette période sous revue ; cette hausse est largement attribuable au règlement de la quatrième opération de la série des TLTRO III (TLTRO III.4) en juin 2020. L'augmentation moyenne de 541,5 milliards fournie par le biais de l'opération TLTRO III.4 a été partiellement contrebalancée par l'arrivée à échéance et/ou par les remboursements volontaires au titre du programme TLTRO II, traduisant un report des contreparties vers l'opération TLTRO III.4, plus intéressante d'un point de vue économique. En moyenne, l'arrivée à échéance et les remboursements au titre du programme TLTRO II ont représenté – 188,3 milliards d'euros. Outre les programmes TLTRO II et III, les LTRO nouvellement mises en place ont été un instrument additionnel important, qui a permis un apport de liquidité supplémentaire de 112,4 milliards d'euros en moyenne par rapport à la précédente période sous revue. Ces LTRO ont été mises en place le 12 mars 2020 en tant qu'instrument de transition afin de permettre un accès immédiat au financement à des conditions particulièrement favorables tout en facilitant le report des fonds vers les TLTRO III. Les LTRO nouvellement introduites sont arrivées à échéance le 24 juin 2020, avant la fin de la période sous revue. Au cours de la période sous revue, la BCE a également effectué les deux premières opérations, sur sept, de la nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme non ciblées d'urgence face à la pandémie (PELTRO), qui ont été annoncées en avril 2020. Ces opérations ont pour but de favoriser le bon fonctionnement des marchés monétaires en fournissant un filet de sécurité effectif aux taux de ces marchés. Ces opérations PELTRO ont apporté un

montant de liquidité supplémentaire de 8,2 milliards d'euros en moyenne.

L'opération principale de refinancement et les LTRO d'une durée de trois mois n'ont joué qu'un rôle marginal, enregistrant une baisse agrégée de 1,3 milliard d'euros en moyenne par rapport à la précédente période sous revue.

Dans le même temps, les portefeuilles d'achats fermes de titres ont augmenté de 360,4 milliards d'euros, passant à 3 085,8 milliards, en raison de la poursuite des achats nets dans le cadre de l'APP et du PEPP.

Les encours moyens au titre du PEPP ont représenté en moyenne 285,3 milliards d'euros, soit une augmentation de 258,7 milliards par rapport à la précédente période sous revue. Les achats réalisés dans le cadre du PEPP ont représenté de loin la plus forte hausse parmi l'ensemble des programmes d'achats d'actifs, suivis du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) et du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP), qui sont passés, respectivement, de 79,4 milliards d'euros à 2 230,2 milliards et de 18,0 milliards à 217,0 milliards en moyenne.

Excédent de liquidité

L'excédent de liquidité moyen a augmenté de 509,8 milliards d'euros, passant à 2 363,6 milliards (cf. graphique A).

Les dépôts des banques auprès de l'Eurosystème ont augmenté de 437,5 milliards d'euros pour ressortir à 2 033,1 milliards au titre de l'excédent des avoirs en compte courant par rapport aux réserves obligatoires, et de 72,3 milliards pour ressortir à 330,5 milliards au titre de la facilité de dépôt. Le dispositif dans lequel une partie de l'excédent de liquidité détenu par les banques n'est pas soumise au taux négatif de la facilité de dépôt s'applique uniquement aux soldes détenus sur les comptes courants. Les banques ont donc un intérêt économique à détenir des réserves sur leur compte courant plutôt qu'au titre de la facilité de dépôt.

Évolutions des taux d'intérêt

L'€STR a diminué de 0,9 point de base au cours de cette période sous revue par rapport à la période précédente en raison d'une augmentation de l'excédent de liquidité.

L'€STR s'est établi en moyenne à – 54,5 points de base au cours de la période sous revue, contre – 53,6 points de base, en moyenne, au cours de la période précédente. L'Eonia, qui depuis octobre 2019 est calculé comme l'€STR majoré d'un *spread* fixe de 8,5 points de base, a évolué en parallèle de l'€STR. Les taux directeurs de la BCE, qui recouvrent le taux appliqué à la facilité de dépôt, le taux des opérations principales de refinancement et le taux de la facilité de prêt marginal sont demeurés inchangés au cours de la période sous revue.

L'impact de la forte hausse récente de l'incertitude sur l'activité économique dans la zone euro

Arne Gieseck et Svetlana Rujin

La pandémie de coronavirus (COVID-19) a provoqué une hausse sans précédent de l'incertitude. Une forte incertitude entoure tous les aspects de la pandémie : la contagiosité et la létalité du virus ; la capacité des systèmes de santé à s'adapter à un bond de la demande et à développer une solution médicale ; la durée et l'efficacité des mesures d'endiguement (telles que les confinements et la distanciation sociale) ainsi que leur impact sur l'activité économique et l'emploi ; la rapidité de la reprise une fois les mesures d'endiguement assouplies ; et la mesure dans laquelle la pandémie affectera durablement la consommation, l'investissement et le potentiel de croissance.

Cet encadré montre comment l'incertitude a évolué dans la zone euro et l'impact que cela aura probablement sur l'activité économique réelle. Même si l'incertitude n'est pas directement observable, plusieurs approximations ont été proposées et appliquées dans la littérature ²⁸. Le présent encadré montre l'évolution d'une sélection de mesures de l'incertitude au cours des derniers mois et exploite les informations contenues dans une mesure de l'incertitude macroéconomique pour évaluer son impact sur l'activité économique. Nous utilisons pour cela un modèle vectoriel autorégressif bayésien (BVAR), qui nous permet d'estimer l'effet dynamique d'un choc d'incertitude sur la variable d'intérêt.

Les mesures sélectionnées confirment qu'une forte hausse de l'incertitude coïncide avec la propagation de la COVID-19 dans la zone euro. Le graphique A décrit l'évolution de quatre mesures sélectionnées de l'incertitude dans la zone euro au cours des treize dernières années. L'analyse inclut deux mesures de l'incertitude macroéconomique et de l'incertitude financière. Elles sont fondées sur la difficulté à prédire les évolutions économiques futures, qui est fonction de l'augmentation des erreurs de projections pour un large éventail de variables relatives au cycle économique et de variables financières ²⁹. De plus, l'analyse inclut une approximation largement utilisée de l'incertitude de la prévision, mesurée par le désaccord entre prévisionnistes professionnels ³⁰, et une mesure de l'incertitude relative à la politique économique fondée sur la couverture par les journaux ³¹. Le graphique montre que l'incertitude macroéconomique, le désaccord sur les prévisions et l'incertitude relative à la politique économique ont atteint des niveaux historiquement élevés depuis début 2020, tandis que l'incertitude financière a augmenté plus faiblement. Alors que la montée de l'incertitude financière reflète

²⁸ Pour une vue d'ensemble, cf. l'article intitulé « [L'impact de l'incertitude sur l'activité dans la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2016.

²⁹ Cf. Jurado (K.), Ludvigson (S.C.) et Ng (S.), « *Measuring uncertainty* », *American Economic Review*, vol. 105, n° 3, 2015, p. 1177-1216.

³⁰ Cf., par exemple, Zarnowitz (V.) et Lambros, (L.A.), « *Consensus and Uncertainty in Economic Prediction* », *Journal of Political Economy*, vol. 95, n° 3, 1987, p. 591-621.

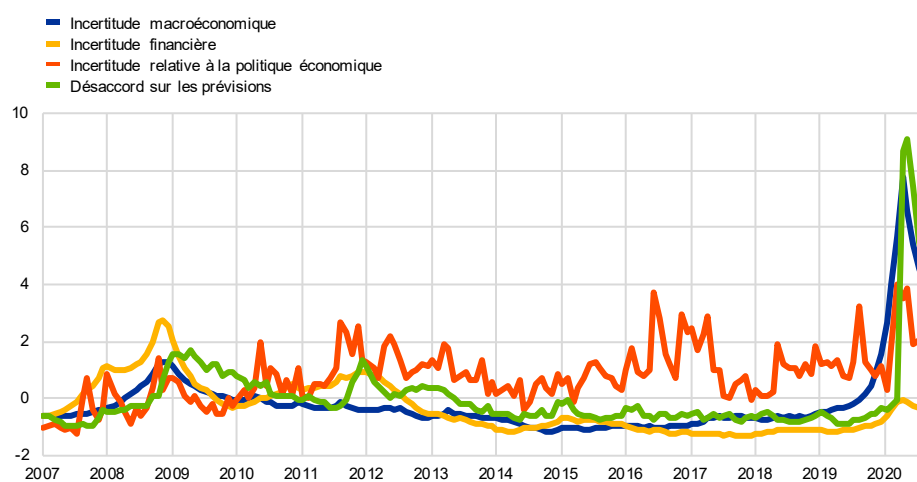
³¹ Cf. Baker (S.R.), Bloom (N.) et Davis (S.J.), « *Measuring Economic Policy Uncertainty* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n° 4, 2016, p. 1593-1636 ; et l'encadré intitulé « [Les sources de l'incertitude relative à la politique économique dans la zone euro : une approche par apprentissage automatique](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2019.

probablement une augmentation exogène de l'incertitude, la hausse relativement forte du premier groupe de mesures de l'incertitude devrait refléter en partie une réponse endogène de ces mesures aux fluctuations du cycle économique ³². Dans le contexte actuel, l'imposition de mesures de confinement a entraîné des variations difficiles à prévoir des variables macroéconomiques ; elle est de ce fait responsable d'au moins une partie de la hausse de ces mesures de l'incertitude. Tout cela laisse penser que la majeure partie de la hausse observée de l'incertitude peut probablement être attribuée à l'épidémie de COVID-19, qui a commencé à affecter la zone euro en février 2020.

Graphique A

Mesures de l'incertitude dans la zone euro

(écart type par rapport à la moyenne)



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

Notes : Toutes les mesures de l'incertitude sont normalisées et recentrées (moyenne de 0 et écart type de 1) sur l'ensemble de la période débutant en juin 1991. Une valeur de 2 doit être interprétée comme signifiant que la mesure de l'incertitude dépasse sa moyenne historique de deux écarts types. Les dernières observations se rapportent à août 2020.

L'incertitude accrue devrait freiner l'activité via plusieurs canaux ³³.

Premièrement, les décisions en matière d'investissement et d'emploi pouvant s'avérer coûteuses à inverser ou même irréversibles, il pourrait être préférable pour une entreprise de reporter une décision jusqu'à ce que de nouvelles informations soient devenues disponibles ou que l'incertitude relative aux perspectives économiques futures ait diminué. Deuxièmement, l'incertitude élevée peut freiner l'activité par le biais d'une augmentation des primes de risque et d'une hausse des coûts du financement par endettement, une prévisibilité réduite étant généralement associée à une plus forte aversion au risque. Troisièmement, l'incertitude élevée pourrait conduire les ménages à augmenter leur épargne de précaution, ce qui réduirait la consommation privée actuelle et freinerait encore plus la croissance du PIB. Quatrièmement, des épisodes d'incertitude très élevée pourraient provoquer des changements durables dans le comportement des ménages et des entreprises, notamment si ces épisodes sont fréquents. Enfin, et compte tenu des canaux

³² Cf. Ludvigson (S.C.), Ma (S.) et Ng (S.), « *Uncertainty and Business Cycles: Exogenous Impulse or Endogenous Response?* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, à paraître.

³³ Pour une vue d'ensemble, cf. Bloom (N.), « *Fluctuations in Uncertainty* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, n° 2, 2014, p. 153-176.

mentionnés précédemment, une incertitude élevée pourrait rendre l'économie moins sensible aux mesures de politique monétaire et budgétaire ; dans le même temps, si l'incertitude est élevée, la politique économique peut se révéler particulièrement efficace en la réduisant par le biais de plusieurs des canaux précités.

L'analyse fondée sur des modèles laisse penser que les chocs d'incertitude ont un impact important sur l'activité économique réelle dans la zone euro.

Le modèle BVAR inclut un ensemble de variables monétaires, réelles et nominales, ainsi que les prix du pétrole et un indicateur de confiance ³⁴. La mesure de l'incertitude macroéconomique mentionnée précédemment est utilisée comme approximation de l'incertitude dans la zone euro. Elle est classée en premier dans le modèle, c'est-à-dire comme variable la plus exogène, ce qui implique que l'impact estimé peut être considéré comme la limite supérieure de la fourchette possible ³⁵. Le modèle est estimé sur la période allant du deuxième trimestre 1991 au deuxième trimestre 2020 en utilisant des données trimestrielles, avec quatre décalages ³⁶. Le modèle est ensuite utilisé pour simuler les effets dynamiques d'un choc d'incertitude sur l'économie de la zone euro ³⁷.

Un choc défavorable d'incertitude macroéconomique exerce un effet négatif important sur le PIB en volume de la zone euro à court terme (cf. graphique B).

À la suite d'une hausse d'un écart type de l'incertitude macroéconomique, la croissance du PIB en volume est affectée défavorablement pour une durée allant jusqu'à quatre trimestres. L'impact le plus fort est observé au premier et au deuxième trimestre suivant le choc, quand la réduction de la croissance du PIB en volume représente 0,1 point de pourcentage chaque trimestre. L'impact cumulé sur le niveau du PIB en volume un an après le choc est estimé à 0,4 % environ. Par la suite, l'importance de l'impact diminue. Comme on peut s'y attendre, la formation de capital fixe réelle réagit beaucoup plus fortement que le PIB en volume à une hausse de l'incertitude (avec un recul de 0,7 % environ six trimestres après le choc), tandis que la consommation privée réelle est moins affectée que le PIB (avec une baisse de 0,2 % un an après le choc). Dans le contexte du modèle, un choc sur l'incertitude provoque une détérioration immédiate et substantielle du climat économique et exerce un effet durable sur l'emploi, qui diminuerait de 0,2 % environ après deux ans ³⁸.

³⁴ Le modèle BVAR inclut onze variables dans l'ordre suivant : 1) l'estimation de l'incertitude macroéconomique, 2) l'indice EuroStoxx 50, 3) l'indicateur européen du climat économique, 4) le taux de change USD/EUR, 5) le taux d'intérêt à long terme, 6) le prix du pétrole en euros par baril, 7) le déflateur du PIB, 8) l'emploi total, 9) la consommation privée réelle, 10) l'investissement fixe réel total et 11) le PIB en volume. Cet ordre est fondé sur les hypothèses selon lesquelles les marchés financiers et les variables monétaires évoluent rapidement, tandis que les agrégats macroéconomiques réels évoluent comparativement plus lentement.

³⁵ Une analyse de robustesse dans laquelle l'incertitude est classée en dernier (variable la plus endogène) confirme globalement les résultats présentés ci-après.

³⁶ La méthodologie BVAR utilisée dans cette analyse suit Lenza (M.) et Primiceri (G.E.), « *How to estimate a VAR after March 2020* », *Working Paper Series*, n° 2461, BCE, août 2020. Une décomposition de Cholesky est appliquée sur la matrice variance-covariance des résidus afin d'obtenir les chocs orthogonaux.

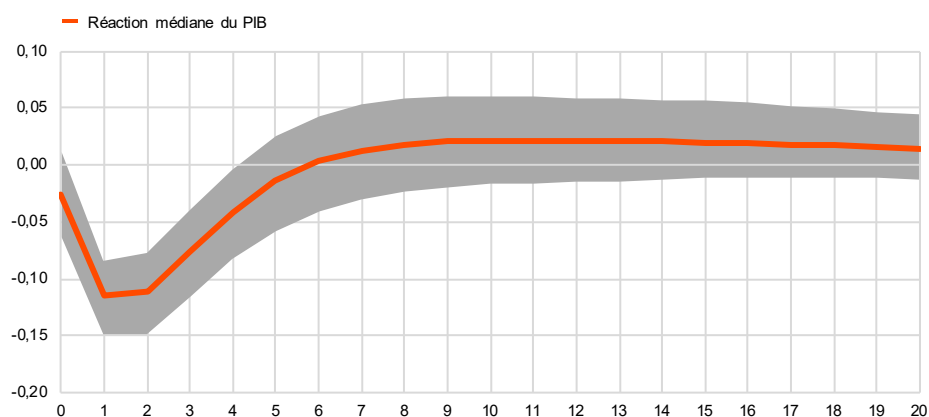
³⁷ Le choc défavorable d'incertitude macroéconomique correspond à une augmentation d'un écart type de la série respective relative au choc.

³⁸ Les fonctions de réponse impulsionnelle suggèrent qu'une augmentation de l'incertitude financière (classée en premier dans le modèle BVAR) a un impact globalement comparable sur l'activité.

Graphique B

Réponse de la croissance du PIB en volume à un choc d'incertitude macroéconomique d'un écart type

(axe des abscisses : trimestres suivant le choc d'incertitude ; axe des ordonnées : en points de pourcentage)



Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Réponse impulsionnelle de la croissance du PIB en volume à un choc d'incertitude macroéconomique d'un écart type calculé à partir de l'estimation d'un modèle BVAR à onze variables utilisant des données trimestrielles sur la période allant du deuxième trimestre 1991 au deuxième trimestre 2020. La ligne continue correspond à la réaction médiane et la fourchette montre les intervalles des erreurs-types à 68 %.

La forte hausse de l'incertitude macroéconomique devrait avoir contribué de manière significative à la baisse du PIB en volume de la zone euro au premier semestre 2020. La plupart des mesures de l'incertitude ont augmenté très fortement durant cette période, et les fonctions de réponse impulsionnelle estimées suggèrent que l'impact le plus important d'un choc d'incertitude se produit peu de temps après le choc et au cours du trimestre qui suit. Dans ce contexte, on estime que l'incertitude accrue explique un cinquième environ du recul de l'activité au premier semestre 2020, notamment au deuxième trimestre, avec un impact particulièrement fort sur la formation de capital fixe.

Pour l'avenir, l'incertitude accrue devrait persister pendant un certain temps et pourrait ainsi continuer de freiner la croissance du PIB en volume de la zone euro au cours des prochains trimestres. Les mesures observées de l'incertitude sont demeurées à des niveaux très élevés en juillet et août 2020 et devraient rester élevées à court terme, au moins jusqu'à ce qu'une solution médicale efficace à la pandémie de COVID-19 ait été trouvée. De plus, les fonctions de réponse impulsionnelle présentées dans le graphique B suggèrent que les chocs d'incertitude peuvent freiner la croissance du PIB en volume pour une durée allant jusqu'à quatre trimestres. Tout ceci implique que même si un redressement de l'activité économique est attendu au cours des prochains trimestres, l'incertitude pourrait continuer de freiner la vitesse et le dynamisme du rebond à court terme. Le modèle BVAR utilisé pour cet exercice suggère que le choc d'incertitude actuel se dissipera seulement progressivement et pourrait amputer le rebond attendu de l'activité de 5 % au total jusqu'à mi-2021³⁹. Si l'incertitude accrue devait persister plus

³⁹ Cette estimation est globalement comparable aux estimations récentes pour les États-Unis. Cf. Baker (S.R.), Bloom (N.), Davis (S.J.) et Terry (S.J.), « *COVID-Induced Economic Uncertainty* », *NBER Working Paper Series*, n° 26983, National Bureau of Economic Research, 2020.

longtemps, elle pourrait également avoir un impact défavorable sur le potentiel de croissance à long terme.

5 COVID-19 et hausse de l'épargne des ménages : épargne de précaution ou épargne forcée ?

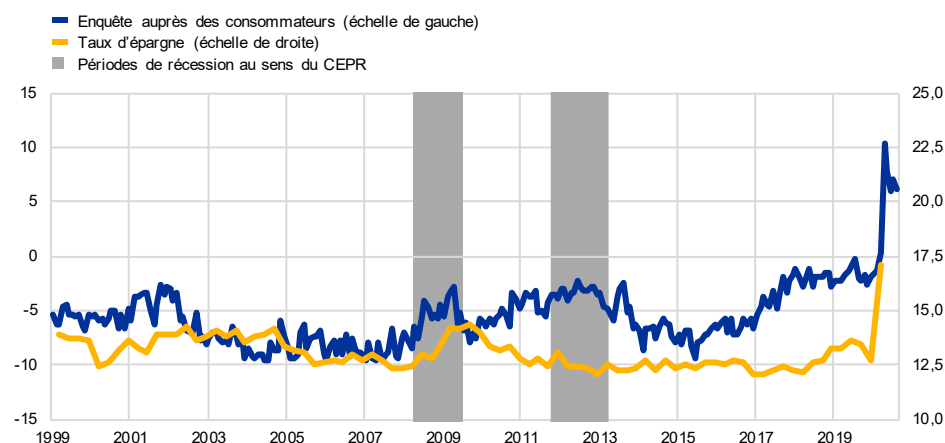
Maarten Dossche et Stylianos Zlatanov

La propension des ménages à épargner a atteint des niveaux sans précédent en réponse à la COVID-19. Le taux d'épargne des ménages tiré des comptes sectoriels (graphique A) montre une forte augmentation au premier trimestre 2020. Les comptes sectoriels trimestriels étant publiés avec un décalage de trois mois environ, les informations en temps réel relatives au taux d'épargne des ménages sont généralement limitées. Toutefois, en utilisant l'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs, il est possible de construire un indicateur mensuel qualitatif mais plus rapidement disponible de la propension à épargner. Cet indicateur se calcule comme la différence entre les réponses à la question de l'enquête relative à l'épargne anticipée des ménages et les réponses à la question relative à leur situation financière anticipée. L'indicateur a atteint des niveaux sans précédent, dénotant une forte hausse de l'épargne des ménages au deuxième trimestre 2020. C'est également ce que traduit l'augmentation des dépôts bancaires des ménages depuis mars 2020, comme évoqué plus loin.

Graphique A

Propension des ménages à épargner

(points de pourcentage et pourcentages)



Sources : DG-ECFIN, Eurostat et calculs des auteurs.

Notes : Les barres grises représentent les périodes de récession telles que définies par le Centre de recherche sur la politique économique (Centre for Economic Policy Research, CEPR). La dernière observation se rapporte au premier trimestre 2020 pour le taux d'épargne des ménages et à août 2020 pour la mesure extraite de l'enquête auprès des consommateurs. Toutes les données sont corrigées des variations saisonnières.

La hausse de l'épargne des ménages s'explique potentiellement par deux facteurs prédominants. Premièrement, les mesures de confinement imposées pour limiter la propagation du virus ont empêché les ménages de consommer une part importante de leur panier de dépenses normal, entraînant une épargne forcée, ou en

d'autres termes involontaire ⁴⁰. Deuxièmement, l'émergence soudaine de la pandémie s'est traduite par une très forte augmentation de l'incertitude relative au revenu futur, et en particulier au risque de chômage futur, générant une épargne de précaution ⁴¹. La question se pose alors de savoir comment quantifier la contribution de ces deux facteurs à la hausse de l'épargne des ménages au premier semestre 2020.

Le présent encadré utilise un modèle de panel parcimonieux pour estimer les déterminants du taux d'épargne. Suivant Mody *et al.*, un modèle de panel pour le taux d'épargne peut être estimé à l'aide de données trimestrielles relatives aux cinq principaux pays de la zone euro de 2003 à 2019 ⁴². Bien que ce modèle intègre la plupart des déterminants classiques de l'épargne des ménages, le présent encadré utilise les anticipations des ménages relatives au chômage futur pour estimer l'incidence de l'épargne de précaution ⁴³. Cette façon de procéder est conforme à la littérature existante, dans laquelle une approximation du risque de chômage spécifique à un ménage est fournie par les anticipations des ménages relatives au taux de chômage agrégé (par exemple, Carroll *et al.*). Ce choix revêt une importance particulière dans la situation actuelle dans laquelle, malgré un pic des anticipations des ménages relatives au chômage futur (graphique B), le taux de chômage effectif a affiché jusqu'à présent une grande viscosité ⁴⁴.

⁴⁰ Il est à noter que, compte tenu du risque d'infection à la COVID-19, ce facteur peut également intégrer l'effet des restrictions volontaires que les consommateurs se sont imposées sur certains types de dépenses (comme la fréquentation des restaurants, le tourisme), même si cette dépense n'était pas interdite.

⁴¹ Pour les données existantes relatives au risque de chômage et à l'épargne de précaution, cf. Campos (R.) et Reggio (I.), « *Consumption in the shadow of unemployment* », *European Economic Review*, vol. 78, 2015, p. 39-54, et Ravn (M.) et Sterk (V.), « *Job uncertainty and deep recessions* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 90, 2017, p. 125-141.

⁴² Cf. Mody (A.), Ohnsorge (F.) et Sandri (D.), « *Precautionary savings in the Great Recession* », *IMF Economic Review*, vol. 60, 2012, p. 114-138, et Carroll (C.), Slacalek (J.) et Sommer (M.), « *Dissecting Saving Dynamics: Measuring Wealth, Precautionary, and Credit Effects* », National Bureau of Economic Research Working Paper n° 26131, août 2019.

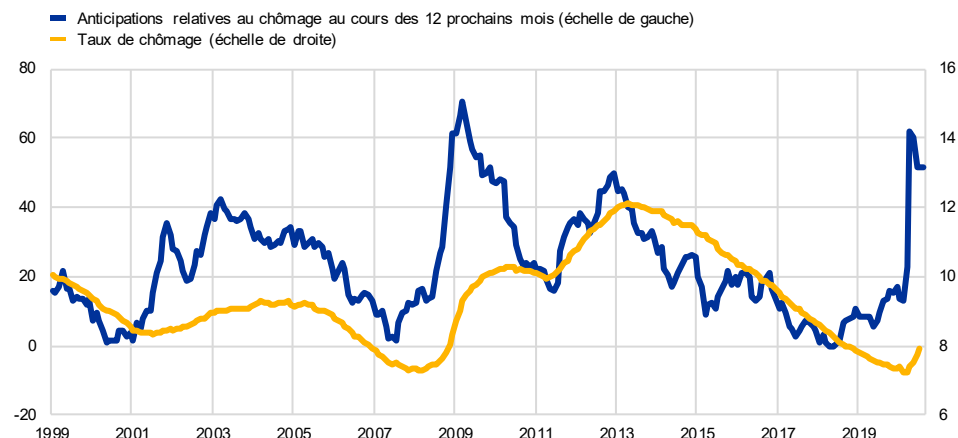
⁴³ Dans ce modèle, le taux d'épargne est la variable dépendante, les anticipations des ménages relatives au chômage, la croissance attendue du revenu des ménages, la valeur retardée du ratio de richesse financière des ménages et les conditions des crédits aux ménages étant les variables explicatives. Pour le revenu anticipé des ménages, une approximation est fournie par le revenu effectif attendu au cours du prochain trimestre.

⁴⁴ Commission européenne, *European Economic Forecast, Summer 2020*, Institutional Paper 132, juillet 2020.

Graphique B

Taux de chômage et anticipations relatives au chômage

(solde en pourcentage et pourcentage de la population active)



Sources : DG-ECFIN et Eurostat.

Note : La dernière observation se rapporte à août 2020 pour les anticipations relatives au chômage et à juillet 2020 pour le taux de chômage.

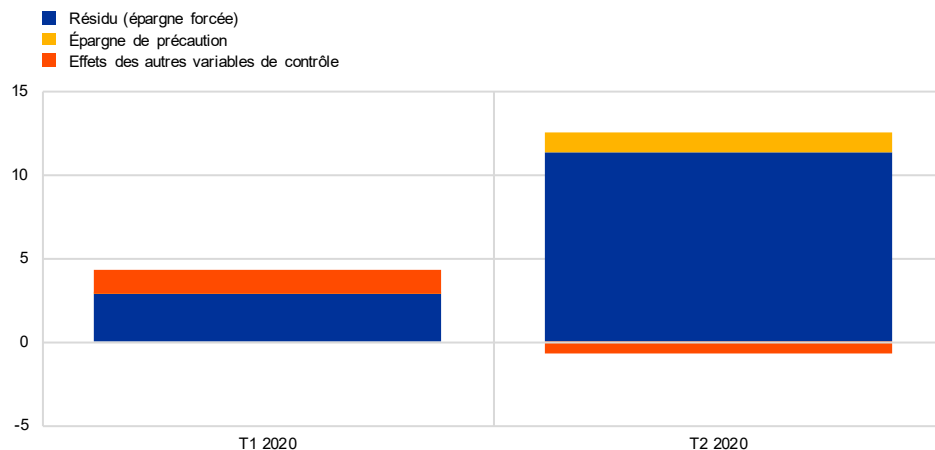
En utilisant le modèle estimé, il est possible de calculer la contribution de l'épargne de précaution. Le taux de chômage anticipé explique une large part de la variation historique du taux d'épargne. En période de récession, les motifs de précaution sont généralement un facteur explicatif important de la hausse de l'épargne des ménages. Les données des anticipations des ménages relatives au chômage futur étant disponibles jusqu'à juin 2020, nous pouvons utiliser le modèle estimé pour calculer la contribution de l'épargne de précaution au premier semestre 2020.

L'épargne forcée semble être le principal déterminant de la forte hausse récente de l'épargne des ménages. Le graphique C montre comment la récente hausse du chômage anticipé a entraîné une contribution significative de l'épargne de précaution à l'augmentation du taux d'épargne au deuxième trimestre. Si le modèle s'ajuste relativement bien aux données sur l'échantillon retenu pour l'estimation, il ne peut expliquer l'essentiel de la récente hausse du taux d'épargne. Ce résidu inexpliqué semble être principalement attribuable à des contraintes sur la consommation de nombreux biens et services durant les périodes de confinement et représente donc une estimation de l'épargne forcée. Dans le graphique, la contribution de l'épargne de précaution semble très faible par rapport à l'estimation de l'épargne forcée au deuxième trimestre. Toutefois, il convient de noter que cette contribution de l'épargne de précaution est forte d'un point de vue historique, même si elle apparaît faible par rapport à l'épargne forcée.

Graphique C

Déterminants de la hausse du taux d'épargne des ménages

(variation par rapport au 4^{ème} trimestre 2019 en points de pourcentage du revenu disponible)



Sources : Eurostat et calculs des auteurs.

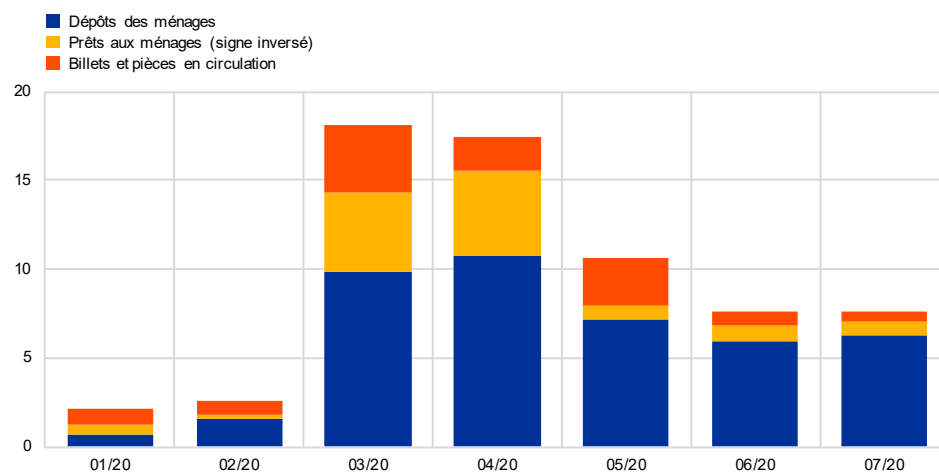
Note : La variation du taux d'épargne au premier trimestre 2020 est fondée sur les statistiques officielles, tandis que la variation observée au deuxième trimestre 2020 est une estimation réalisée en interne.

Les dépôts bancaires des ménages ont fortement augmenté durant les périodes de confinement. En phase avec la contribution importante de l'épargne forcée, la forte hausse de l'épargne se reflète essentiellement dans une forte hausse des dépôts bancaires, même si une diminution des flux de crédits aux ménages semble également avoir joué un rôle en mars et en avril (graphique D). À cet égard, il convient de noter que le recul des crédits aux ménages ces derniers mois peut également s'expliquer par l'impact des mesures de confinement. Les crédits à la consommation sont généralement tirés par la consommation, tandis que la diminution des flux sur les crédits hypothécaires semble refléter les difficultés à réaliser des achats immobiliers.

Graphique D

Dépôts des ménages, prêts et billets et pièces en circulation

(variation par rapport à décembre 2019 en points de pourcentage du revenu disponible)



Sources : Eurostat et BCE.

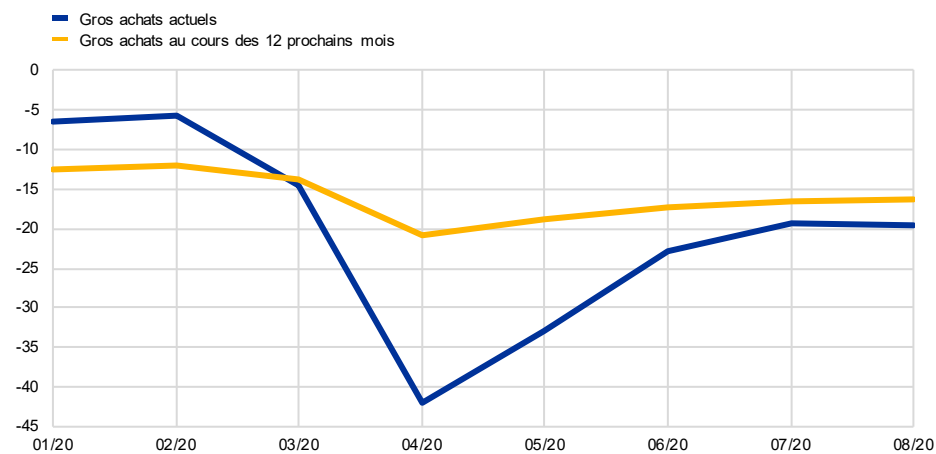
Notes : Les prêts aux ménages sont présentés avec un signe inversé. La contribution des flux sur les billets et pièces doit être considérée comme un plafond, la ventilation par secteurs détenteurs n'étant pas disponible. La dernière observation se rapporte à juillet 2020.

En dépit de l'épargne accumulée, une incertitude considérable entoure la demande latente à court terme. La demande latente se traduit par une hausse rapide de la demande de biens, excédant temporairement les niveaux d'avant la récession. Les consommateurs ayant tendance à mettre en suspens leurs achats en période de récession, la demande latente qui s'accumule sera satisfaite lorsque les signes d'une reprise économique apparaîtront. La récession liée à la COVID-19 est, toutefois, différente compte tenu de la nature partiellement forcée de la contraction des dépenses des ménages. Près de la moitié de la contraction de la consommation privée reflète des composantes de la dépense qui pourraient être reportées (comme l'électronique, les voitures). Les données récentes relatives au commerce de détail montrent en effet un fort rebond du nombre de catégories de produits qui pourraient refléter en partie un effet de rattrapage. Toutefois, à ce stade il est difficile de distinguer cet effet d'un glissement apparent des paniers de consommation en réponse à la COVID-19 (comme les vélos, les équipements nécessaires au télétravail). L'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs qui couvre la période allant jusqu'à août (graphique E) laisse penser qu'au cours des douze prochains mois les ménages envisagent de dépenser moins pour de gros achats que début 2020, en dépit de l'encours d'épargne qu'ils ont accumulé. Par conséquent, l'année prochaine les motifs de précaution pourraient encore maintenir la propension des ménages à épargner à des niveaux plus élevés qu'avant la crise de la COVID-19.

Graphique E

Gros achats

(solde en pourcentage)



Source : DG-ECFIN.

Note : La dernière observation se rapporte à août 2020.

Le rôle joué par la fiscalité indirecte dans l'inflation en zone euro et ses perspectives

Gerrit Koester, Ferdinand Dreher et Aurelian Vlad

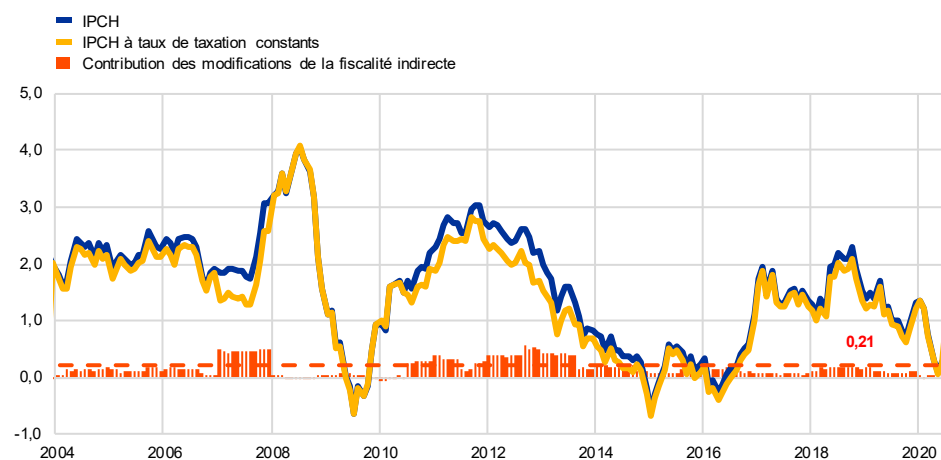
Les modifications des taux de la fiscalité indirecte peuvent exercer un effet visible sur les prix à la consommation.

L'ampleur précise de cet effet est incertaine car elle dépend des décisions des entreprises sur la part de la hausse de la fiscalité qu'elles peuvent – ou souhaitent – répercuter sur les consommateurs. Depuis 2004, Eurostat calcule une mesure de l'IPCH à taux de taxation constants. Cette mesure prend pour hypothèse une répercussion totale et immédiate des modifications de la fiscalité indirecte sur les prix à la consommation et a donc tendance, globalement, à en surestimer les effets⁴⁵. Sur la base de cette mesure, la contribution des modifications de la fiscalité indirecte à la hausse de l'IPCH dans la zone euro a été, en moyenne, de 0,2 point de pourcentage, mais elle a été beaucoup plus forte au cours des périodes où les taux d'imposition ont augmenté, comme en 2007 et de 2011 à 2014 (cf. graphique A).

Graphique A

IPCH et IPCH à taux de taxation constants

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte à juillet 2020. La ligne pointillée représente la moyenne de long terme calculée à partir de 2004.

Au cours des deux dernières décennies, les taux de la fiscalité indirecte ont principalement augmenté. Toutefois, en réponse à la pandémie de coronavirus (COVID-19), plusieurs pays de la zone euro ont réduit ces taux dans des proportions sans précédent dans la zone euro. Outre les réductions temporaires des taxes sur la valeur ajoutée (TVA) à assiette large en Allemagne et en Irlande, de nombreux autres pays de la zone euro ont récemment introduit des réductions

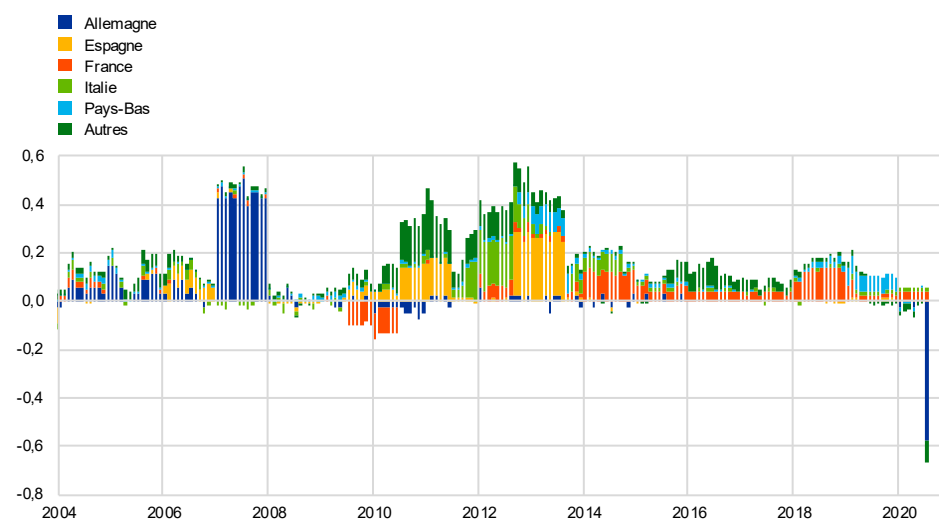
⁴⁵ Cf. l'encadré intitulé [Nouvelles séries statistiques mesurant l'incidence de la fiscalité indirecte sur la hausse de l'IPCH](#), *Bulletin mensuel*, BCE, Francfort-sur-le-Main, novembre 2009.

ciblées de la fiscalité indirecte (cf. graphique B) ⁴⁶. Dans l'hypothèse d'une transmission totale et immédiate, l'IPCH mesuré par Eurostat à taux de taxation constants implique que la réduction de la TVA en Allemagne aurait un effet baissier de quelque 0,6 point de pourcentage sur la hausse de l'IPCH de la zone euro en juillet 2020. Étant donné que la réduction temporaire des taux s'appliquera de juillet à décembre 2020, cela pourrait se traduire par un effet moitié moindre environ sur l'année entière. L'impact baissier calculé mécaniquement sur la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) serait de même ampleur, et serait majoré de 0,1 point de pourcentage en tenant également compte de l'effet net de toutes les autres modifications de la fiscalité indirecte dans les pays de la zone euro ⁴⁷.

Graphique B

Effet des modifications de la fiscalité indirecte sur l'IPCH

(contributions en points de pourcentage fondées sur la différence entre l'IPCH et l'IPCH à taux de taxation constants)



Sources: Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La dernière observation se rapporte à juillet 2020. L'effet des variations de la fiscalité indirecte est calculé comme la différence entre l'inflation mesurée par l'IPCH et par l'IPCH à taux de taxation constants, dans l'hypothèse d'une répercussion totale et immédiate de la fiscalité indirecte.

L'effet réel des réductions récentes de la fiscalité indirecte sur l'inflation est entouré d'une incertitude considérable. Premièrement, sur longue période, il n'y a eu que peu d'exemples de baisses des taux de la fiscalité indirecte dans les pays de la zone euro qui pourraient apporter un éclairage sur le degré de répercussion probable ⁴⁸. Deuxièmement, il est possible que la détérioration brutale et forte de

⁴⁶ Ces modifications couvrent certains secteurs particulièrement touchés par la pandémie, tels que les services liés aux voyages (par exemple en Belgique, en Grèce, à Chypre et en Autriche) ainsi que les adhésions à des salles de sport et les cours de sport (Pays-Bas et Portugal), mais aussi les produits alimentaires et les boissons (Allemagne, Italie, Autriche et Slovaquie) et les fournitures médicales (Belgique, Grèce, France, Malte, Pays-Bas, Autriche, Portugal et Slovaquie).

⁴⁷ En ce qui concerne les grands pays de la zone euro, les relèvements de la fiscalité indirecte sur les produits alimentaires et l'énergie mis en œuvre en France et en Italie début 2020 contrebalancent légèrement les réductions récentes liées à la pandémie. Les autres hausses de la fiscalité indirecte ciblent le tabac (Estonie, France, Lituanie, Luxembourg, Pays-Bas et Autriche) et l'énergie (Lettonie, Lituanie, Luxembourg et Finlande).

⁴⁸ Les baisses du taux normal de TVA comprenaient généralement de légères réductions aux Pays-Bas en 1989 et en 1992, au Portugal en 1992 et en 2008, en Lettonie en 2012, en Italie en 1980, en France en 2000 et en Irlande en 1990, 1991, 2001 et 2010.

l'environnement économique global résultant de la pandémie de COVID-19 affecte les considérations des entreprises en matière de tarification et de marges bénéficiaires autrement que lors d'un cycle conjoncturel normal, influençant ainsi le degré de transmission (cf. l'encadré 5 du présent *Bulletin économique*). Enfin, l'essentiel de la réduction actuelle de la fiscalité indirecte résulte de la baisse du taux de TVA en Allemagne, qui n'est que temporaire (et très rare dans les pays de la zone euro) et pourrait donc générer des effets d'anticipation inhabituels. Tout cela suggère que la forte répercussion constatée dans la littérature empirique pour les relèvements permanents des taux de la fiscalité indirecte peut difficilement se reproduire de façon similaire pour les réductions temporaires actuelles de ces taux ⁴⁹. Le Royaume-Uni a appliqué une réduction temporaire de la TVA pour une période de 13 mois en 2008-2009. La répercussion a d'abord été estimée complète mais, en raison de certains revirements, elle n'a finalement été que partielle ^{50,51}.

La répercussion des réductions récentes de la fiscalité indirecte devrait varier selon les secteurs et être globalement incomplète.

Dans le cas de l'Allemagne, la répercussion peut être considérée comme substantielle dans certains secteurs, tels que le secteur de l'énergie ou le secteur de la grande distribution. Toutefois, dans les secteurs qui subissent des pertes de recettes plus élevées en raison du confinement ou font face à des coûts d'étiquetage plus élevés, la répercussion peut être considérée comme beaucoup plus faible, par exemple dans le secteur des services ou pour le commerce de détail de biens durables. En outre, une part importante du panier de l'IPCH n'est pas soumise à la TVA, par exemple les loyers, et n'est donc pas affectée par la modification de TVA. Il est donc probable que les récentes réductions de la fiscalité indirecte exerceront d'importants effets sur la hausse des prix des produits alimentaires et de l'énergie, tandis que l'impact sur l'IPCH hors énergie et produits alimentaires sera moins marqué.

Dans les projections de septembre 2020 établies par les services de la BCE, les réductions des taux de la fiscalité indirecte dans les pays de la zone euro déterminent le profil d'inflation pour 2020 et 2021.

L'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait augmenter sans interruption, passant de 0,8 % en 2020 à 0,9 % en 2021 et à 1,1 % en 2022. Toutefois, si l'on exclut l'impact réel estimé des variations de la fiscalité indirecte, la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait revenir de 0,9 % en 2020 à 0,8 % en 2021 ⁵² avant de s'établir à 1,1 % en 2022 (cf. graphique C). Si ces projections n'anticipent qu'une répercussion assez limitée des réductions de la fiscalité indirecte sur l'inflation (seulement 50 %

⁴⁹ L'étude de Benzarti (Y.), Carloni (D.), Harju (J.) et Kosonen (T.), « *What Goes Up May Not Come Down: Asymmetric Incidence of Value-Added Taxes* », *Journal of Political Economy*, à paraître, 2020, indique que la répercussion des variations de la TVA est plus importante pour les hausses que pour les baisses.

⁵⁰ Les résultats empiriques suggèrent que « les entreprises ont d'abord répercuté le taux de TVA réduit (répercussion complète), [mais] ont ensuite annulé au moins une partie de la réduction après deux mois environ » (cf. Crossley (T.F.), Low (H.W.) et Sleeman (C.) « *Using a Temporary Indirect Tax Cut as a Fiscal Stimulus: Evidence from the UK* », *IFS Working Paper*, n° W14/16, 2014.

⁵¹ La question de savoir si les entreprises appliquent la modification du taux de la fiscalité indirecte en ajustant le prix de chaque produit en stock ou l'appliquent à la caisse ne devrait pas affecter les chiffres de l'inflation si les collectes de prix tiennent également compte des modifications fiscales appliquées à la caisse, comme par exemple en Allemagne.

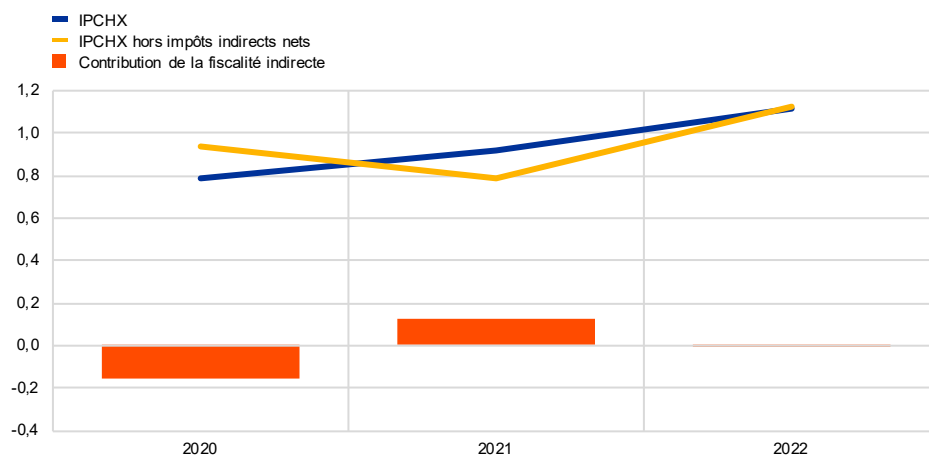
⁵² Le caractère temporaire de la baisse de la TVA en Allemagne, qui sera annulée en 2021, implique un impact haussier sur l'IPCHX au second semestre 2021, ce qui explique la différence positive entre l'inflation mesurée par l'IPCHX et par l'IPCHX hors fiscalité indirecte nette.

environ), les effets sont suffisamment importants pour transformer la hausse continue de l'inflation sur 2020-2022 en un léger profil en V pour l'inflation sous-jacente. La compréhension de l'impact de la fiscalité indirecte sur le profil et les perspectives de l'inflation est pertinente pour la communication de la politique monétaire.

Graphique C

Impact des modifications de la fiscalité indirecte sur les perspectives de l'inflation mesurée par l'IPCHX

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



Sources : Eurostat, calculs de la BCE, exercice de projection macroéconomique de septembre 2020.

Note : Le calcul de la contribution des modifications de la fiscalité indirecte est fondé sur des estimations de répercussion effective.

Les garanties publiques sur les prêts et l'activité de prêt bancaire durant la période de COVID-19

Matteo Falagiarda, Algirdas Prapiestis et Elena Rancoita

La plupart des gouvernements de la zone euro ont introduit de vastes programmes de garanties publiques sur les prêts afin de préserver l'accès des entreprises aux prêts bancaires. La demande de prêts bancaires des entreprises a atteint des niveaux record depuis mars 2020, car les entreprises cherchent à combler leurs déficits de liquidité dus au choc du coronavirus (COVID-19). Cette hausse de la demande a résulté d'une diminution de la capacité des entreprises à financer leurs dépenses courantes via les flux de trésorerie d'exploitation, en raison d'une forte baisse de revenus durant la période de confinement. Cela s'est traduit par d'importants besoins de liquidité pour financer le fonds de roulement et les investissements nécessaires. En outre, dans un contexte de forte incertitude, les entreprises ont demandé des prêts afin de constituer des coussins de liquidité à titre de précaution ou d'adapter leur activité au nouvel environnement. Pour aider les banques à satisfaire cette forte augmentation de la demande à des conditions favorables, la plupart des gouvernements de la zone euro ont mis en œuvre des dispositifs permettant d'appuyer les prêts bancaires sur des garanties publiques. Ces dispositifs transfèrent une partie du risque de crédit et des pertes de crédit potentielles des banques vers l'État, réduisant ainsi les coûts pour les banques. Le présent encadré décrit, dans un premier temps, les caractéristiques de ces dispositifs de garanties publiques sur les prêts ainsi que le recours à ce type de dispositif dans les grands pays de la zone euro. Il examine ensuite comment la souscription par les entreprises de prêts garantis se reflète dans les chiffres agrégés concernant l'activité de prêt.

Les caractéristiques des dispositifs de garanties publiques sur les prêts varient d'un pays à l'autre mais elle doivent toutes être conformes aux lignes directrices adoptées par la Commission européenne ⁵³. Les dispositifs de garantie visent à soutenir les entreprises et les travailleurs indépendants touchés par la crise liée à la COVID-19, mais qui ne connaissent pas de difficultés financières fin 2019. Ces dispositifs s'appliquent généralement aux prêts nouveaux et habituellement aux prêts à moyen et long terme (d'une durée moyenne de cinq ans) ⁵⁴. La période de mise en œuvre de ce dispositif de prêts garantis devrait se terminer fin 2020 dans la plupart des cas. Le montant maximum par emprunteur représente généralement 25 % du chiffre d'affaires réalisé par le bénéficiaire en 2019 ou le double de sa masse salariale en 2019. La part garantie varie entre 70 % et 90 % du principal, bien que des dispositifs de garantie à 100 % soient également disponibles dans quelques pays, notamment en Italie et en Allemagne,

⁵³ Cf. la section 3.2 de la communication de la Commission européenne relative à l'« [Encadrement temporaire des mesures d'aide d'État visant à soutenir l'économie dans le contexte actuel de la flambée de COVID-19](#) ». Dans certains pays, les gouvernements ont simplement renforcé les dispositifs de garantie existants. Le présent encadré se concentre sur les programmes de garanties introduits par les gouvernements, mais des dispositifs analogues ont également été mis en place au niveau régional et au niveau supranational, comme par exemple le [Fonds de garantie paneuropéen](#), administré par la Banque européenne d'investissement.

⁵⁴ Dans certains pays, les garanties s'appliquent également au refinancement et aux prêts consentis au cours des mois précédant immédiatement l'apparition de la COVID-19.

en particulier pour les prêts de faible montant consentis aux petites et moyennes entreprises (PME) et aux travailleurs indépendants. L'étendue de la couverture est moins large dans certains autres pays de la zone euro. Dans certains pays, ces programmes sont soumis à des conditions, comme l'interdiction pour les entreprises de distribuer des dividendes, l'application de limites à la rémunération des dirigeants ou l'engagement des entreprises à maintenir leurs effectifs⁵⁵. La conception en apparence complexe de ces programmes reflète l'arbitrage à opérer entre le fait d'apporter une réponse rapide à la crise et le maintien d'un niveau suffisant de prudence pour limiter tout comportement non souhaitable de la part des banques (prise de risque excessive) ou de la part des entreprises (réduction des effectifs tout en bénéficiant du soutien de l'État au crédit)⁵⁶.

Le recours aux garanties publiques sur les prêts a été hétérogène d'un pays à l'autre, avec un montant de prêts souscrits plus élevé en Espagne et en France, et plus faible en Italie et en Allemagne.

Depuis la mise en œuvre des programmes en avril, les entreprises ont souscrit des prêts garantis pour un montant de 120 milliards d'euros environ en France et de 100 milliards environ en Espagne (cf. graphique A, partie a). Rapportées à l'endettement brut des sociétés non financières, les souscriptions les plus élevées ont été enregistrées par l'Espagne (11 % environ de l'endettement brut), suivie de la France (5 % environ de l'endettement brut). En revanche, les souscriptions ont été plus modérées en Italie (55 milliards d'euros environ, soit 4 % environ de l'endettement brut) et en Allemagne (45 milliards environ, soit 2 % environ de l'endettement brut).

En Espagne, le recours plus important aux prêts garantis peut être en partie attribué à la moindre disponibilité de mesures complémentaires de soutien budgétaire pour les entreprises (moratoires de dette et aides directes de l'État). En France, la plus forte souscription de prêts garantis reflète les conditions tarifaires très favorables attachées à ces prêts, en particulier durant la première année. En Allemagne, l'utilisation relativement limitée de ce type de prêts reflète essentiellement :

a) le moindre besoin de financement des entreprises par rapport à d'autres pays, en raison d'un confinement moins contraignant et du recours plus important des entreprises à une combinaison d'autres mesures de politique économique, notamment les aides directes et les reports d'impôts ainsi que les dispositifs de chômage partiel ; b) les conditions moins favorables attachées aux dispositifs (concernant, par exemple, les taux appliqués aux prêts, l'interdiction de distribuer des dividendes et les limites appliquées à la rémunération des dirigeants d'entreprise) ; et c) des goulets d'étranglement du côté de l'offre, liés à l'évaluation du risque requise pour les prêts de montant élevé. En Italie, le faible recours aux prêts garantis constaté jusqu'à présent reflète essentiellement des goulets d'étranglement opérationnels qui se sont manifestés initialement du côté de l'offre. Ces goulets d'étranglement ont progressivement diminué et, en juillet et août,

⁵⁵ En général, les conditions sont plus strictes pour les prêts garantis accordés aux grandes entreprises et peuvent concerner notamment les plans d'investissement, la gouvernance, la concurrence et la transparence des entreprises. Cela tient au fait que les garanties s'inscrivent souvent dans de vastes plans d'aide qui prévoient en outre une recapitalisation par l'État.

⁵⁶ Pour de plus amples informations concernant les paramètres clés des dispositifs et les canaux par le biais desquels ils fonctionnent, cf. l'encadré intitulé « *Potential impact of government loan guarantee schemes on bank losses* », *Financial Stability Review*, BCE, mai 2020.

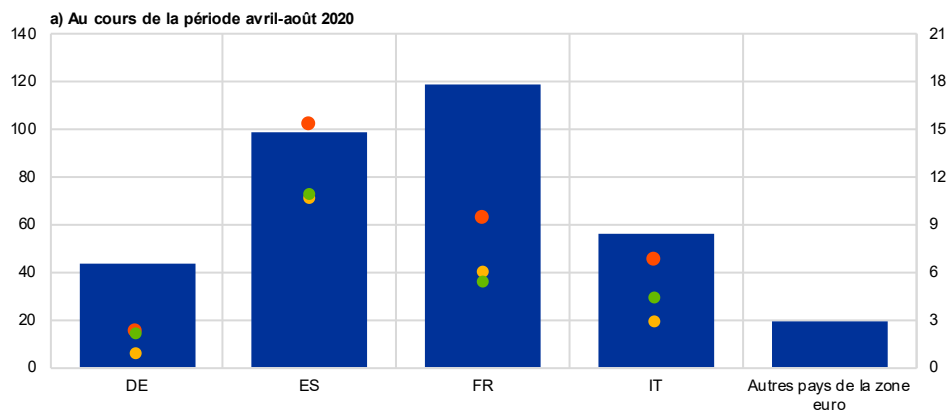
le montant mensuel de souscriptions de prêts de ce type a été plus élevé en Italie que dans les autres pays (cf. graphique A, partie b).

Graphique A

Souscriptions de prêts dans le cadre des dispositifs de garanties publiques

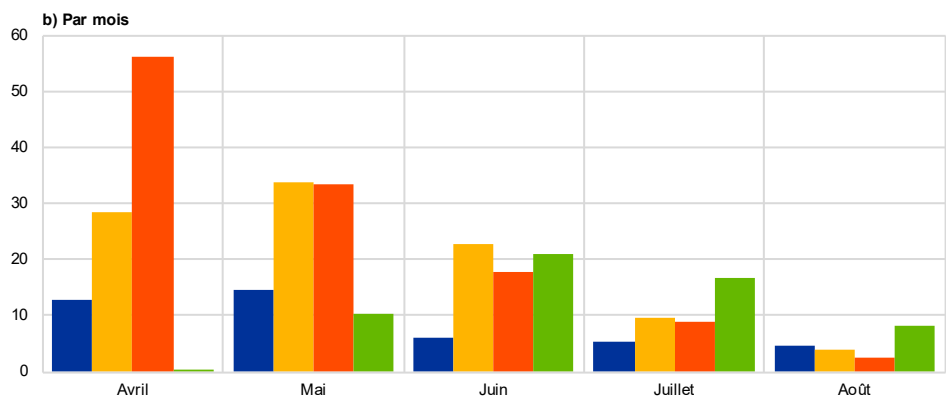
(échelle de gauche : milliards d'euros, pourcentages ; échelle de droite : pourcentages)

- Souscriptions, montants absolus
- Souscriptions en % de la taille du dispositif
- Souscriptions en % de la valeur ajoutée brute en 2019 (échelle de droite)
- Souscriptions en % de l'endettement brut en 2019 (échelle de droite)



(en milliards d'euros)

- Allemagne
- Espagne
- France
- Italie



Sources : Kreditanstalt für Wiederaufbau pour l'Allemagne, Instituto de Crédito Oficial pour l'Espagne, Ministère de l'Économie et des Finances pour la France, Ministero dell'Economia e delle Finanze et Banca d'Italia pour l'Italie, diverses autorités nationales pour les autres pays de la zone euro, sources d'informations, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les données relatives aux souscriptions correspondent aux montants de prêts garantis approuvés. Les prêts garantis pouvant également revêtir la forme de facilités de crédit renouvelable, le montant approuvé est plus élevé que le montant effectivement déboursé. Le montant total des dispositifs est de : 757 milliards d'euros en Allemagne, 140 milliards en Espagne, 300 milliards en France et 300 milliards en Italie.

Les PME des secteurs les plus touchés par la crise (commerce, tourisme et transports) semblent avoir été les principales bénéficiaires des dispositifs de garanties publiques sur les prêts.

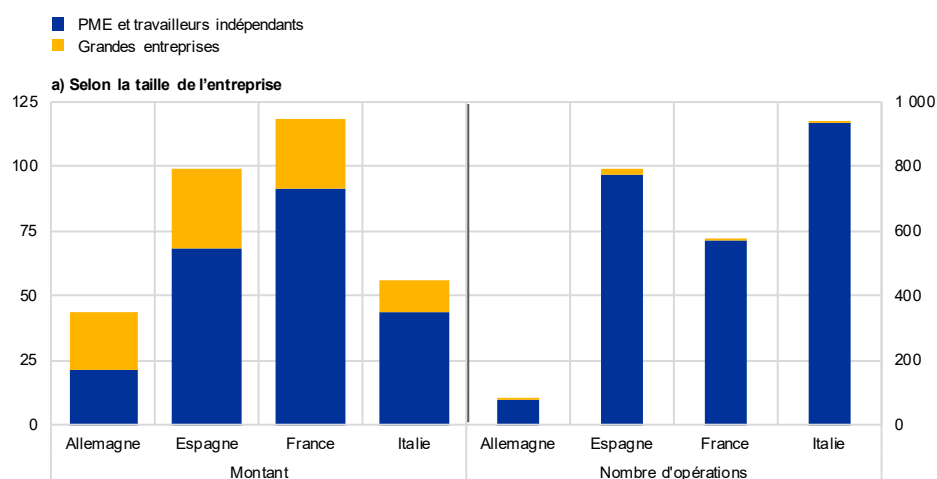
Les souscriptions de prêts garantis ont été nettement plus nombreuses pour les PME et les travailleurs indépendants que pour les grandes entreprises, excepté en Allemagne (cf. graphique B, partie a). Dans le cas des PME, cela reflète leurs besoins relativement plus importants de liquidité d'urgence, leur plus grande dépendance vis-à-vis du financement bancaire et le fait

que, dans le secteur bancaire, les goulets d'étranglement affectant l'offre de prêts garantis sont moins nombreux pour les prêts de faible montant. En particulier, si le montant de prêts garantis souscrits est relativement faible en Italie, c'est en revanche dans ce pays que le nombre le plus élevé de prêts garantis ont été consentis, reflétant la prédominance des prêts de très faible montant. D'un point de vue sectoriel, la souscription de prêts garantis a été la plus élevée dans les secteurs les plus durement touchés par les craintes de contact physique liées à la COVID-19 et par les mesures concomitantes de confinement, ce qui a entraîné une forte baisse de la valeur ajoutée brute dans ces secteurs au premier semestre 2020, le commerce, les transports et les services de restauration enregistrant les plus fortes souscriptions, suivis du secteur manufacturier (cf. graphique B, partie b).

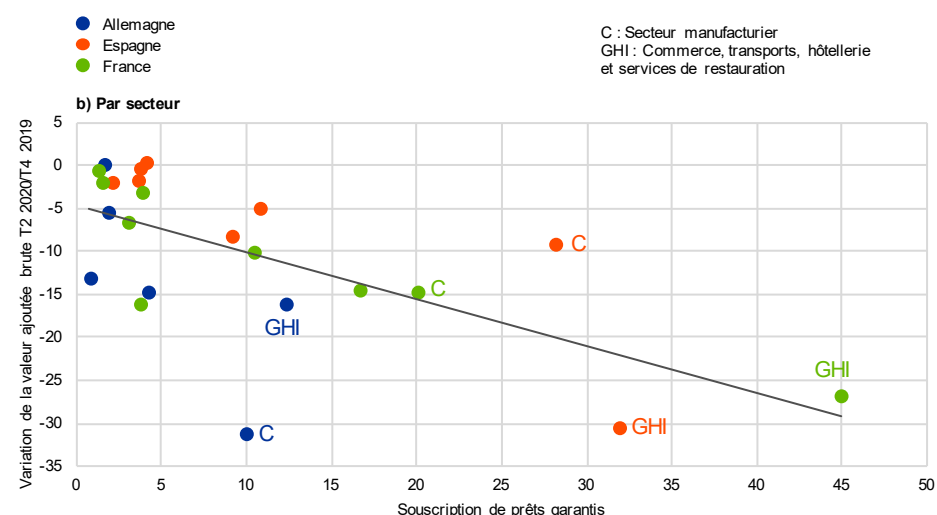
Graphique B

Souscriptions de prêts dans le cadre des dispositifs de garanties publiques

(échelle de gauche : milliards d'euros ; échelle de droite : milliers)



(en milliards d'euros)



Sources : Kreditanstalt für Wiederaufbau pour l'Allemagne, Instituto de Crédito Oficial pour l'Espagne, Ministère de l'Économie et des Finances pour la France, Ministero dell'Economia e delle Finanze et Banca d'Italia pour l'Italie, Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les données relatives aux souscriptions de prêts garantis portent sur la période avril-août 2020. En l'absence de ventilation selon la taille de l'entreprise pour l'Italie, on suppose que les prêts garantis aux PME sont ceux consentis par le Fondo di Garanzia, et que les prêts garantis aux grandes entreprises sont ceux accordés via SACE (agence italienne de crédit à l'exportation). Dans la partie b, la classification des secteurs est celle de la NACE Rév. 2.

Les dispositifs de garanties publiques sur les prêts ont joué un rôle essentiel dans le soutien de la dynamique des prêts aux entreprises depuis avril, en particulier en Espagne et en France.

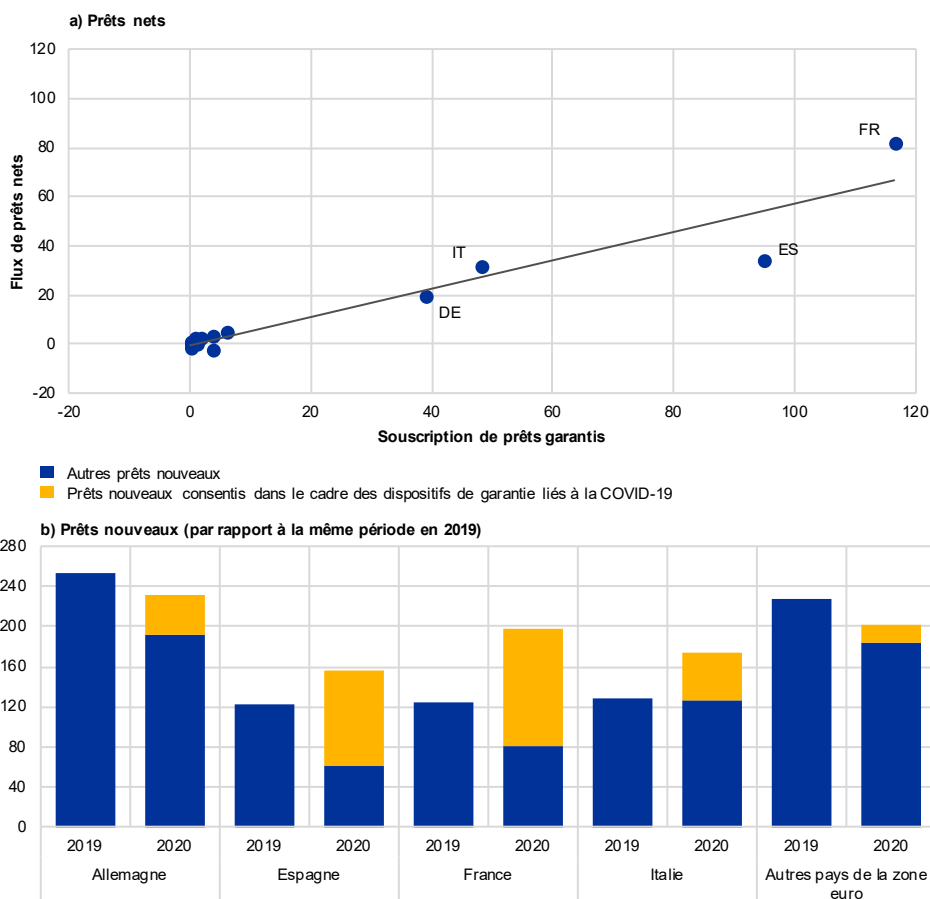
Les flux de prêts bancaires aux entreprises de la zone euro ont fortement augmenté depuis l'apparition de la pandémie de COVID-19 en Europe, en raison d'importants besoins de liquidité d'urgence durant la période de confinement. En mars 2020, cette hausse a été favorisée par le recours à des lignes de crédit précédemment ouvertes, mais au cours des mois suivants, les flux de prêts substantiels ont largement reflété la souscription de prêts adossés à des garanties publiques. Au cours de la période allant d'avril à juillet, les flux bruts de prêts garantis ont été supérieurs au total des flux de prêts nets dans l'ensemble des grands pays de la zone euro, ce qui signifie un report des prêts non garantis vers les prêts garantis (cf. graphique C, partie a). En outre, la dynamique des prêts a été proportionnellement plus forte dans les pays où la souscription de prêts garantis a été plus élevée ⁵⁷. Si l'on examine plus particulièrement le volume brut de prêts nouveaux en Espagne et en France, où le soutien budgétaire aux entreprises a principalement pris la forme de dispositifs de garantie, les prêts garantis ont représenté environ 65 % et 70 %, respectivement, des volumes de prêts nouveaux au cours de la période avril-juillet (cf. graphique C, partie b). En Allemagne et en Italie, les prêts garantis ont représenté 20 % environ des flux de prêts nouveaux au cours de cette période, et ils ont constitué une part négligeable des prêts nouveaux dans d'autres pays de la zone euro.

⁵⁷ S'agissant des évolutions récentes de la croissance des prêts aux sociétés non financières, cf. le graphique 22 du présent *Bulletin économique*.

Graphique C

Souscription de prêts garantis et prêts aux sociétés non financières et aux travailleurs indépendants sur la période avril-juillet 2020

(en milliards d'euros)



Sources : Kreditanstalt für Wiederaufbau pour l'Allemagne, Instituto de Crédito Oficial pour l'Espagne, Ministère de l'Économie et des Finances pour la France, Ministero dell'Economia e delle Finanze et Banca d'Italia pour l'Italie, diverses autorités nationales pour les autres pays de la zone euro, sources d'informations, BCE et calculs de la BCE.

Notes : Les prêts nets correspondent aux prêts nets des remboursements, tels que déclarés dans les statistiques relatives aux bilans des IFM. Les prêts nouveaux correspondent aux prêts purement nouveaux, tels que déclarés dans les statistiques relatives aux taux d'intérêt des IFM. Les flux de prêts nets et de prêts nouveaux ne sont pas corrigés des variations saisonnières. Les flux de prêts nets sont corrigés des cessions, de la titrisation et des transferts de prêts.

L'impact des dispositifs de garanties sur les prêts est également visible dans la durée et le montant des prêts constituant les flux de prêts bancaires récents, dans les flux positifs de lignes de crédit non utilisées et dans la persistance de conditions de prêt favorables. Premièrement, si les flux de prêts à court terme ont été généralement négatifs durant la période de COVID-19, les flux de prêts à moyen et long terme – habituellement adossés à des garanties – ont en revanche fortement augmenté (cf. graphique D). Cela contraste avec les régularités historiques, des besoins importants de liquidité pour financer le fonds de roulement étant généralement associés à une plus forte demande de prêts à court terme, alors que les prêts à long terme servent à financer les projets d'investissement fixe ⁵⁸.

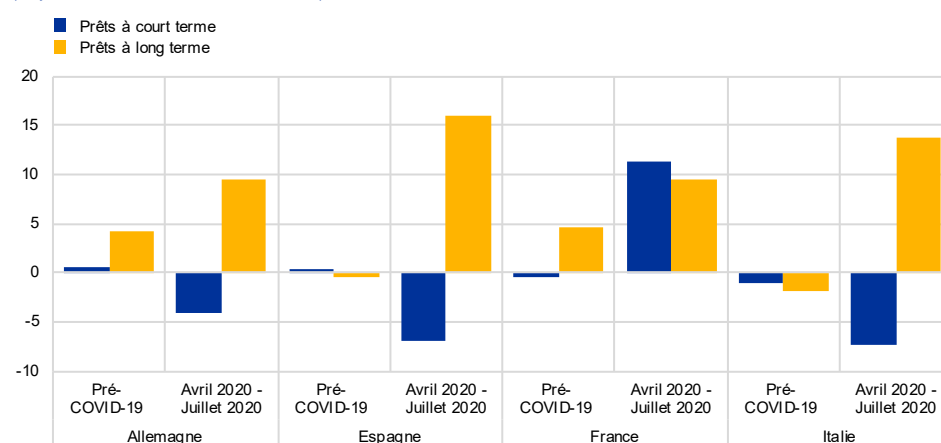
⁵⁸ Pour des informations plus détaillées concernant les facteurs déterminant la demande de prêts durant la pandémie de COVID-19, cf. l'encadré intitulé « Les facteurs déterminant la demande de prêts des entreprises dans la zone euro – ce qui a changé durant la pandémie de COVID-19 », *Bulletin économique* n° 5, BCE, 2020

Deuxièmement, des flux élevés de prêts nouveaux ont été enregistrés pour les prêts de faible montant (inférieur à 1 million d'euros), en particulier en Espagne, en France et en Italie, ce qui est cohérent avec la plus forte souscription de prêts garantis par les PME dans ces pays. Troisièmement, les volumes accrus de crédits non utilisés constatés au deuxième trimestre de l'année suggèrent qu'une partie seulement des prêts garantis approuvés ont été effectivement déboursés, ce qui reflète probablement la constitution par les entreprises de coussins de liquidité à titre de précaution et indique que les entreprises disposent encore d'un volume abondant de fonds pour satisfaire leurs besoins de financement à court terme. Quatrièmement, les garanties publiques sur les prêts ont également contribué à préserver des conditions de financement favorables, comme en témoigne la persistance de taux débiteurs historiquement bas (en particulier pour les types de prêts généralement adossés à des garanties)⁵⁹ et de critères d'octroi de crédit globalement inchangés, comme le montre l'enquête du deuxième trimestre 2020 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro.

Graphique D

Ventilation par échéance des prêts consentis aux sociétés non financières et aux travailleurs indépendants

(moyennes mensuelles en milliards d'euros)



Sources : BCE et calculs de la BCE.

Notes : Flux non corrigés des variations saisonnières (non corrigés des cessions et de la titrisation). Les prêts à court terme sont les prêts d'une durée inférieure ou égale à un an. Les prêts à long terme sont les prêts d'une durée supérieure à un an. La période pré-COVID-19 correspond à la période mars 2019-février 2020.

La suppression progressive des dispositifs de garanties publiques sur les prêts doit être soigneusement évaluée par rapport aux besoins de financement des entreprises au cours des prochains mois, et les éventuels effets secondaires de cette suppression doivent faire l'objet d'un suivi.

Les dispositifs de garanties sur les prêts ont été essentiels pour soutenir les besoins de financement des entreprises au début de la période de COVID-19, contribuant, conjointement avec d'autres mesures ambitieuses, à prévenir un tarissement de la liquidité des entreprises viables. Mettre un terme à ces dispositifs de façon

⁵⁹ Cf. graphique 24 du présent *Bulletin économique*. En France, par exemple, les taux débiteurs des banques ont enregistré une baisse significative depuis avril. Cette baisse résulte des prêts de faible montant et reflète la demande massive de prêts garantis par l'État émanant des PME ; en France, ces prêts sont assortis de taux très proches de zéro.

prématurée et trop abrupte risquerait de déclencher de graves pénuries de liquidité pour les entreprises ainsi que des faillites, ce qui entraînerait une diminution des fonds propres bancaires. Cela pourrait se traduire par une diminution soudaine des flux de crédit et un durcissement des conditions d'octroi des crédits, suscitant davantage de faillites et freinant également le financement de l'adaptation des entreprises survivantes à une « nouvelle normalité » dans la façon d'exercer leur activité. Dans le même temps, si les mesures de soutien apportées au cours de la crise actuelle devaient durablement renforcer le rôle de l'État dans le pilotage des résultats économiques, cela pourrait nuire à l'efficacité de l'allocation des ressources et réduire la capacité productive de l'économie de la zone euro sur le long terme, en maintenant artificiellement à flot des entreprises non viables ou insuffisamment rentables. De plus, la conception et le calibrage spécifiques des dispositifs de garantie pourraient comporter des effets secondaires, comme par exemple des incitations à un endettement excessif et à une répartition imprudente des risques. Ces effets secondaires devront faire l'objet d'un suivi attentif au cours des prochains mois et nécessiteront, une fois que les retombées économiques et financières de la crise de la COVID-19 se seront atténuées, la mise en œuvre d'une stratégie prudente et bien programmée dans le temps de suppression progressive des mesures.

Alessandro Giovannini, Sebastian Hauptmeier, Nadine Leiner-Killinger et Vilém Valenta

Le plan de relance de l'UE constitue un jalon important dans l'intégration de la politique économique européenne. Le 21 juillet 2020, le Conseil européen s'est accordé sur un instrument de relance temporaire exceptionnel, baptisé fonds « *Next Generation EU*, NGEU ». En combinaison avec le Cadre financier pluriannuel (CFP) habituel, le fonds NGEU garantira une réaction budgétaire européenne coordonnée par rapport aux conséquences économiques de la pandémie de coronavirus (COVID-19). Alors que le plan européen pour la relance économique de 2008⁶⁰ avait pour seul objectif de coordonner les programmes de mesures budgétaires nationales de relance que chaque État membre devait financer, le fonds NGEU établit un modèle de financement conjoint afin de soutenir les dépenses publiques et les réformes dans l'UE.

S'agissant du fonds NGEU, la Commission européenne a été autorisée à lever jusqu'à 750 milliards d'euros sur les marchés des capitaux pour le compte de l'Union européenne. Les fonds pourront être utilisés pour octroyer des prêts jusqu'à 360 milliards d'euros et des subventions jusqu'à 390 milliards d'euros. Ceux-ci seront versés jusqu'à la fin de 2026 et remboursés au plus tard le 31 décembre 2058. L'émission du fonds NGEU multipliera par 15 environ l'encours de la dette de l'Union, ce qui en fait l'émission libellée en euros au niveau supranational la plus élevée jamais enregistrée. Tandis que les emprunts seront remboursés par les États membres bénéficiaires, le Conseil européen a accepté de réformer le système des ressources propres et de garantir que les remboursements de subventions seront couverts par des contributions basées sur le revenu national brut et par de nouvelles ressources propres de l'UE.

La Facilité pour la reprise et la résilience (FRR) est au cœur du fonds NGEU. L'intégralité du portefeuille des prêts et 80 % des subventions seront affectés à la FRR, dont l'objectif est de soutenir les investissements et les réformes dans les États membres afin de préparer la voie à une reprise durable et résiliente, tout en promouvant les priorités écologiques et numériques de l'Union. Le solde du fonds NGEU sera utilisé principalement pour renforcer les programmes de dépenses dans l'ensemble de l'UE dans le cadre du CFP.

En vue de recevoir un soutien financier dans le cadre de la FRR, les États membres de l'UE devront établir des plans nationaux pour la reprise et la résilience détaillant leur calendrier de réformes et d'investissements pour les années 2021-2023. Ces plans devront présenter des ensembles cohérents de projets de réformes et d'investissements publics et s'attaquer aux défis recensés dans le contexte du semestre européen. Ils devraient également renforcer le potentiel de croissance, la création d'emplois, ainsi que la résilience économique et sociale de l'État membre concerné. Le soutien financier sera versé par tranches

⁶⁰ Cf. [Un plan européen pour la relance économique](#), COM(2008) 800 final, 26 novembre 2008.

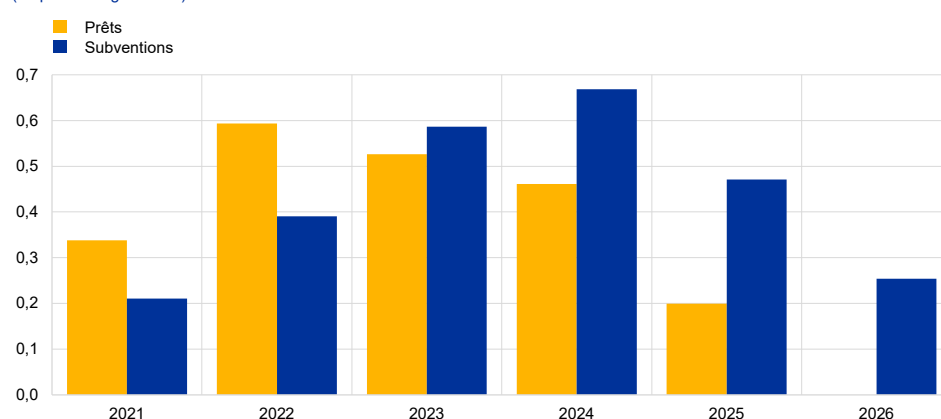
lorsque les conditions préalables et les objectifs identifiés dans ces plans auront été remplis.

Le soutien financier qui sera fourni dans le cadre du fonds NGEU vise à atteindre un volume significatif en termes macroéconomiques, pour un total de près de 5 % du PIB de la zone euro. L'idée est que le soutien financier accordé dans le cadre du fonds NGEU soit entièrement engagé pour la fin de 2023 et versé en grande partie durant la période comprise entre 2021 et 2024 (cf. graphique A)⁶¹. Sur la base des informations disponibles actuellement, les subventions auront un profil temporel plus différé que les prêts. S'il subsiste encore des incertitudes quant aux implications pour les budgets nationaux, on estime que le fonds NGEU entraînerait une expansion budgétaire fondée sur la dette de quelque 1 % du PIB en moyenne dans la zone euro au cours de la période allant de 2021 à 2024, en supposant que le soutien sera utilisé au niveau national pour financer des dépenses supplémentaires. Pour autant qu'il soit déployé pour des dépenses productives et accompagné de réformes favorables à la croissance, le fonds NGEU contribuerait non seulement à soutenir la reprise mais également à renforcer la résilience et le potentiel de croissance des économies des États membres à plus long terme.

Graphique A

NGEU : versements attendus de fonds aux pays de la zone euro

(en pourcentage du PIB)



Sources : Conclusions du Conseil européen du 21 juillet 2020, Commission européenne et calculs de la BCE.

Notes : L'octroi de subventions à des pays de la zone euro devrait suivre des clés de répartition approuvées. Seuls les pays dont le coût des emprunts dépasse le taux d'intérêt attendu sur les prêts du fonds NGEU sont censés mobiliser des emprunts jusqu'au plafond de 6,8 % du revenu national brut. Le profil temporel se base sur les estimations présentées dans la proposition de la Commission européenne visant à créer le fonds NGEU.

La clé de répartition de la FRR garantit un soutien macroéconomique plus important pour les pays plus vulnérables. En 2021 et 2022, les fonds seront distribués sur la base du revenu par tête et des évolutions antérieures du chômage ; en 2023, ces évolutions antérieures seront remplacées par les reculs observés du PIB en volume en 2020 et 2021. La répartition approuvée des fonds impliquera un

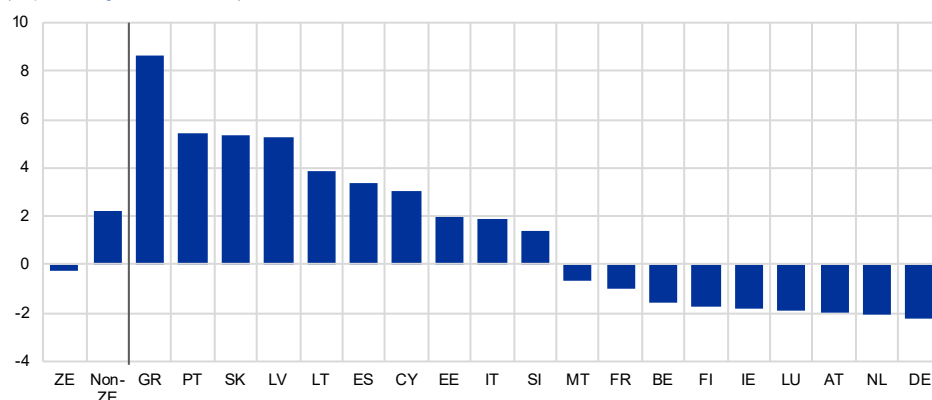
⁶¹ Le Conseil européen a donné son accord pour que 70 % des subventions octroyées par la FRR soient engagées en 2021 et en 2022. Les 30 % restants seraient intégralement engagés pour la fin de 2023. Il convient de noter qu'une caractéristique essentielle du budget de l'UE est que les décisions sur les engagements sont distinctes de celles relatives aux paiements. Leurs calendriers sont donc différents. Le calendrier des paiements présenté se fonde sur les estimations figurant dans la [Proposition de règlement établissant une facilité pour la reprise et la résilience](#), adaptée pour refléter les conclusions du Conseil européen du 21 juillet 2020.

soutien financier net considérable pour les pays de la zone euro confrontés aux plus grands défis économiques et budgétaires après la pandémie (cf. graphique B)⁶². La Grèce sera le bénéficiaire net le plus important du soutien de la FRR par rapport au PIB, mais l'Espagne et l'Italie, qui devraient faire partie des États les plus lourdement touchés à la fois en termes de décès et de retombées économiques, bénéficieront, elles aussi, d'un soutien budgétaire significatif.

Graphique B

FRR : octroi de subventions, net de remboursements attendus

(en pourcentage du PIB de 2019)



Sources : Conclusions du Conseil européen du 21 juillet 2020 et calculs de la BCE.

Note : 70 % des subventions devraient être allouées en 2021-2022 sur la base de la clé de répartition proposée par la Commission européenne (prenant en compte la population, le PIB inversé par tête et le taux de chômage moyen en 2015-2019). Pour ce qui est des 30 % de subventions allouées en 2023, le chômage moyen sera remplacé par les pertes en termes de PIB en 2020 (15 %) et en 2020-2021 sur une base cumulée (15 %), comme le prévoit actuellement la Commission européenne. Les remboursements sont censés correspondre aux pourcentages des pays dans le revenu national brut de l'UE.

Une réaction politique européenne coordonnée face à la pandémie de COVID-19 est essentielle pour éviter une reprise inégale et une fragmentation économique, tout en promouvant la résilience économique dans les États membres. Le fonds NGEU vient s'ajouter au CFP habituel, pour un montant d'environ 1 000 milliards d'euros sur les sept prochaines années, et aux trois « filets de sécurité » européens d'une valeur de 540 milliards d'euros approuvés en avril 2020⁶³. En tant que telle, la réponse européenne à la crise est ambitieuse et à la hauteur du défi auquel le continent est confronté. Il importe en outre que les politiques monétaire et budgétaire, fussent-elles mises en œuvre de manière indépendante dans la zone euro, se renforcent aujourd'hui mutuellement.

Il sera essentiel de garantir que le soutien budgétaire fourni au travers du fonds NGEU ne soit pas neutralisé par le retrait prématuré du soutien budgétaire financé au niveau national. Compte tenu de la profondeur du choc causé par la pandémie et de l'incertitude qui y est associée, la clause dérogatoire générale prévue dans le Pacte de stabilité et de croissance a été activée en

⁶² Le tableau 1 dans le *Document de travail des services de la Commission intitulé « Identifying Europe's recovery needs »* suggère que les pays affichant un PIB par tête inférieur à la moyenne et un endettement élevé (en particulier, Chypre, la Grèce, l'Espagne, l'Italie et le Portugal) recevraient 50 % du soutien (en application de la clé de répartition de la Commission qui sera utilisée en 2021 et 2022), alors que leur part dans le PIB de l'UE (utilisée comme approximation des contributions au budget de l'UE) est estimée à environ 25 %.

⁶³ Cf. l'encadré intitulé « La crise du COVID-19 et ses implications pour les politiques budgétaires », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2020.

mars 2020, une prolongation sur l'ensemble de 2021 étant probable. Cela permettra aux gouvernements de prendre les mesures nécessaires pour combattre la pandémie, en s'écartant des exigences d'ajustement qui s'appliqueraient normalement dans le cadre du pacte, tout en ne compromettant pas la soutenabilité budgétaire.

Si la stabilisation macroéconomique demeure une priorité, il sera important de maintenir la soutenabilité budgétaire tout au long de la reprise. La crise actuelle a mis en lumière la façon dont des niveaux très élevés d'endettement public peuvent induire des vulnérabilités et des contraintes budgétaires lorsqu'un pays est frappé par un choc économique de grande ampleur. Il est dès lors essentiel que le soutien budgétaire soit utilisé de manière efficace pour renforcer le potentiel de croissance et la résilience, ce qui améliorera à son tour la soutenabilité budgétaire. Le financement de l'UE devrait être consacré à des dépenses conformes aux besoins spécifiques des pays et aux priorités en matière de réformes approuvées au niveau européen.

La manière dont l'UE a réagi à la crise a également des répercussions sur la conception et la mise en œuvre futures du cadre de gouvernance européen.

Tout d'abord, si une politique budgétaire expansionniste est nécessaire pour soutenir la reprise, il importera à plus long terme que les règles budgétaires appuient efficacement la réduction d'un endettement public élevé en périodes de conjoncture favorable. Ensuite, le fonds NGEU constitue un élément neuf et innovant du cadre budgétaire européen. Il entraînera l'émission d'une dette supranationale significative au cours des prochaines années, et sa création a montré la volonté politique de concevoir un outil budgétaire commun lorsque la nécessité s'en fait sentir. Cette innovation, même si elle a un caractère unique, pourrait également livrer des enseignements pour l'Union économique et monétaire, qui ne dispose toujours pas d'une capacité budgétaire permanente au niveau supranational pour assurer une stabilisation économique lors de crises profondes. L'examen du cadre de gouvernance économique ⁶⁴, qui avait été lancé par la Commission en février 2020 et avait été reporté en raison de la pandémie, offre une bonne opportunité de prendre en compte ces considérations importantes.

⁶⁴ Pour de plus amples détails, cf. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/economic-governance-review_en.

Articles

1 Le chemin de la Chine vers la normalisation suite à la pandémie de COVID-19

Alexander Al-Haschimi, Apostolos Apostolou et Martino Ricci

Le présent article retrace le recul et la reprise ultérieure de l'économie chinoise suite à l'apparition du coronavirus (COVID-19). Il utilise des données à haute fréquence pour évaluer la vitesse à laquelle l'activité dans les différents secteurs de l'économie se normalise après que les entreprises ont été autorisées à reprendre leurs activités. Il établit plus particulièrement une différence entre le secteur industriel et les services, qui sont régis par des mesures sanitaires et de sécurité différentes. L'article constate que l'activité économique en Chine est passée d'un point bas en février 2020, correspondant à 20 % environ de ses niveaux normaux, à 90 % de ces niveaux en l'espace de trois mois seulement. Si la capacité de production a connu un rebond rapide, en revanche l'activité s'est normalisée de façon plus progressive dans le secteur des services, où les mesures prises pour endiguer la pandémie ont continué de peser lourdement. La reprise a été principalement tirée par la demande intérieure privée et par les mesures prises par les autorités chinoises, la normalisation en Chine coïncidant avec la mise en œuvre de mesures de confinement par beaucoup de ses partenaires commerciaux, et donc également avec une baisse de la demande extérieure. Pour l'avenir, l'incertitude et les risques qui entourent la trajectoire de reprise demeurent exceptionnellement élevés, en grande partie en raison de l'incertitude concernant l'évolution de la pandémie de COVID-19 ainsi que la probabilité de trouver une solution médicale au virus et à son échéance.

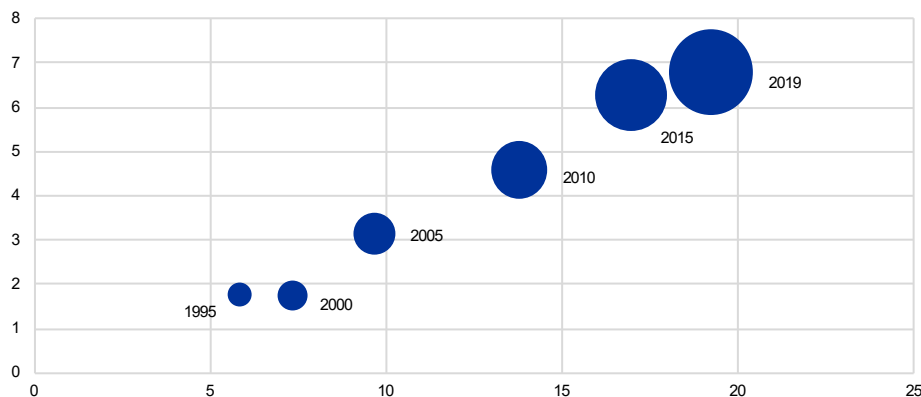
1 Introduction

Depuis le milieu des années 1990, l'économie chinoise a connu une période de croissance rapide, qui a renforcé son interconnexion avec l'économie mondiale. Conjugée à un processus graduel de réforme et d'ouverture, cette évolution a fait de la Chine l'une des plus grandes économies du monde ainsi qu'un géant commercial. Au cours des cinq dernières années, le pays a enregistré une croissance économique de 6,7 % en moyenne, représentant environ le tiers de la croissance mondiale. Dans le même temps, la demande de biens et services étrangers adressée par la Chine à de nombreuses économies, y compris la zone euro, a fortement augmenté. De 1995 à 2019, la part de la Chine dans la demande étrangère adressée à la zone euro est passée de 2 % à 7 % environ (cf. graphique 1). Par conséquent, la mesure dans laquelle la Chine se redressera de la pandémie de COVID-19 est déterminante aussi bien à l'intérieur qu'à l'extérieur de ses frontières.

Graphique 1

Part de la Chine dans le PIB mondial et dans la demande étrangère adressée à la zone euro

(en pourcentage)



Sources : Fonds monétaire international, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2020 (pour les chiffres sur le PIB) et BCE (pour la part de la Chine dans la demande étrangère adressée à la zone euro).

Notes : L'axe des abscisses représente la part en pourcentage de la Chine dans le PIB mondial total et l'axe des ordonnées, la part en pourcentage de la Chine dans la demande étrangère adressée à la zone euro. La taille de chaque bulle représente le PIB de la Chine exprimé en parité de pouvoir d'achat en dollar international nominal.

La pandémie de COVID-19 a affecté la Chine avant les autres économies.

Selon les statistiques officielles, le nombre de cas de COVID-19 confirmés est passé de moins de 1 000 personnes fin janvier 2020 à plus de 80 000 début mars.

Des mesures de confinement strictes ont été mises en place afin de maîtriser rapidement l'épidémie. Ces mesures d'endiguement ont nécessité la mise en veille de l'économie pendant une période prolongée, ce qui a entraîné un recul à court terme significatif de l'activité économique. Si l'épidémie a été largement maîtrisée en Chine, elle s'est néanmoins rapidement propagée à l'ensemble du monde, le nombre de cas confirmés dans les autres pays dépassant à la mi-mars celui constaté en Chine. Début août, le nombre de cas à l'échelle mondiale avait dépassé les 19 millions.

La nature du ralentissement économique observé durant la pandémie de COVID-19 est très différente de celle des autres ralentissements conjoncturels.

Dans l'épisode actuel, l'offre comme la demande ont été mises à l'arrêt en raison des fermetures d'entreprises et des restrictions de déplacement. Par conséquent, le degré d'incertitude globale qui entoure la trajectoire de la reprise économique est plus élevé qu'habituellement, notamment en raison de la crainte qu'une flambée de nouveaux cas ne compromette la reprise. De plus, le temps nécessaire au développement et à la mise en œuvre d'une solution médicale demeure incertain, tout comme l'impact à moyen terme sur le marché du travail du maintien des mesures d'endiguement. De ce point de vue, la reprise en Chine, qui a démarré plus tôt que dans le reste du monde, peut être instructive pour d'autres économies qui sont en train d'assouplir leurs mesures d'endiguement.

2 L'épidémie de COVID-19 en Chine et son impact économique

L'intensification rapide de l'épidémie de COVID-19 en Chine a globalement coïncidé avec le début des vacances du Nouvel An lunaire. Le Nouvel An lunaire correspond à sept jours fériés au niveau national, débutant entre fin janvier et début février, période durant laquelle presque toutes les usines ferment de façon prolongée. Durant cette période, les travailleurs migrants rentrent traditionnellement chez eux ; c'est donc la saison de pointe pour les voyages en Chine, soit chaque année plusieurs centaines de millions de voyageurs sur l'ensemble du territoire. Vers la fin janvier 2020, l'économie chinoise s'est mise en veille, comme le montre par exemple la consommation de charbon des principaux fournisseurs d'électricité (cf. graphique 2). L'ampleur du recul de la consommation de charbon en janvier 2020 n'était pas inhabituelle comparée à celle constatée lors de précédentes vacances du Nouvel An lunaire. Toutefois, en raison de l'apparition de la COVID-19, la période de congé a été prolongée et la reprise de l'activité des entreprises a été considérablement retardée. La comparaison de plusieurs indicateurs à haute fréquence de l'activité économique avec leurs niveaux correspondants de l'année précédente montre qu'il a fallu plus de trois mois pour que plusieurs de ces indicateurs, tels que la consommation de charbon, les ventes immobilières et la densité du trafic, retrouvent leurs niveaux de 2019 (cf. graphique 3).

Graphique 2
Consommation de charbon des principales centrales génératrices d'électricité

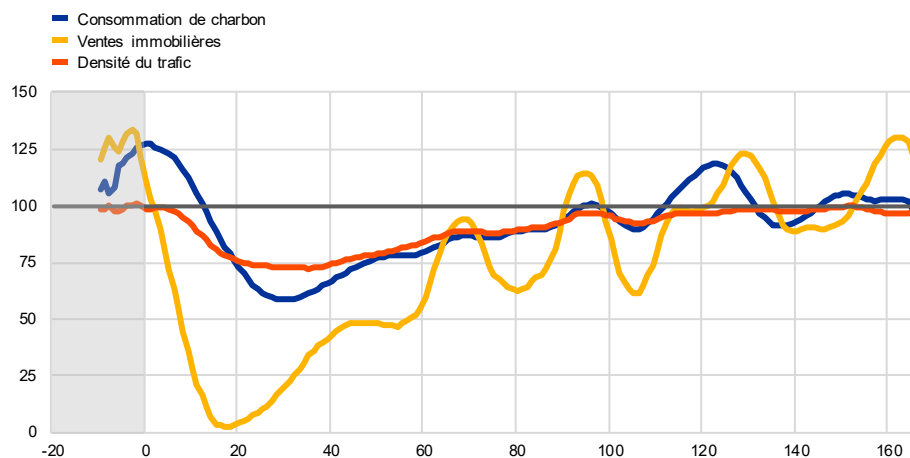


Sources : Beijing China Coal Times Technology Development Co., Ltd via Haver Analytics.
Notes : Le graphique retrace la consommation quotidienne de charbon des six principales centrales génératrices d'électricité en Chine (moyenne mobile sur sept jours). La ligne jaune correspond à la moyenne sur cinq ans. La dernière observation se rapporte au 27 juillet. La série est interrompue par la suite.

Graphique 3

Indicateurs à haute fréquence de l'activité économique

(en pourcentage du niveau enregistré au même stade en 2019)



Sources : Wind Economic Database et calculs des services de la BCE.

Notes : « Consommation de charbon » correspond à l'utilisation de charbon par les principaux producteurs d'énergie ; « Ventes immobilières », au volume de transactions immobilières dans 30 grandes villes ; « Densité du trafic », à la densité de trafic moyenne dans 100 villes de Chine. Les données montrent les écarts moyens sur sept jours par rapport aux niveaux enregistrés au même stade après le début du Nouvel An lunaire en 2019. L'axe des abscisses correspond au nombre de jours depuis le début du Nouvel An lunaire. La zone ombrée correspond au nombre de jours en 2020 précédant le début des vacances du Nouvel An lunaire en 2020. La dernière observation se rapporte au 8 juillet 2020.

L'apparition de la COVID-19 a amené les autorités à mettre en œuvre des mesures d'endiguement strictes et généralisées.

La ville de Wuhan, berceau de l'épidémie de coronavirus, a été placée en confinement juste avant les vacances du Nouvel An lunaire. Les transports à destination ou en provenance de la ville ont été interrompus et les entreprises fermées, à quelques exceptions près. En quelques jours, les résidents ont eu l'interdiction de quitter leur domicile sauf pour les achats essentiels, et des mesures de quarantaine ont été mises en œuvre de façon stricte. Les mesures d'endiguement ont été étendues à la province de Hubei (dans laquelle se situe Wuhan) ainsi qu'au reste du pays, tandis que l'état d'urgence de santé publique a été porté à son degré le plus élevé à l'échelle nationale. Les vacances ont été officiellement prolongées et des restrictions de déplacement ont été mises en place à l'échelle tant nationale qu'internationale. Courant février et mars, des décisions de réouverture d'entreprises non essentielles ont été prises au niveau des provinces, en fonction des évolutions locales de la COVID-19.

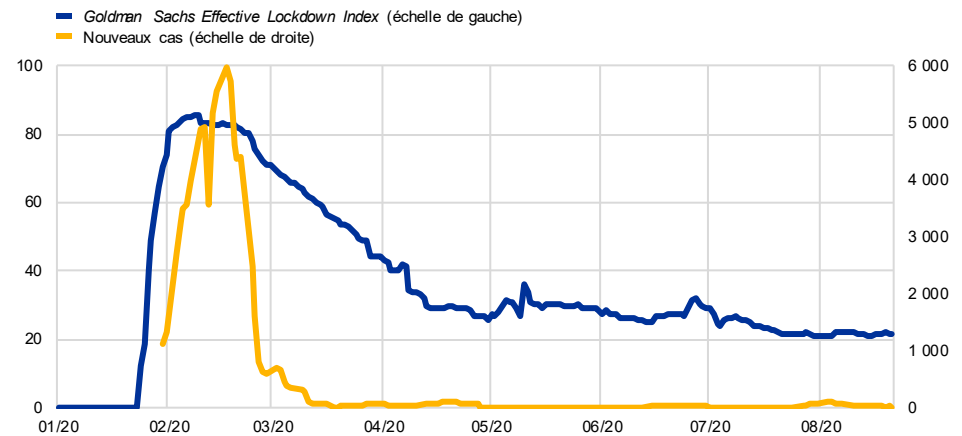
Les mesures d'endiguement ont limité la propagation du virus.

Le nombre des nouveaux cas quotidiens a augmenté de façon exponentielle pendant une période de trois semaines environ, avant de diminuer rapidement à partir de la mi-février environ. Les mesures de confinement promptement introduites fin janvier, comme en témoigne l'indice de confinement de Goldman Sachs (*Goldman Sachs Effective Lockdown Index*) (cf. graphique 4), ont été progressivement assouplies avec la baisse du taux d'augmentation des nouveaux cas de COVID-19. Le nombre total officiel de cas de COVID-19 s'est stabilisé autour de 85 000. Les données nationales suggèrent que les mesures strictes de confinement ont fortement limité la propagation du virus en Chine. D'après les données officielles, environ 80 % de l'ensemble des cas de COVID-19 et plus de 95 % des décès liés au virus en Chine

ont été enregistrés dans la province de Hubei (cf. graphiques 5 et 6). Cette province ne comptant que 4 % de la population chinoise, cela signifie que le nombre de cas dans le reste du pays a été exceptionnellement peu élevé.

Graphique 4 Mesures d'endiguement et nouveaux cas quotidiens de COVID-19

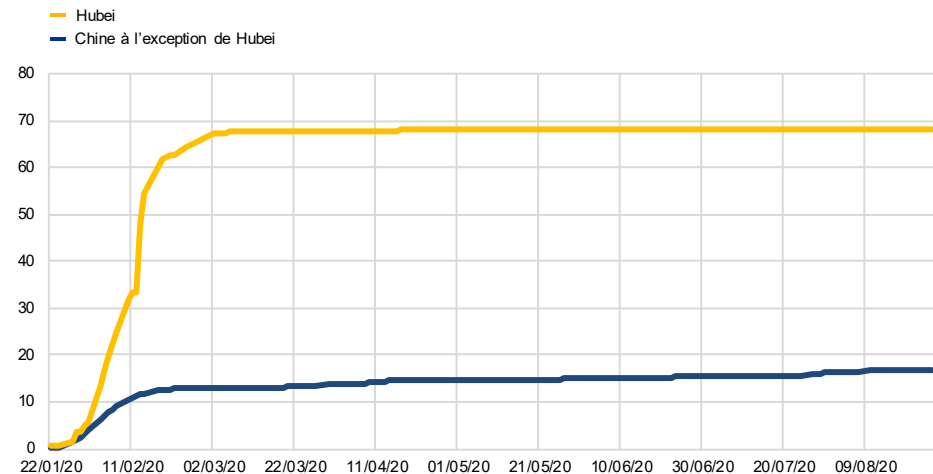
(échelle de gauche : indice ; échelle de droite : nouveaux cas quotidiens de COVID-19)



Sources : Johns Hopkins University, Goldman Sachs et calculs des services de la BCE.
Notes : L'indice de confinement de Goldman Sachs (*Goldman Sachs Effective Lockdown Index*) combine les restrictions officielles et les données relatives à la mobilité. Les dernières observations se rapportent au 21 août 2020.

Graphique 5 Cas confirmés de COVID-19

(en milliers)

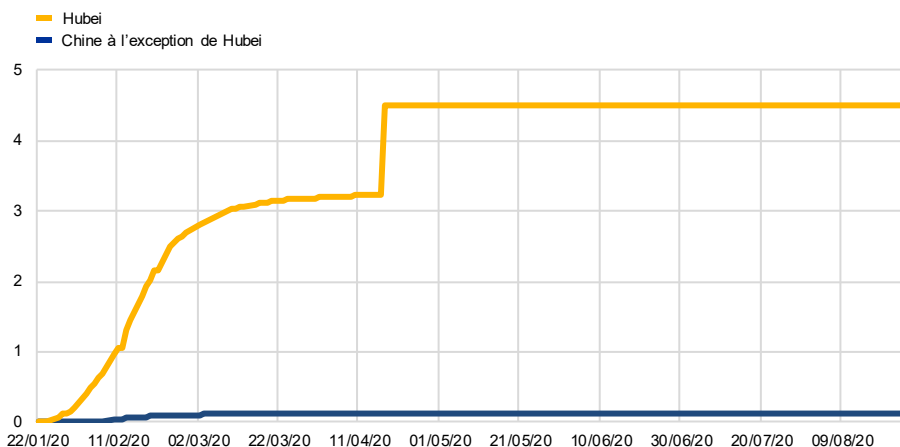


Sources : Johns Hopkins University et calculs des services de la BCE.
Note : Les dernières observations se rapportent au 25 août 2020.

Graphique 6

Décès ayant un lien confirmé à la COVID-19

(en milliers)



Sources : Johns Hopkins University et calculs des services de la BCE.

Notes : Le 17 avril, la Chine a révisé à la hausse ses chiffres officiels relatifs aux décès liés à la COVID-19, soit 1 290 décès de plus, tous dans ville de Wuhan. Les dernières observations se rapportent au 25 août.

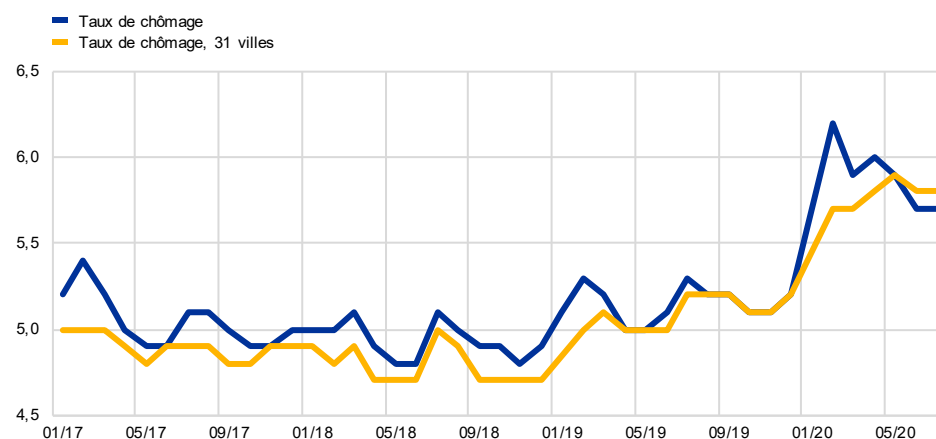
Les mesures d'endiguement ont réussi à freiner la propagation du virus mais ont lourdement pesé sur l'économie chinoise. Au premier trimestre 2020, le PIB en volume s'est contracté de 10,0 % en glissement trimestriel, et de 6,8 % en rythme annuel. La faible consommation a apporté la contribution annuelle négative au PIB la plus importante (- 4,4 %), tandis que l'investissement a contribué pour - 1,5 % et les exportations nettes pour - 1 %. Le recul de l'activité économique a été brutal et rapide, le PIB se contractant pour la première fois en plusieurs décennies. L'indice Caixin des directeurs d'achat pour la production manufacturière en Chine a diminué en février pour s'inscrire à 28,6, c'est-à-dire très au-dessous du niveau observé durant la crise financière mondiale. L'indice Caixin des directeurs d'achat pour l'activité dans les services a lui aussi nettement baissé, revenant de 51,8 en janvier à 26,5 en février. Ce recul des indices des directeurs d'achat s'est cependant révélé de courte durée, l'indice pour la production manufacturière affichant un rebond au-dessus de 50 en mars, impliquant que le creux de l'activité avait été atteint en février. Néanmoins, les valeurs des indices des directeurs d'achat signalaient globalement de fortes contractions dans l'ensemble de l'économie chinoise, dans un contexte de baisses prolongées de la production. La forte baisse de l'activité économique en janvier et en février s'est également reflétée dans les fortes contractions annuelles de la production industrielle (- 13,5 %), de la FBCF (- 24,4 %) et des ventes au détail (- 20,5 %). Sur l'ensemble du premier trimestre, la production industrielle a diminué de 9,3 % en rythme annuel, tandis que les ventes au détail se sont contractées de 19 % environ.

La situation sur le marché du travail s'est détériorée depuis l'apparition de la pandémie. Les mesures officielles font état d'une hausse relativement modérée du chômage, de 5 % à un peu moins de 6 %, depuis l'apparition du virus (cf. graphique 7). Cela est probablement dû aux efforts déployés par les autorités afin de persuader de nombreuses entreprises de garder leurs salariés. Toutefois, le chômage pourrait être plus élevé lorsqu'on inclut les travailleurs non urbains et

pourrait peser sur la reprise économique future. En effet, les enquêtes relatives à l'emploi dressent un tableau contrasté s'agissant des taux d'emploi attendus, les entreprises prévoyant un rapide rebond, alors que les consommateurs demeurent plus pessimistes quant aux perspectives d'emploi (cf. graphique 8).

Graphique 7 Taux de chômage

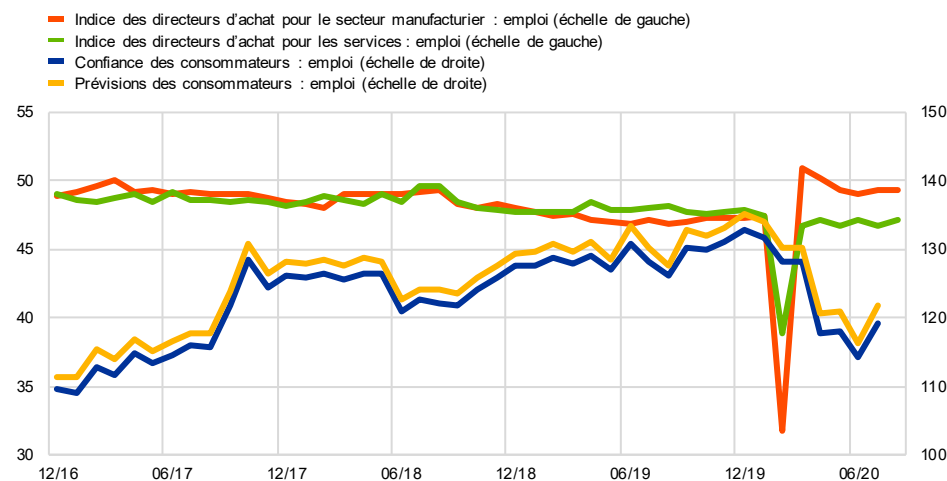
(en pourcentage)



Sources : Bureau national des statistiques de Chine via Haver Analytics.
Notes : « Taux de chômage » correspond au taux de chômage urbain ; « Taux de chômage, 31 villes » fait référence au taux de chômage dans 31 grandes villes. Les dernières observations se rapportent à juillet 2020.

Graphique 8 Enquêtes relatives aux prévisions d'emploi

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



Sources : Bureau national des statistiques de Chine, CEIC Data, Caixin et IHS Markit.
Note : Les dernières observations se rapportent à août 2020 pour les indices des directeurs d'achat et à juillet 2020 pour les enquêtes auprès des consommateurs.

3 La normalisation progressive de l'économie après l'endiguement de l'épidémie

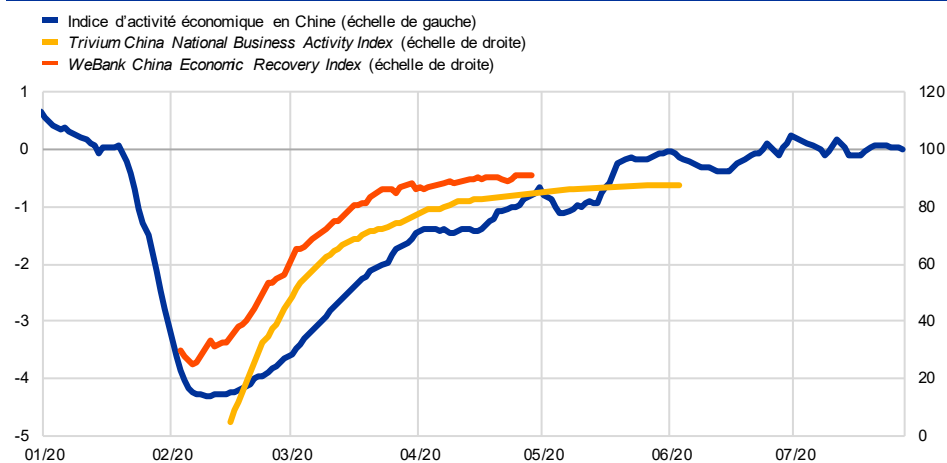
Après l'endiguement des nouveaux cas de COVID-19, les autorités chinoises ont progressivement levé les mesures de protection. L'assouplissement des restrictions était subordonné aux évolutions locales du taux de progression de la COVID-19. Dans la plupart des provinces, les vacances du Nouvel An ont été prolongées d'au moins une semaine en février, tandis que dans la province de Hubei, elles ont été prolongées jusqu'au 10 mars. S'agissant de l'ordre dans lequel ces restrictions ont été levées, les entreprises ont été autorisées à reprendre leurs activités dans un premier temps, tandis que les restrictions de déplacement ont été initialement maintenues. La réouverture des entreprises a constitué un défi logistique, en raison de la perturbation des chaînes d'approvisionnement dans certains cas et de la dispersion des travailleurs sur le territoire du fait des restrictions de déplacement.

Après la forte contraction de l'activité économique en Chine au premier trimestre, l'économie a connu une reprise relativement rapide. Au deuxième trimestre, le PIB de la Chine a augmenté de 11,5 % en rythme trimestriel et de 3,2 % en rythme annuel, principalement sous l'effet de l'investissement, alors que la croissance de la consommation est demeurée négative en rythme annuel. Un grand nombre d'indicateurs suggèrent que, en l'espace de trois mois, l'activité économique en Chine est passée d'un point bas à 90 % environ de ses niveaux normaux. D'après un indicateur d'activité quotidien nouvellement mis au point ⁶⁵, qui synthétise les informations relatives à la consommation de charbon des centrales électriques, à l'activité sur le marché immobilier, à la densité du trafic et aux variations du degré de pollution, l'activité économique a atteint un point bas durant la première quinzaine de février et avait déjà retrouvé, mi-mai, un niveau proche de sa moyenne de long terme. D'autres indicateurs, tels que le *Trivium China National Business Activity Index*, qui estime l'utilisation des capacités économiques en Chine, et le *WeBank China Economic Recovery Index*, qui retrace le nombre de réouvertures d'entreprises, font également état de taux de reprise de 90 % environ début mai (cf. graphique 9).

⁶⁵ L'indice à haute fréquence de l'activité économique en Chine est une mesure interne à la BCE qui utilise l'analyse en composantes principales afin de combiner les données relatives aux indicateurs mentionnés précédemment.

Graphique 9

Indices relatifs à l'activité économique



Sources : Trivium China, WeBank et calculs des services de la BCE.

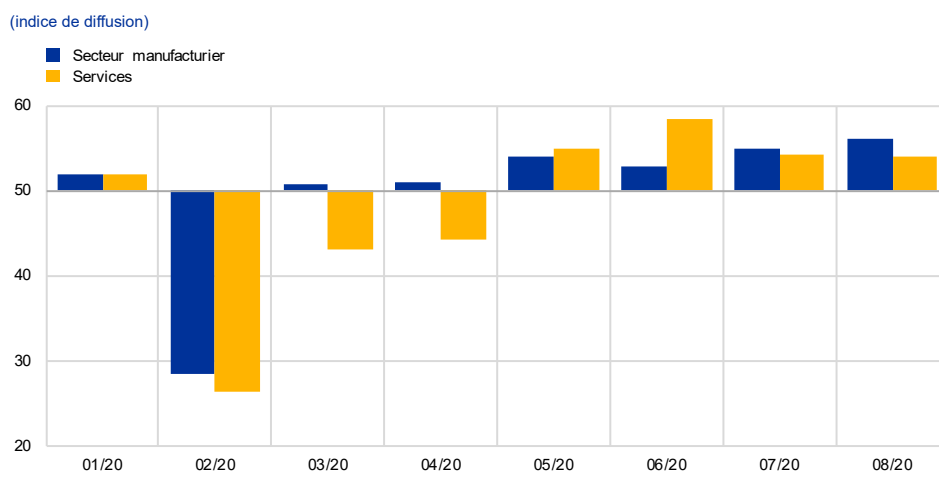
Notes : 100 correspond au niveau d'activité normal. Les dernières observations se rapportent au 27 juillet pour l'indice d'activité économique en Chine, mesuré en écarts type, au 3 juin pour le *Trivium China National Business Activity Index* et au 28 avril pour le *WeBank China Economic Recovery Index* (ces deux derniers indices ont cessé d'être suivis lorsque la reprise a dépassé 90 %).

Les données d'enquêtes signalent une reprise inégale, le rebond de l'activité intervenant plus tôt dans le secteur manufacturier que dans celui des services.

Bien que le degré élevé d'incertitude nécessite d'être prudent dans l'interprétation des indices des directeurs d'achat, l'indice pour le secteur manufacturier a retrouvé dès le mois de mars des valeurs indiquant une expansion, tandis que l'indice pour le secteur des services a continué de signaler un ralentissement de l'activité jusqu'en mai, date à laquelle il est devenu supérieur au seuil neutre (cf. graphique 10). Bien que l'indice des directeurs d'achat pour les services ait atteint 58,4 en juillet, les niveaux enregistrés au cours de la période allant de février à avril impliquent que la contraction a été plus forte dans les services que dans le secteur manufacturier. Dans l'ensemble, les secteurs manufacturier et de la construction ont presque retrouvé leur pleine capacité courant mai. En revanche, les services, en particulier ceux associés à une interaction physique étroite tels que le tourisme, les déplacements professionnels et les événements culturels et sportifs, ont eu tendance à demeurer très au-dessous de leur capacité d'avant l'apparition du virus, l'activité dans ce secteur variant entre 20 % et 80 % des niveaux normaux.

Graphique 10

Indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier et les services



Sources : Caixin et IHS Markit.

Note : « Secteur manufacturier » correspond à l'indice Caixin des directeurs d'achat pour la production manufacturière en Chine et « Services », à l'indice Caixin des directeurs d'achat pour l'activité dans les services.

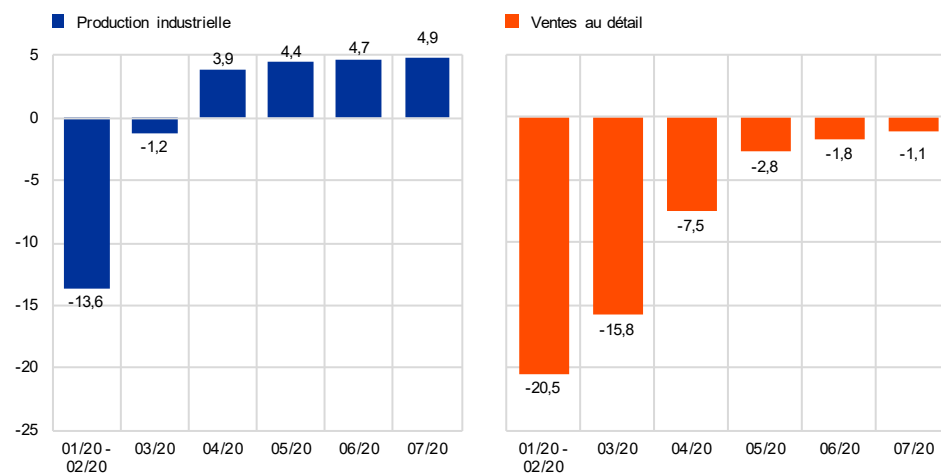
Les données relatives à la production et aux ventes font également apparaître des différences de vitesse dans la reprise.

Après un premier trimestre atone, la croissance en rythme annuel de la production industrielle est redevenue positive en avril et a encore augmenté en mai. Les ventes au détail, en revanche, ont continué de se contracter en rythme annuel au cours des deux premiers mois du deuxième trimestre ; la croissance des ventes s'est nettement améliorée après le creux enregistré en janvier et en février, mais n'est pas encore redevenue positive (cf. graphique 11). Le taux de reprise plus lent dans les services résulte de plusieurs facteurs. Le maintien des mesures obligatoires de distanciation sociale limite la capacité des entreprises dans plusieurs secteurs, notamment la restauration, les spectacles, le tourisme et les services culturels. L'incertitude quant à un regain de cas de COVID-19, en particulier en l'absence de solution médicale, continue de peser sur la demande de services pour lesquels la distanciation sociale demeure problématique, comme les transports. Enfin, le chômage accru et l'incertitude économique font baisser la demande intérieure pour les achats non essentiels, ce qui affecte de manière disproportionnée le secteur des services. La lenteur de la reprise dans les services est importante pour l'économie chinoise, ce secteur contribuant aujourd'hui à hauteur de plus de 50 % à la croissance du PIB en volume du pays.

Graphique 11

Production industrielle et ventes au détail

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Bureau national des statistiques de Chine via Haver Analytics et calculs des services de la BCE.

Notes : Les données relatives aux « Ventes au détail » sont brutes. Les données pour janvier et février ne sont pas disponibles individuellement ; par conséquent, la somme des données pour ces mois est comparée à la somme des données pour janvier et février de l'année précédente.

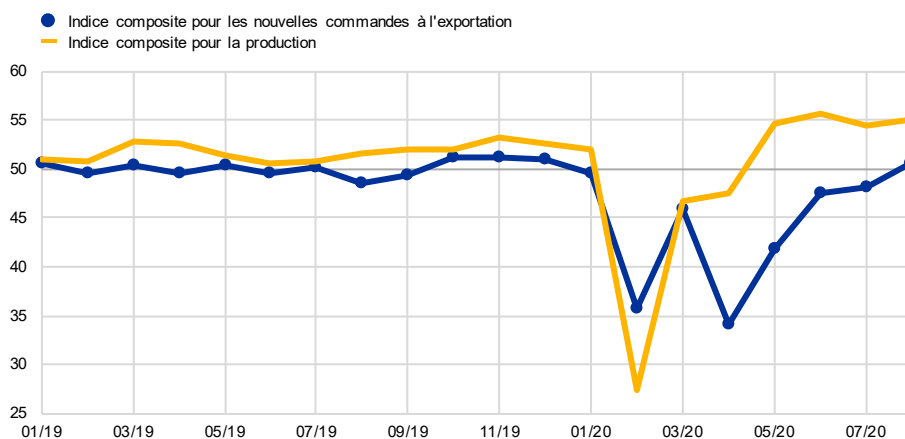
En même temps, la faiblesse de la demande extérieure freine la reprise de la

Chine. La Chine étant le premier pays dans lequel s'est déclarée la COVID-19, sa reprise a coïncidé avec la mise en œuvre de mesures strictes d'endiguement chez ses partenaires commerciaux à mesure que la pandémie de COVID-19 se répandait dans le monde. Les mesures de confinement en Europe, aux États-Unis et dans le reste de l'Asie ont entraîné une forte baisse de la demande d'exportations chinoises, comme le montre l'indice composite Caixin des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes à l'exportation. En février, un choc d'offre a réduit les exportations, les producteurs et les ports ne fonctionnant qu'à une fraction de leur capacité. Après une amorce de reprise en mars, les nouvelles commandes à l'exportation ont encore nettement diminué en avril, la demande extérieure ayant chuté au cours des confinements des partenaires commerciaux. Les données de mai à août montrent que la demande étrangère pour les biens provenant de Chine se redresse à nouveau, mais également que la propagation de la pandémie de COVID-19 a entraîné un découplage par rapport à la croissance économique globale, comme le reflète l'indice composite Caixin des directeurs d'achat pour la production, pour sa composante relative aux nouvelles commandes à l'exportation (cf. graphique 12). Les commandes à l'exportation ayant dépassé le seuil neutre de 50 en août seulement, la reprise de l'activité en Chine a été jusqu'à présent essentiellement attribuable à des facteurs domestiques.

Graphique 12

Indice composite des directeurs d'achat pour la production et les nouvelles commandes à l'exportation

(indice de diffusion)



Sources : Caixin et IHS Markit.

Note : « Indice composite pour la production » correspond à l'indice composite Caixin des directeurs d'achat pour la production ; « Indice composite pour les nouvelles commandes à l'exportation », à l'indice composite Caixin des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes à l'exportation. La dernière observation se rapporte à août 2020.

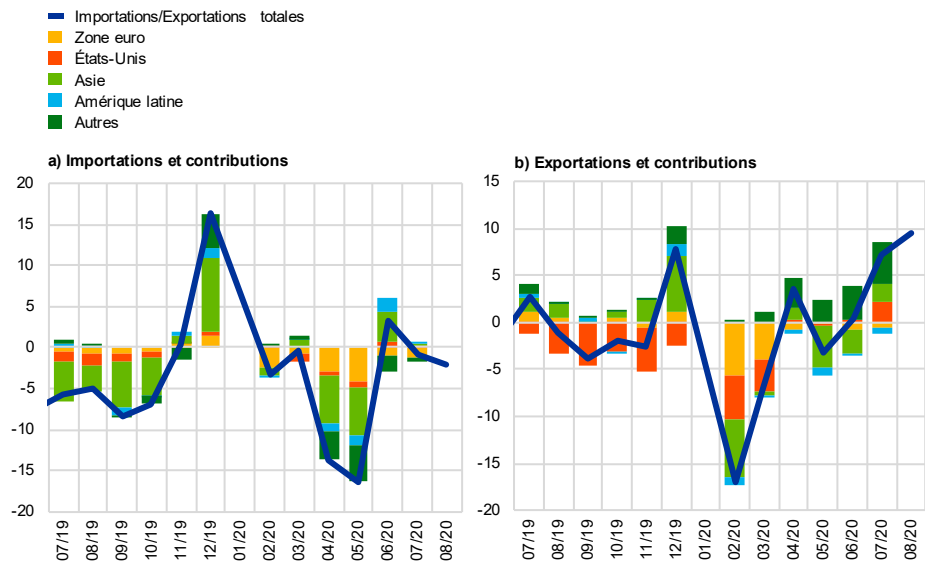
Pour l'avenir, les évolutions mondiales en dehors de la Chine seront également importantes pour les perspectives économiques à court terme.

Alors que la Chine émergeait du confinement, en levant les restrictions sur les entreprises et les citoyens, d'importants partenaires commerciaux, tels que l'Europe et les États-Unis, ont mis en œuvre des mesures d'endiguement. Cette décision a exercé une incidence sur la demande étrangère adressée à la Chine au moment où sa reprise intérieure reste également relativement fragile. Les échanges commerciaux se sont effondrés au cours des premiers mois de l'année et le recul marqué des exportations a impliqué une contribution négative des exportations nettes à la croissance (cf. graphique 13). En avril, la croissance des exportations de biens est redevenue positive, avant de se contracter à nouveau le mois suivant en raison de la mise en œuvre de mesures d'endiguement par les principaux partenaires commerciaux de la Chine. Depuis juin, toutefois, la croissance annuelle des exportations augmente. Les importations sont restées très modérées en raison d'un affaiblissement de la demande intérieure ainsi que d'une baisse des prix du pétrole. En outre, la dynamique des exportations et celle des importations sont imbriquées – une part considérable des importations de la Chine se retrouve, au final, incluse dans ses exportations étant donné sa position dominante dans les chaînes de valeur mondiales. Les récents débats dans de nombreux pays concernant l'accès au matériel médical et aux médicaments peuvent également avoir des répercussions à long terme sur les chaînes d'approvisionnement mondiales. Pour de nombreux secteurs, notamment ceux jugés déterminants pour la santé ou la sécurité nationale, les pays peuvent choisir de rapatrier certaines étapes de la production afin d'assurer un plus grand contrôle intérieur sur leur production, rompant de manière effective les chaînes d'approvisionnement. Cela pourrait peser sur la croissance économique des pays qui sont fortement imbriqués avec les chaînes de valeur mondiales relatives à ces produits.

Graphique 13

Importations et exportations par partenaire commercial

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Administration générale des douanes, données CEIC et calculs des services de la BCE.

Note : Les chiffres pour janvier et février 2020 sont agrégés, les contributions mensuelles n'étant pas disponibles.

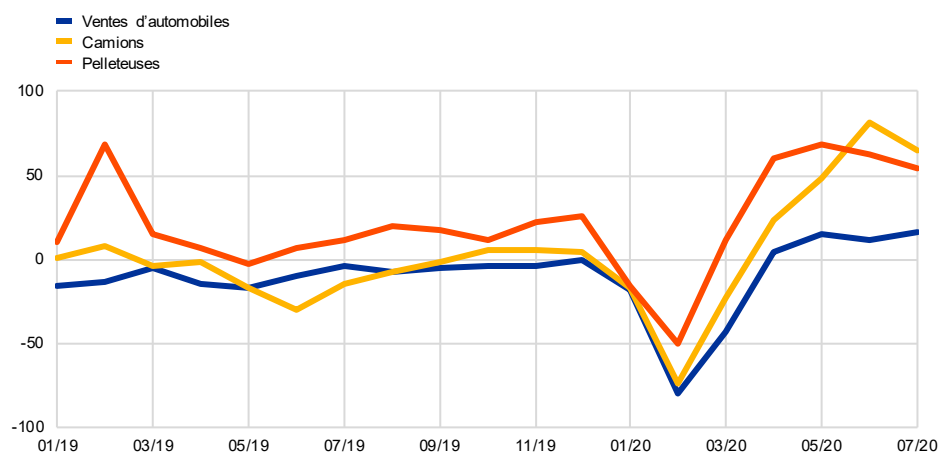
Dans le même temps, certaines composantes de la demande intérieure montrent des signes de redressement.

Par exemple, les ventes d'automobiles sont devenues positives en avril pour la première fois depuis mi-2018 (cf. graphique 14). Cette évolution reflète en partie l'existence d'une demande intérieure non satisfaite, après une période de très faibles ventes de voitures, et aussi potentiellement la désaffection des citoyens pour les transports publics. De plus, la hausse des dépenses d'infrastructure a entraîné une croissance particulièrement forte des ventes de véhicules utilitaires tels que les camions et les véhicules de construction. Les ventes immobilières se sont également redressées pour atteindre leurs niveaux de 2019, ce qui va dans le sens d'une reprise plus large de la demande intérieure. Le chiffre d'affaires des restaurants, en revanche, était encore en baisse mi-juin, à environ 34 % du niveau de l'année précédente.

Graphique 14

Ventes de véhicules en Chine

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Association chinoise des constructeurs automobiles et calculs des services de la BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à août 2020.

Les autorités chinoises ont mis en place des mesures importantes de relance budgétaire et monétaire afin d'amortir le choc économique.

Concernant la politique budgétaire, les autorités visent à stabiliser l'emploi et la croissance économique en étendant l'assurance chômage, l'investissement et les allègements d'impôts. Des mesures budgétaires discrétionnaires s'élevant à environ 4 % du PIB ont été annoncées, mais le train de mesures budgétaires devrait être plus élevé (cf. graphique 15). En particulier, les PME semblent s'attendre à d'importantes aides publiques supplémentaires, y compris des allègements d'impôts et des subventions, selon une enquête réalisée par les universités de Tsinghua et de Pékin⁶⁶.

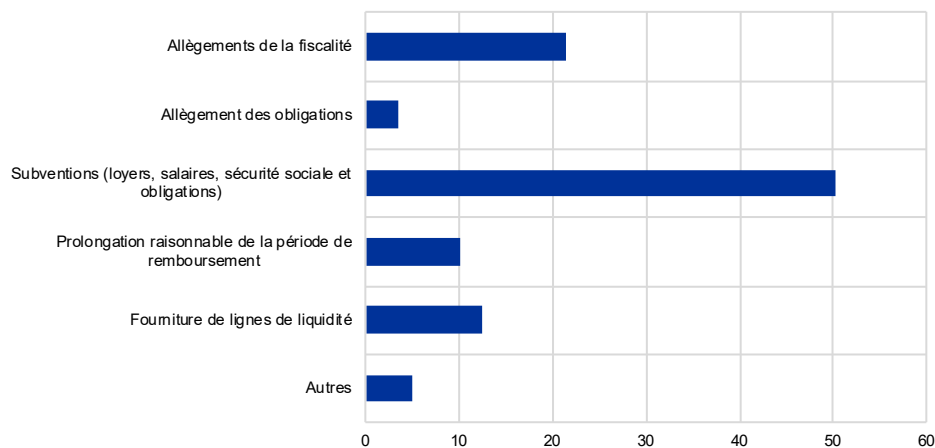
Les autorités prévoient d'engager dès à présent des dépenses d'infrastructure, de réduire la charge fiscale sur les secteurs exportateurs et de subventionner l'achat de biens durables.

⁶⁶ Cf. Huang (Y.) *et al.*, « *Saving China from the coronavirus and economic meltdown: Experiences and lessons* », VoxEU, mars 2020, fondé sur Zhu (W.) *et al.*, « *COVID-19 and Impacts on SMEs: Survey Evidences* », *CEIBS Business Review*, 2020.

Graphique 15

Les anticipations d'aides publiques à la lumière des chocs liés à la COVID-19

(en pourcentage)



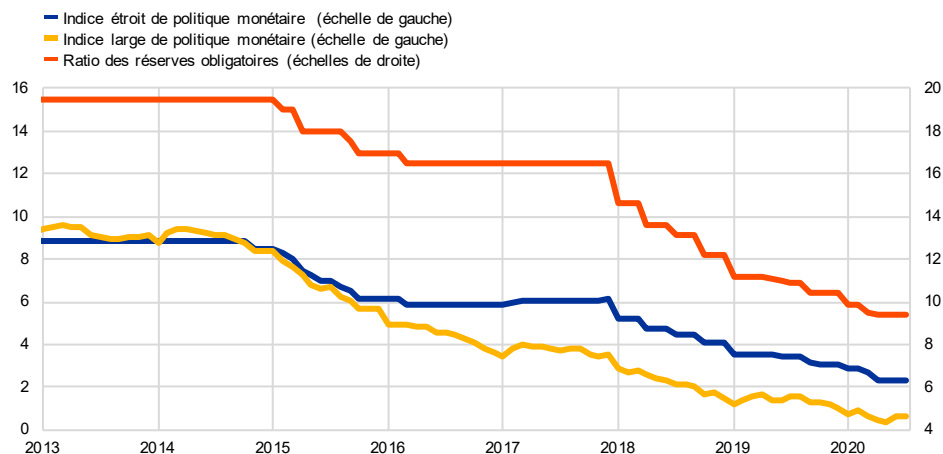
Source : Huang (Y.) et al., « *Saving China from the coronavirus and economic meltdown: Experiences and lessons* », VoxEU, mars 2020, fondé sur Zhu (W.) et al., « *COVID-19 and Impacts on SMEs : Survey Evidences* », CEIBS Business Review, 2020. Note : L'axe des abscisses représente le pourcentage des participants qui s'attendent à ce que les mesures de soutien se concrétisent.

Des mesures de politique monétaire viennent compléter la politique budgétaire en garantissant une liquidité suffisante du système bancaire. La Banque populaire de Chine a réduit ses taux d'intérêt directeurs et ses réserves obligatoires. La politique monétaire a été de nouveau assouplie depuis début 2020 afin de soutenir l'activité économique, selon les mesures synthétiques des conditions de politique monétaire (cf. graphique 16). En outre, la Banque populaire de Chine a demandé aux banques d'accorder des délais de remboursement de prêts aux entreprises et les régulateurs bancaires ont accordé aux banques un assouplissement de la réglementation. Ces politiques ont permis d'éviter une augmentation plus importante des faillites et du chômage.

Graphique 16

Indice de politique monétaire et taux des réserves obligatoires

(en pourcentage)



Sources : Lodge (D.) et Soudan (M.), « *Credit, financial conditions and the business cycle in China* », Working Paper Series, n° 2244, BCE, Francfort-sur-le-Main et calculs des services de la BCE.

Note : L'indice de politique monétaire est une mesure synthétique de la BCE des différents instruments de politique monétaire de la Banque populaire de Chine, y compris les taux d'intérêts et les instruments fondés sur les quantités, en tenant compte de leur importance relative dans le temps.

4 Perspectives et risques pour la reprise

Les perspectives de l'économie chinoise demeurent très incertaines en dépit d'une reprise progressive. À court terme, les perspectives de la Chine dépendront de la résilience de la demande intérieure dans un contexte d'incertitude accrue ainsi que des évolutions de l'environnement extérieur. De plus, les perspectives sont en partie déterminées par la mesure dans laquelle l'impact de la COVID-19 entraînera des changements bien ancrés dans les profils structurels et de comportement de l'économie. Lors du dernier Congrès national du Peuple en mai 2020, les autorités n'ont pas annoncé l'objectif officiel de croissance annuel pour la première fois en 20 ans. Cela souligne l'incertitude actuelle qui entoure les performances économiques de la Chine, et indique également les difficultés pour atteindre un taux de croissance qui soit même proche de celui attendu avant la crise actuelle. De plus, les pandémies peuvent avoir des effets durables via une hausse de l'épargne de précaution et une réduction des opportunités d'investissement. Ces effets potentiels présentent des risques supplémentaires pour les perspectives à moyen terme de la Chine et réduisent la possibilité d'une convergence rapide vers les niveaux de revenus attendus avant l'émergence initiale de la COVID-19.

En l'absence de solution médicale à la COVID-19, les mesures de distanciation sociale continueront à peser sur la croissance économique. Jusqu'à ce qu'une solution médicale soit développée et largement disponible, les mesures de distanciation sociale devraient rester en place. Ces mesures, bien que nécessaires au contrôle de la pandémie, continueront d'affecter l'économie de multiples façons. Dans certains secteurs, les obligations de distanciation réduisent directement la capacité, par exemple dans les restaurants ou d'autres lieux qui accueillent un grand nombre de clients. Plus largement, les risques sanitaires découragent la demande

de services qui sont associés à une clientèle plus dense et à la présence d'un personnel nombreux. De plus, certains secteurs peuvent connaître des pertes définitives de demande. Par exemple, une plus grande expérience des dispositifs de travail à distance pourrait réduire de façon permanente la demande pour les déplacements professionnels et les services associés. Il faudra du temps pour que les travailleurs de ces secteurs qui ont été licenciés retrouvent un emploi dans d'autres secteurs de l'économie. En outre, la destruction d'emplois réduit le revenu disponible et peut peser davantage sur la consommation.

La reprise de la Chine est entourée de nombreux risques et pourrait être compromise si le pays connaît une deuxième vague d'infections plus tard dans l'année. Étant donné qu'il existe encore une grande incertitude concernant la disponibilité d'une solution médicale à la COVID-19, on ne peut exclure que, les mesures d'endiguement étant assouplies et la distanciation sociale étant réduite, une deuxième vague d'infections puisse obliger le gouvernement à imposer à nouveau des restrictions. Une faiblesse prolongée de la demande extérieure résultant de l'évolution de la pandémie dans le reste du monde pourrait également peser sur la reprise économique de la Chine. Par exemple, des effets durables sur les partenaires commerciaux de la Chine, des retards dans les mesures prises pour endiguer la pandémie dans le monde entier ou l'émergence de deuxième vagues pourraient affecter le secteur des exportations de la Chine. D'autres risques pesant sur la reprise découlent d'une recrudescence potentielle du conflit commercial entre la Chine et les États-Unis. Bien que ces tensions commerciales aient été atténuées par « l'accord commercial de Phase 1 » conclu plus tôt cette année, la pandémie et ses répercussions économiques ont accru le risque que les objectifs convenus ne seront pas atteints. Une nouvelle intensification des tensions commerciales entre les deux économies et les répercussions négatives qui en résulteraient pourraient encore porter atteinte à la reprise de la Chine. Les niveaux élevés d'endettement en cours et d'autres déséquilibres financiers continuent d'indiquer des risques pour la stabilité financière. Tandis que les autorités chinoises ont réussi à freiner la croissance du crédit au cours des dernières années, l'encours de dette est encore relativement élevé, à la fois au niveau des ménages et des entreprises. De plus, bien que des politiques macroprudentielles aient freiné la croissance du secteur bancaire parallèle, son niveau demeure élevé. En particulier, la structure de financement à court-terme dans une grande partie du secteur bancaire parallèle pourrait être vulnérable à des changements brutaux dans l'appétence pour le risque des investisseurs, et être ainsi soumise à des risques de liquidité et de refinancement.

5 Conclusion

Cet article présente des données traditionnelles et des indicateurs non-conventionnels à haute fréquence pour évaluer le rythme de la reprise économique en Chine. Après un ralentissement qui s'est manifesté avec une rapidité sans précédent début 2020, l'économie a enregistré un rebond à des niveaux d'activité proches de ceux constatés avant l'émergence de la COVID-19 en seulement trois mois. Ce rythme relativement rapide de la reprise est dû au fait que

le ralentissement de l'activité est lié à un choc d'offre, ce qui signifie que la capacité de production a été à même de reprendre son cours dans un laps de temps relativement court. Cependant, la contraction de la demande prendra plus de temps pour se normaliser complètement, le besoin actuel de distanciation sociale pesant sur les activités qui impliquent des rassemblements plus denses de personnes.

Les perspectives pour l'économie chinoise dépendent de plusieurs facteurs incertains. Le premier et principal facteur est le temps nécessaire au développement et à la mise en œuvre d'une solution médicale. Le deuxième est la possibilité d'une flambée de nouveaux cas et d'une deuxième vague de COVID-19 avant qu'une solution médicale ne soit disponible. Le troisième facteur est le rythme de la reprise des partenaires commerciaux de la Chine. Enfin, de nombreux facteurs structurels et géopolitiques affectent également la future trajectoire de croissance, y compris l'ampleur d'un potentiel découplage des chaînes de valeur mondiales, ainsi que les futures relations commerciales avec les principaux partenaires commerciaux, notamment les États-Unis. Alors qu'une normalisation de l'activité économique au cours de 2021 apparaît comme le scénario le plus probable, les facteurs mentionnés ci-dessus pourraient entraîner des écarts considérables par rapport au scénario de référence. Compte tenu du rôle croissant de la Chine dans la détermination de la croissance mondiale, les facteurs d'incertitude entourant la reprise de la Chine sont d'une importance capitale pour les perspectives économiques du monde.

2 L'effet viral du commerce extérieur et des réseaux d'approvisionnement dans la zone euro

Virginia Di Nino et Bruno Veltri

Les chocs négatifs résultant des mesures d'endiguement introduites pour faire face au coronavirus (COVID-19) ne se limitent pas au pays dans lequel ils trouvent leur origine ; même s'il n'est pas l'unique canal de propagation, le commerce extérieur transmet ces chocs à d'autres économies. Dans la zone euro, la profonde intégration des entreprises au sein de chaînes régionales d'approvisionnement – ainsi que les liens étroits de la demande – agissent comme un mécanisme d'amplification. Le présent article vise à quantifier la propagation et l'impact des chocs négatifs apparus dans la zone euro sur le PIB, le commerce extérieur et les soldes commerciaux de la zone. Il conclut que la transmission au reste de la zone euro d'un choc survenu dans l'un de ses cinq principaux États membres varie entre 15 % et 28 % de l'ampleur du choc d'origine. Les effets de contagion négatifs sont plus sévères pour les pays ouverts et pour ceux qui participent le plus étroitement aux réseaux de production régionaux.

1 Introduction

Dans leurs efforts pour limiter la propagation de la pandémie de COVID-19, tous les gouvernements de la zone euro ont introduit des mesures de confinement et d'endiguement, entraînant une combinaison de chocs d'offre et de demande qui, outre les conséquences économiques directes de la maladie, ont eu une incidence défavorable sur leurs économies. Avec la propagation de la pandémie dans le monde entier, de nombreux autres pays ont adopté des mesures similaires, accentuant ainsi les tensions pesant sur la zone euro du fait de l'arrêt d'activités commerciales et de la fermeture d'entreprises, de l'autorisation de déplacement limitée aux seuls achats de première nécessité, et de la restriction des voyages aux activités essentielles ou aux cas de force majeure. Les graves répercussions à l'échelle nationale sur la capacité de dépenses des agents économiques et sur leurs préférences en matière de consommation et d'investissement se sont propagées à l'ensemble du globe, leur intensité dépendant du degré d'interconnexion économique et industrielle.

Le présent article s'appuie sur des tableaux d'entrées-sorties (TES) multirégionaux afin d'évaluer la transmission via le commerce extérieur des chocs négatifs engendrés par les mesures de confinement et d'endiguement

prises dans l'ensemble des pays de la zone euro ⁶⁷. Cette méthodologie présente plusieurs avantages. Le fait d'opter pour une représentation complète des liens pays-secteur de la production et de la demande nous permet d'évaluer les effets de contagion et de rétroaction d'un choc idiosyncratique sur la production, la valeur ajoutée et le commerce intérieur et extérieur de n'importe quel autre pays ou secteur au sein d'un cadre global unique. Cette méthodologie nous permet d'obtenir une ventilation de l'intégralité du mécanisme de transmission du choc en effets directs sur les partenaires commerciaux et en effets de contagion sur des pays tiers via les partenaires commerciaux ainsi que sur les secteurs. Ces derniers ne sont qu'indirectement touchés par le biais des effets sur les intrants du secteur directement concerné par les mesures de lutte contre la pandémie. Notre méthodologie concilie l'analyse d'une diversité de chocs, en particulier ceux qui affectent un seul pays, plusieurs pays, un secteur spécifique ainsi que des chocs spécifiques au commerce extérieur. Les propriétés mentionnées précédemment sont particulièrement pertinentes étant donné la forte interdépendance des économies de la zone euro et le fait que le présent article traite plus particulièrement des chocs trouvant leur origine dans la zone euro. Dans ce contexte, il est probable que les analyses s'appuyant sur des méthodologies qui ne prennent pas en compte l'interconnexion de la zone euro sous-estiment l'impact effectif du choc de la COVID-19.

Le reste de l'article est structuré de la façon suivante. Le cadre méthodologique, les scénarios et hypothèses correspondantes sont décrits à la section 2. La section 3 décrit les canaux de transmission et la section 4 étudie les effets sur l'économie de la zone euro des mesures de confinement et d'endiguement mises en œuvre dans ses cinq principaux pays membres. Elle analyse également de manière plus approfondie les effets d'atténuation qui devraient résulter des politiques mises en œuvre par les gouvernements afin de soutenir le revenu des citoyens et l'activité des entreprises en période de pandémie. La section 5 conclut en passant en revue les principaux résultats de notre analyse et examine les potentiels changements économiques structurels engendrés par la COVID-19.

2 Données et méthodologie

L'article utilise les données de la base d'entrées-sorties multirégionales (*Multi-Regional Input-Output, MRIO*) de la Banque asiatique de développement (BAD) qui reconstruit les flux nationaux et internationaux entre paires pays-secteur

⁶⁷ La littérature concernant les effets macroéconomiques de la COVID-19 s'est développée rapidement et évoque également les effets des mesures de confinement et d'endiguement sur le PIB et les échanges commerciaux des économies partenaires. Cf. Barrot J.-N.), Grassi (B.) et Sauvagnat (J.), « *Sectoral Effects of Social Distancing* », *HEC Paris Research Paper* n° FIN-2020-1371, 2 avril 2020, Navaretti (G.B.), Calzolari (G.), Dossena (A.), Lanza (A.) et Pozzolo (A.F.), « *In and out of lockdowns: Identifying the centrality of economic activities* », Covid Economics, Vetted and Real-Time Papers, n° 17, Centre for Economic Policy Research, 13 mai 2020, Bonadio (B.), Huo (Z.), Levchenko (A.A.) et Pandalai-Nayar (N.), « *Global Supply Chains in the Pandemic* », *Working Paper*, n° 27224, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, mai 2020, Bodenstein (M.), Corsetti (G.) et Guerrieri (L.), « *Social Distancing and Supply Disruptions in a Pandemic* », *Finance and Economics Discussion Series 2020-031*, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, Washington, 16 avril 2020, et Baqaee (D.) et Farhi (E.), « *Nonlinear Production Networks with an Application to the Covid-19 Crisis* », *Working Paper*, n° 27281, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, mai 2020.

et la demande finale sectorielle. La base de données couvre l'ensemble des économies de la zone euro ainsi qu'un large ensemble d'autres pays. Comparée à d'autres sources, elle fournit également des informations plus récentes jusqu'en 2018 (cf. l'encadré 1 pour une description détaillée de la base de données et de notre méthodologie) ⁶⁸.

L'analyse utilise une représentation statique des liens économiques entre secteurs et pays afin d'évaluer les effets économiques sur les différents secteurs des politiques de lutte contre le virus. Les différents secteurs sont

touchés à des degrés divers par les perturbations des chaînes d'approvisionnement et les mesures de confinement. L'intégralité de l'industrie manufacturière, à l'exception des produits alimentaires, boissons et tabac et des produits pharmaceutiques, a été durement touchée par les mesures de confinement prises en réponse à la pandémie. Les répercussions sur l'agriculture et l'aquaculture ont été moins sévères, comme c'est le cas pour certains services pouvant être fournis à distance, tels que les télécommunications (qui pourraient même avoir bénéficié du changement de comportement des agents économiques durant la pandémie). C'est ce dont nous rendons compte dans la section 4 en différenciant soigneusement les chocs de production. À l'inverse, d'autres secteurs, à savoir les transports, le tourisme et l'hébergement, sont supposés être les plus gravement touchés.

Encadré 1

Un outil de travail : les tableaux d'entrées-sorties (TES) inter-pays

Le présent encadré décrit la structure des TES inter-pays et la manière dont différents types de chocs peuvent s'appliquer à ces tableaux. Un TES inter-pays (cf. tableau A) est structuré autour de deux matrices principales : le marché international des biens intermédiaires, Z, et le marché international des biens finaux, Y. Les lignes de Z correspondent aux pays-secteurs producteurs et les colonnes aux pays-secteurs consommateurs. Les colonnes de Y sont des paires de pays et de secteurs de la demande finale (tels que la consommation privée et l'investissement), l'une d'entre elles seulement étant décrite dans l'illustration simplifiée ci-dessous. Y comme Z correspondent à des sous-matrices GXG contenant les liens d'approvisionnement sectoriels bilatéraux entre toutes les paires de pays.

⁶⁸ Les conclusions de nos évaluations empiriques ont été recoupées à l'aide des TES mondiaux de la base de données WIOD (*World Input-Output Database*), autre source pour les liens pays-secteurs qui inclut 45 pays et recouvre 56 secteurs, mais contient des informations obsolètes (les données les plus récentes datent de 2014). La base WIOD est un projet qui couvre les années 2000-2014, financé par la Commission européenne et développé par un consortium d'universités et d'instituts de recherche. La base de données MRIO enrichit la base WIOD de deux points de vue : elle étend les tableaux de façon à inclure des données plus récentes (les plus récentes sont de 2018) ainsi que plusieurs économies asiatiques supplémentaires. Toutefois, elle compte un nombre plus limité de secteurs (35 contre 56 dans la base WIOD), les activités de services étant moins finement définies. La base de données MRIO a été largement utilisée dans la littérature.

Tableau A

Structure d'un TES inter-pays avec G pays et N secteurs

		Produits				Demande finale				Production totale
		1	2	...	G	1	2	...	G	
Consommations intermédiaires	1	Z11	Z12	...	Z1G	Y11	Y12	...	Y1G	X1
	2	Z21		...	Z2G	Y21		...	Y2G	X2

	G	ZG1	ZG2	...	ZGG	YG1	YG2	...	YGG	XG
Valeur ajoutée		VA1	VA2	...	VAG					
Production totale		(X1) [*]	(X2) [*]	...	(XG) [*]					

Note : Z_{ij} est la matrice $N \times N$ des consommations intermédiaires produites dans le pays $i \in \{1, \dots, G\}$ et consommées dans le pays $j \in \{1, \dots, G\}$, VA_i est le vecteur $1 \times N$ de la valeur générée dans le pays $i \in \{1, \dots, G\}$, X_i est le vecteur $N \times 1$ de la production brute du pays $i \in \{1, \dots, G\}$ et Y_{ij} est le vecteur $N \times 1$ des biens et services finaux achevés dans le pays i et absorbés dans le pays $j \in \{1, \dots, G\}$.

Les TES inter-pays permettent d'obtenir un certain nombre de statistiques descriptives agrégées et plus granulaires. C'est ce qu'illustrent les exemples ci-dessous. Soient $z_{ijst}, y_{ijs}, x_{is}, va_{is}$ les éléments des matrices respectives, où $s, t \in \{1, \dots, N\}$ représentent, respectivement, le secteur exportateur et le secteur importateur. La valeur ajoutée sectorielle pour le pays 1 est ensuite calculée pour chaque secteur comme la différence entre la production totale et la consommation intermédiaire,

$$(1) \quad va_{1\sigma} = x_{1\sigma} - \sum_{i=1}^G \sum_{s=1}^N z_{i1s\sigma} = \sum_{j=1}^G \sum_{t=1}^N z_{1jt\sigma} + \sum_{j=1}^G y_{1j\sigma} - \sum_{i=1}^G \sum_{s=1}^N z_{i1s\sigma} \quad \forall \sigma \in \{1, \dots, N\}.$$

Les exportations sectorielles du pays 1 sont égales à la différence entre la production sectorielle totale et la production sectorielle consommée sur le marché domestique des biens intermédiaires et finaux,

$$(2) \quad exp_{1\sigma} = \sum_{j=1}^G \sum_{t=1}^N z_{1jt\sigma} + \sum_{j=1}^G y_{1j\sigma} - \sum_{t=1}^N z_{11t\sigma} - y_{11\sigma} \quad \forall \sigma \in \{1, \dots, N\} \quad \forall \sigma \in \{1, \dots, N\},$$

tandis que les importations sectorielles sont égales au total des consommations intermédiaires plus la demande finale produite par le secteur moins la consommation intermédiaire et finale résultant de la production sectorielle domestique,

$$(3) \quad imp_{1\sigma} = \sum_{i=1}^G \sum_{t=1}^N z_{i1t\sigma} + \sum_{i=1}^G y_{i1\sigma} - \sum_{t=1}^N z_{11t\sigma} - y_{11\sigma} \quad \forall \sigma \in \{1, \dots, N\}.$$

La somme entre les secteurs des équations (1), (2) et (3) aboutit, respectivement, au PIB, à la valeur totale des exportations et à la valeur totale des importations du pays 1.

Nous appliquons des chocs d'offre sectoriels aux lignes et des chocs de demande aux colonnes. Les chocs sont calibrés sur la base d'analyses internes et externes des répercussions des mesures d'endiguement prises par les pays ⁶⁹. Dans le tableau A, les matrices touchées par un choc de production dans un seul pays sont représentées par une ligne continue rouge, un choc de demande intermédiaire par une ligne pointillée verte et un choc de demande finale par une ligne pointillée bleue. Selon le scénario, il peut s'agir d'un choc (s) affectant un seul pays ou plusieurs pays et modélisant des perturbations dans la production ou des chocs de demande finale. Le TES inter-pays ($Z^* Y^*$) incluant le choc de production est obtenu en multipliant les lignes des matrices

⁶⁹ Ces évaluations examinent les effets des mesures budgétaires et monétaires sur l'activité des secteurs et sur le PIB des pays. Par conséquent, si nous n'évaluons pas explicitement les effets de mesures prises par les autorités publiques, nous prenons cependant indirectement en compte leurs effets dans le calibrage du choc.

affectées par le vecteur de choc $N \times 1$ \mathbf{s} ($Z_{ij}^* = Z_{ij} \otimes s1'$, où \otimes correspond au produit de Hadamard) et le TES inter-pays incluant le choc de demande est obtenu en multipliant les colonnes des matrices affectées par le vecteur de choc transposé ($Z_{ij}^* = Z_{ij} \otimes 1s'$). L'impact de chaque choc sur l'activité et le commerce extérieur de la zone euro correspond à la différence entre les valeurs obtenues avec le TES inter-pays antérieur au choc et le tableau postérieur au choc ⁷⁰. Dans un second temps, on applique les chocs indirects pour modéliser l'ajustement de la chaîne d'approvisionnement au choc intervenu dans un premier temps. Leur calibrage est une fonction du choc initial, de la structure du TES mondial et de l'hypothèse concernant l'élasticité de la production par rapport aux biens intermédiaires, qui est examinée plus loin. Le mécanisme économique est expliqué à la section 3.

Cette approche appelle cependant une réserve, qui concerne le traitement des intersections de vecteurs de choc. Prenons, par exemple, un choc survenant isolément dans l'économie c et qui touche tous les secteurs différemment. Le lien $Z_{cc}(1,2)$, c'est-à-dire les consommations intermédiaires du secteur 1 du pays c au secteur 2 du pays c, pourrait être réduit soit par le choc de production dans le secteur 1 soit par le choc de demande intermédiaire dans le secteur 2. Dans ces situations, nous prenons comme hypothèse que l'équilibre est déterminé par l'offre, ce qui signifie que les chocs de production sont les déclencheurs initiaux et ne prennent pas en compte les nouvelles retombées sur l'activité du secteur 1 dues à une baisse de la demande intermédiaire provenant du secteur 2 ⁷¹.

Dans notre approche, nous prenons comme importante hypothèse simplificatrice que le choc de production dans une paire pays-secteur entraîne un choc de demande intermédiaire équivalent et inversement. Notre hypothèse de stricte proportionnalité revient à supposer que le taux de reproduction de base (r_0) est égal à l'unité et qu'il est constant au fil du temps ; par conséquent, chaque choc supplémentaire aura toujours un effet similaire sur l'économie ⁷². Il s'agit néanmoins d'une simplification : en effet, dans ce contexte de réalité en évolution rapide, la dynamique de propagation d'un choc via le commerce extérieur est similaire à la dynamique de propagation d'un virus et le taux de contagion dans le processus d'« épidémie » économique augmente rapidement au cours des premiers stades lorsque peu de secteurs et d'économies sont infectés. À très court terme, l'impossibilité soudaine de fournir des composantes clés et des services primordiaux peut paralyser des chaînes entières de production, mais la contagion s'atténue progressivement au fur et à mesure qu'un nombre de plus en plus élevé d'économies sont touchées.

⁷⁰ Les valeurs des statistiques économiques antérieures et postérieures au choc ont été obtenues à l'aide d'ICIO, un outil incorporé dans Stata ; cf. Belotti (F.), Borin (A.) et Mancini (M.), « *icio: Economic Analysis with Inter-Country Input-Output Tables in Stata* », *Policy Research Working Paper* n° 9156, Banque mondiale, Washington DC, février 2020.

⁷¹ Par conséquent, le choc de production n'est pas exactement égal au choc sur la valeur ajoutée ; d'après nos calculs, l'ampleur des écarts est de l'ordre de deux décimales. De plus, cela concerne les effets de contagion sectoriels sur le marché domestique alors que l'article traite plus particulièrement de la transmission internationale des chocs idiosyncratiques, qui n'est pas affectée.

⁷² Dans le scénario extrême, lorsqu'aucune substitution n'est possible entre les différentes consommations intermédiaires, sources ou destinations finales dans le processus de production, la chaîne d'approvisionnement est déjà intégralement perturbée par le premier choc ; dans une situation de ce type, r_0 se reproduit à l'infini mais tombe ensuite rapidement à zéro à l'occasion d'un choc ultérieur.

Dans notre cadre, tant que l'ampleur relative des innovations sectorielles est préservée, les effets finaux d'un choc donné sont proportionnels au choc d'origine.

En raison de la linéarité de notre modèle, les effets des chocs sur les variables macroéconomiques peuvent être augmentés ou réduits si la distribution sectorielle (dans le cas d'un choc affectant un seul pays) ou la distribution relative inter-pays (dans le cas d'un choc affectant plusieurs pays) demeure inchangée. Ainsi, nos évaluations peuvent être adaptées afin d'analyser les effets de trajectoires plus modérées ou plus sévères que la pandémie est susceptible de prendre. Les chocs sectoriels sont représentés sous forme de pourcentages du choc le plus important. Par conséquent, le secteur qui enregistre la plus forte contraction de sa production prend la valeur de 100 et les chocs dans d'autres secteurs sont indexés sur cette valeur. Nous calibrons les chocs sur la base des informations sectorielles disponibles concernant les effets des mesures de lutte contre la pandémie ainsi que des analyses d'experts réalisées en interne ou en externe. Par exemple, le choc affectant l'activité agrégée pondérée de chaque pays est fixé comme étant égal à la contraction du PIB prévue dans l'exercice global de projections macroéconomiques de juin 2020 (BMPE).

Les analyses reposent sur quelques hypothèses clés et comportent certaines limites, par exemple :

- elles excluent les effets prix des politiques mises en œuvre ;
- elles ne fournissent aucune information sur les conséquences des mesures de politique monétaire significatives ni sur l'interaction avec ces politiques, bien que les effets des politiques budgétaire et monétaire influent indirectement sur les exercices dans la mesure où ils modifient les prévisions relatives aux évolutions de la production agrégée en 2020 ;
- en outre, comme elles sont statiques, les évaluations ne prennent pas en compte les changements permanents susceptibles d'intervenir dans la structure des économies sous l'effet de relocalisations ou d'une diversification des processus de production essentiels ainsi que de changements dans le mode de vie, dans le temps alloué aux différentes activités, dans les préférences en matière de consommation et dans les besoins quotidiens.

Les éventuels effets de réorientation des échanges commerciaux ne sont pas pris en compte car ils sont susceptibles d'apparaître avec un décalage et notre analyse porte sur 2020. L'hypothèse de non-substituabilité de l'offre et de la demande (une baisse des exportations d'un pays ne sera pas remplacée par les exportations d'autres pays) sur l'ensemble des origines et des destinations est forte ⁷³, reflétant l'idée que, comme dans le cas des virus, l'immunisation contre les chocs perturbant les chaînes de valeur mondiales (CVM) prend du temps. Elle peut impliquer, par exemple, de lancer de nouvelles lignes de production ou de rediriger la demande

⁷³ Il s'agit d'une hypothèse raisonnable à court et moyen terme pour certains services hautement spécialisés et pour le secteur manufacturier, pour lesquels il est difficile de trouver d'autres fournisseurs de pièces et composants spécifiques, en particulier en période de choc mondial.

vers d'autres fournisseurs, ce qui peut se révéler être un substitut imparfait en raison d'une capacité d'offre limitée ou d'autres facteurs.

3 Canaux de transmission

Dans la littérature relative aux CVM, plusieurs contributions montrent que les réseaux de production propagent des chocs idiosyncratiques et peuvent être une source de fluctuations agrégées ⁷⁴. Dans cette section, nous examinons les différents canaux qui interviennent lorsque cela se produit et la façon dont les chocs apparaissent dans un pays-des secteurs et se propagent au reste du monde, phénomène accentué par les échanges extérieurs.

Les chocs sur la production nationale appliqués aux TES inter-pays se transmettent aux partenaires commerciaux en amont et en aval et, en amont et en aval de la chaîne aux partenaires des partenaires commerciaux via les canaux des exportations et des importations. Intuitivement, en interrompant la production nationale, les mesures de confinement sont de nature à entraîner des pénuries de biens intermédiaires produits au niveau national qui entrent dans les processus de production étrangers via les partenaires commerciaux (on parle de canal des exportations). Ces pénuries génèrent des chocs d'offre négatifs pour les entreprises situées en aval de la chaîne. Dans le même temps, elles réduisent la demande de biens intermédiaires étrangers entrant dans les processus de production nationaux (on parle de canal des importations). Les fermetures d'entreprises se traduisent également par un choc de demande négatif pour les entreprises situées en amont dans le processus de production par rapport aux entreprises fermées initialement. Dans la mesure où les biens intermédiaires ne sont pas substituables, l'intégralité de la ligne de production étrangère est affectée et, par conséquent, les achats de biens intermédiaires auprès de n'importe quel autre pays sont réduits à due proportion. Via le canal des exportations, les chocs d'offre initiaux se propagent encore en aval de la chaîne. De même, la diminution de la demande d'importations de biens intermédiaires étrangers a un effet négatif non seulement sur leur production dans les économies partenaires, mais aussi dans d'autres pays qui fournissent des intrants pour les mêmes processus. Le canal des importations a ainsi un effet indirect sur toutes les entreprises situées en amont. Outre les liens biens intermédiaires-production, les mesures de confinement réduisent également les exportations de produits finaux, restreignant donc les occasions de consommer et générant potentiellement une épargne supplémentaire non souhaitée et temporaire.

Les chocs affectant la demande finale dans les TES inter-pays se transmettent seulement en amont de la chaîne de valeur et ont donc un effet direct plus limité sur les pays étrangers. Les chocs de demande négatifs ont un effet direct

⁷⁴ Cf. Acemoglu (D.), Akcigit (U.) et Kerr (W.), « *Networks and the Macroeconomy: An Empirical Exploration* », NBER Macroeconomics Annual 2015, vol. 30, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, juin 2016, p. 273-335, Acemoglu (D.), Carvalho (V.M.), Ozdaglar (A.) et Tahbaz-Salehi (A.), « *The Network Origins of Aggregate Fluctuations* », *Econometrica*, vol. 80, n° 5, septembre 2012, p. 1977-2016 et Gabaix (X.), « *The Granular Origins of Aggregate Fluctuations* », *Econometrica*, vol. 79, n° 3, mai 2011, p. 733-772.

négligé sur les importations, entraînant une diminution de la production dans d'autres pays, à moins que les entreprises les remplacent par des exportations vers d'autres destinations ; cela donne ensuite lieu à une baisse de leur demande de biens intermédiaires. Ce processus peut être réitéré plusieurs fois en amont de la chaîne de valeur. Toutefois, nous ne modélisons que les deux premières étapes, la diminution des importations et de la production étrangère et le choc affectant la demande de biens intermédiaires étrangers. Cela permet de prendre en compte le délai nécessaire à l'ajustement de la production, mais c'est également dû au fait que l'ampleur des effets indirects se réduit à chaque itération.

Afin d'illustrer le mécanisme de transmission, considérons les fermetures de commerces et, plus précisément, examinons le cas d'un bar ayant l'obligation de fermer. Intuitivement, si nous supposons que la production dans la restauration et les spectacles diminue de 10 % et que ces services représentent 10 % du PIB, ces mesures auront un effet direct négatif sur le PIB de 1 %. Toutefois, le bar va réduire ses achats de bière, ce qui aura des répercussions sur les recettes des producteurs de bière, égales à leur part dans les coûts totaux des bars. Si on fait l'hypothèse que cette part est de 20 %, alors une contraction supplémentaire de 0,2 % du PIB en découlera. Si l'on regarde plus en amont du processus de production de la bière, lorsque les ventes de bière diminuent, les producteurs réduisent leurs commandes et leurs achats de houblon d'un montant proportionnel à la part du houblon dans les coûts totaux. Si cet ingrédient représente 25 % des coûts de production de la bière, un pourcentage supplémentaire de 0,05 % est amputé du PIB. L'effet global sur le PIB du pays est égal à - 1,25 % si la chaîne de production est entièrement nationale, tandis que l'effet négatif est mutualisé au niveau international si des entreprises étrangères font partie de la chaîne d'approvisionnement. Notre analyse des effets de contagion s'arrête au houblon, bien qu'elle intègre tous les liens économiques que le bar et les producteurs de bière entretiennent avec d'autres secteurs et économies.

4 Répercussions à l'échelle de la zone euro des mesures visant à contenir la pandémie dans les cinq principales économies de la zone

La COVID-19 ayant migré de la Chine vers la zone euro avant de se propager au reste de l'Occident, les premières mesures d'endiguement hors de Chine ont donc été mises en œuvre en Europe ⁷⁵. En utilisant les canaux de

⁷⁵ La COVID-19 a d'abord concerné la Chine avant de migrer vers l'Europe et de se propager à l'échelle mondiale pour devenir une véritable pandémie. Le présent article étudie ses effets dans la zone euro, s'intéressant notamment à la période où la contagion s'est propagée principalement en Europe. Toutefois, depuis que des mesures de lutte contre la pandémie ont été adoptées dans le monde entier, des analyses supplémentaires ont été réalisées pour quantifier leur incidence sur l'économie de la zone euro. Nous montrons que la zone euro enregistrerait une contraction de 2 % de son PIB pour une diminution de 9,7 % de la demande agrégée, pondérée du PIB, dans le reste du monde. Les effets directs sur les économies de la zone euro découlent d'une diminution des exportations de produits finaux vers le reste du monde. La production dans la zone euro s'ajuste à la baisse des exportations et la demande de biens intermédiaires de la part des producteurs de la zone euro, dans la région comme à l'extérieur, se contracte également. Par conséquent, le véritable mécanisme de transmission via la chaîne d'approvisionnement se déclenche à un deuxième stade et contribue pour un quart environ à la propagation du choc de demande étrangère dans la zone euro (0,5 point de pourcentage).

transmission expliqués précédemment, nous évaluons les effets de contagion liés au confinement, aux fermetures temporaires, aux restrictions de déplacement et aux autres mesures d'endiguement adoptées par les cinq principales économies de la zone euro (Allemagne, France, Italie, Espagne et Pays-Bas) depuis début mars 2020.

La répartition sectorielle des chocs sur la production reflète les effets différenciés anticipés des mesures d'endiguement selon les secteurs.

La répartition par grandes catégories NACE ⁷⁶ est présentée dans le tableau 1. Comme on pouvait s'y attendre, le commerce, les transports, l'hôtellerie et la restauration figurent parmi les secteurs les plus touchés quel que soit le pays, tandis que pour d'autres secteurs, notamment le secteur manufacturier, on observe des différences significatives. Les chocs initiaux sur le PIB agrégé affectant les cinq principales économies de la zone euro en 2020 sont conformes aux projections établies pour les économies de la zone euro dans l'exercice global de projection macroéconomique de l'Eurosystème (BMPE) de juin 2020 ⁷⁷. Toutefois, comme indiqué précédemment, l'ampleur globale du choc n'a pas d'incidence sur le calcul de la transmission du choc dans ce cadre, les résultats pouvant être généralisés.

Tableau 1

Calibrage du choc : indices des chocs sur la production par secteur dus aux mesures d'endiguement par grands secteurs d'activité

Secteur	Allemagne	France	Italie	Espagne	Pays-Bas
Agriculture	25,0	6,2	25,0	15,0	25,0
Industrie (hors secteur manufacturier et construction)	75,0	9,9	75,0	15,0	75,0
Secteur manufacturier	75,0	35,8	75,0	31,3	75,0
Construction	75,0	100,0	75,0	73,1	75,0
Commerce de détail, transports, hôtellerie et restauration	100,0	64,2	100,0	98,5	100,0
Services du secteur privé	47,5	22,1	25,0	41,5	51,6
Administrations publiques	25,0	18,5	25,0	-3,0	25,0
Arts, spectacles, loisirs et autres activités	75,0	70,4	75,0	100,0	75,0

Source : Calculs des services de la BCE.

Notes : Le choc lié aux mesures d'endiguement fait l'objet d'un indice de 100 dans le secteur le plus sévèrement touché, les chocs des autres secteurs étant représentés en pourcentage de ce choc. Les services du secteur privé recouvrent plusieurs activités : information et communication, activités financières et d'assurance, activités immobilières et activités spécialisées, scientifiques, administratives et techniques.

Nous observons une transmission très importante des chocs nationaux dans les cinq principales économies de la zone euro à l'activité agrégée dans le reste de la zone. Les résultats agrégés sont présentés dans le graphique 1. En se fondant sur la structure actuelle des pays de la zone euro et leurs interdépendances,

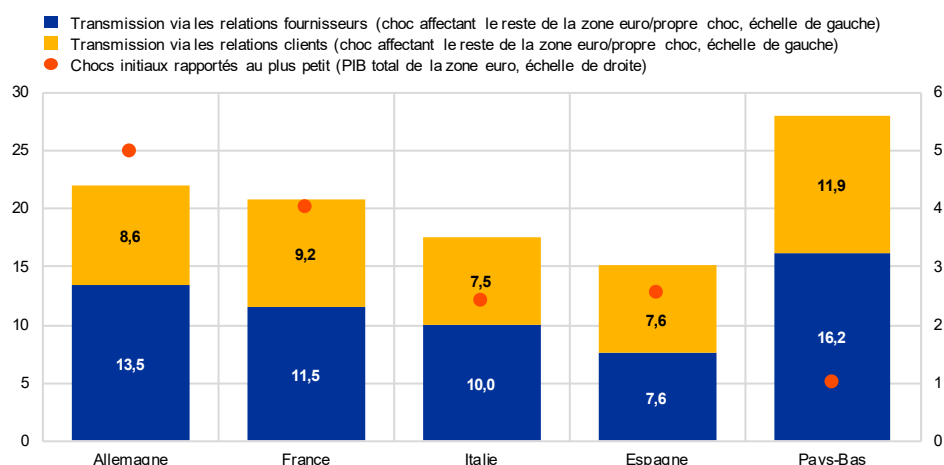
⁷⁶ The « *Statistical classification of economic activities in the European Community* » (établie à partir de la « Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne » de la France).

⁷⁷ Cf. l'encadré intitulé « Différents scénarios relatifs à l'impact de la pandémie de COVID-19 sur l'activité économique dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2020.

nos hypothèses et le calibrage sectoriel défini précédemment, l'effet d'un choc similaire aux mesures de lutte contre la COVID-19 appliqué aux cinq principales économies de la zone euro serait amplifié de 15 % à 28 %. Ce processus se déroule en deux étapes. Premièrement, dans ce scénario, une perte de PIB de 100 euros en Allemagne génère une perte de 13,50 euros dans le reste de la zone euro via les relations fournisseurs (cf. les barres bleues du graphique 1). La perte de production se traduit par une diminution des revenus si le choc initial n'est pas contré par des mesures de politique économique. Le choc de revenu déclenche ensuite un choc de demande identique qui est réparti de façon homogène sur les composantes des dépenses, la production nationale et étrangère, ce qui entraîne une contraction du PIB de la zone euro de 8,60 euros supplémentaires (cf. les barres jaunes du graphique 1). La principale conclusion de cet exercice est que le degré d'interconnexion influence l'amplification des chocs initiaux.

Graphique 1
Transmission des chocs spécifiques à un pays aux cinq économies les plus importantes de la zone euro via les relations fournisseurs et clients

(échelle de gauche : pourcentage ; échelle de droite : multiples)



Sources : WIOD, base de données MRIO de la Banque asiatique de développement, calculs des services de la BCE

Notes : Les chocs sont indexés sur le plus petit choc en termes de PIB de la zone euro (c'est-à-dire les Pays-Bas), qui est défini à 1 ; les autres chocs agrégés sont des multiples de ce choc. Par exemple, le choc initial affectant l'Allemagne prend la valeur de 5 car il a cinq fois plus de poids en termes de PIB de la zone euro.

Le commerce extérieur de la zone euro se contracte plus nettement que l'activité agrégée et les mesures de confinement entraînent des désengagements vis-à-vis des CVM.

L'encadré intitulé « La baisse de l'activité manufacturière et des services dans la zone euro : rôle des chocs extérieurs et domestiques » dans le numéro d'avril du *Bulletin économique* examine le réseau de production régional de la zone euro, en s'attachant à la façon dont il a évolué depuis la crise financière mondiale.

Les chocs induits par la COVID-19 ont généré une détérioration de la position nette des États membres de la zone euro en termes d'échanges extérieurs.

Les exportations nettes se sont contractées dans l'ensemble des cinq grandes économies de la zone euro, contribuant de façon importante à la transmission du choc national initial au PIB. Nous montrons que la détérioration la plus importante

est enregistrée pour les pays les plus ouverts, ceux qui affichent de forts excédents commerciaux, et pour les économies (Pays-Bas et Allemagne) qui sont les plus étroitement liées à celles subissant les chocs. Fondées sur les chiffres mensuels des échanges commerciaux pour avril et mai, les indications partielles relatives aux évolutions du solde commercial de la zone euro au deuxième trimestre 2020 confirment notre conclusion : une détérioration de la position extérieure de la zone euro.

Tableau 2

Pays et secteurs les plus affectés dans la zone euro

Pays touché par le choc	Choc sur la production : pays les plus affectés et effets rapportés à l'effet moyen dans le reste de la zone euro	Choc sur la demande finale : pays les plus affectés et effets rapportés à l'effet moyen dans le reste de la zone euro	Choc sur la production : secteurs les plus affectés et effets rapportés à l'effet moyen dans la zone euro	Choc sur la demande finale : secteurs les plus affectés et effets rapportés à l'effet moyen dans la zone euro
Allemagne	NL (5,5), LU (4,1), BE (3,3)	LU (4,7), NL (3,6), SK (3,2)	Coke, pétrole, carburant (2,8), Fabrication de matériel de transport (2,4), Équipements électriques et optiques (2,2)	Coke, pétrole, carburant (2,4), Produits en bois (1,0), Minerais non métalliques (1,0)
France	BE (3,4), LU (3,3), NL (1,9)	LU (2,9), BE (2,8), NL (1,7)	Construction (3,5), Transport aérien (2,8), Commerce de détail (2,0)	Coke, pétrole, carburant (1,5), Construction (1,1), Produits alimentaires et boissons, tabac (1,1)
Italie	SI (5,0), LU (4,0), MT (3,9)	LU (4,8), MT (3,7), SI (3,0)	Cuir et chaussure (4,3), Textiles (3,7), Activités des ménages en tant qu'employeurs (3,4)	Activités des ménages en tant qu'employeurs (2,7), Coke, pétrole, carburant (1,8), Industries extractives (1,3)
Espagne	PT (4,9), FR (1,8), NL (1,1)	PT (3,4), LU (1,6), IE (1,3)	Hôtellerie et restauration (5,2), Activités des ménages en tant qu'employeurs (4,0), Transport aérien (3,1)	Coke, pétrole, carburant (2,4), Activités des ménages en tant qu'employeurs (2,0), Hôtellerie et restauration (1,9)
Pays-Bas	BE (7,3), IE (6,7), LU (6,5)	BE (3,9), LU (3,5), IE (2,5)	Industries extractives (4,6), Coke, pétrole, carburant (3,7), Commerce de gros (2,8)	Santé humaine et action sociale (1,0), Coke, pétrole, carburant (1,0), Intermédiation financière (0,8)

Source : Calculs des services de la BCE.

Note : Les nombres entre parenthèses représentent les multiples de l'effet moyen, c'est-à-dire dans quelles proportions l'effet sur un pays ou un secteur donné est décuplé par rapport à l'effet moyen sur la zone euro hormis le pays (les pays) affecté(s) par le choc ou à l'effet moyen sur la zone euro (secteurs).

Encadré 2

Le réseau de production régional de la zone euro

La zone euro constitue un exemple unique de réseau de production régional. Les liens entre les CVM dans la région sont le reflet d'un réseau d'approvisionnement complexe comptant plus d'une plaque tournante et recouvrant la production, le transport et les centres financiers. Les biens intermédiaires franchissant plusieurs frontières dans de tels réseaux constituent l'essentiel des

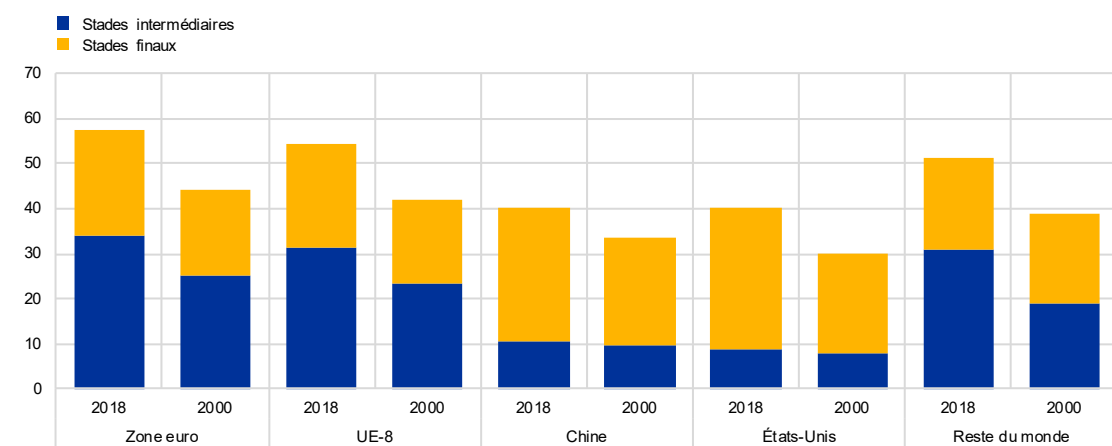
échanges commerciaux de la zone euro, et les perturbations se transmettent à l'ensemble de la région soit parce que les intrants en provenance d'un autre pays de la zone deviennent indisponibles (liens en aval), soit parce que, les entreprises dans le reste de la zone euro réduisant leur production, la demande étrangère de biens intermédiaires domestiques diminue (liens en amont). Dans ce contexte, les chocs d'offre et de demande se combinent et se renforcent mutuellement en se propageant entre les États membres.

Le présent encadré décrit le réseau de production de la zone euro et analyse comment il a évolué, en se concentrant en particulier sur la période qui a suivi la crise financière mondiale. Les échanges commerciaux intra-zone euro liés à des CVM sont comparés aux échanges avec les autres principaux partenaires commerciaux/régions (les huit économies de l'Union européenne n'appartenant pas à la zone euro, la Chine, les États-Unis et le reste du monde). L'analyse utilise une définition affinée des échanges commerciaux liés à des CVM, qui établit une distinction entre les liens superficiels et les liens intenses entre les CVM. En particulier, les échanges commerciaux liés à des CVM sont définis dans la littérature comme la part des exportations et des importations qui franchissent au moins deux frontières (trois économies étant concernées) avant d'atteindre leur destination finale ⁷⁸. Nous les subdivisons ensuite entre échanges commerciaux intenses ou superficiels liés aux CVM. Les premiers correspondent à la part des biens intermédiaires exportés et importés qui entrent dans des stades de production intermédiaires dans le pays importateur-exportateur (barres bleues du graphique A), tandis que les échanges superficiels liés aux CVM interviennent lorsque les biens et services produits dans un réseau mondial sont échangés directement avec le partenaire final qui les absorbe (barres jaunes du graphique A). Cette distinction est essentielle lorsque l'on veut distinguer les échanges commerciaux au sein d'un réseau de production des échanges liés aux CVM avec d'autres réseaux de production.

Graphique A

Exportations liées aux CVM par principal partenaire commercial/région de la zone euro

(en pourcentage des exportations bilatérales totales)



Sources : WIOD, base de données MRIO de la Banque asiatique de développement, calculs des services de la BCE.

Notes : La somme des barres bleues et des barres jaunes représente les exportations liées aux CVM, c'est-à-dire la part des exportations totales qui franchissent au moins trois frontières avant d'atteindre leur destination finale. Le graphique ventile les échanges commerciaux totaux liés à des CVM entre les liens superficiels entre CVM, qui correspondent à la part qui parvient à l'économie transformatrice finale (barres jaunes), et les exportations avec des liens intenses entre CVM, qui correspondent aux biens intermédiaires transformés puis réexportés en vue d'autres transformations (barres bleues).

⁷⁸ Borin (A.) et Mancini (M.), « *Measuring What Matters in Global Value Chains and Value-Added Trade* », *World Bank Policy Research Working Paper*, n° 8804, World Development Report 2020, 4 avril 2019.

Le réseau de production européen demeure le moteur de l'activité agrégée dans la zone euro. En 2018, trois quarts des biens intermédiaires exportés par les pays de la zone euro au sein de l'Union européenne étaient destinés à être de nouveau transformés puis réexportés ; les deux tiers avaient pour destination un autre pays membre de la zone euro. La part des échanges commerciaux liés aux CVM pour les biens intermédiaires exportés aux stades intermédiaires de la production (dans le total des échanges commerciaux intra-zone euro) est trois fois plus importante que celle avec la Chine (33 % contre 11 %, cf. les barres bleues du graphique A) et quatre fois supérieure à celle avec les États-Unis (8%). De fait, l'essentiel des échanges commerciaux liés aux CVM avec d'autres régions interviennent aux stades finaux de la production, c'est-à-dire qu'ils concernent des biens intermédiaires directement intégrés dans les produits finis (cf. les barres jaunes du graphique A).

Les chaînes d'approvisionnement dans la zone euro ont continué de se développer dans un contexte de diminution de la part des CVM dans le total des exportations mondiales avant même la crise financière mondiale. Même si le ralentissement du commerce mondial n'a pas épargné les échanges commerciaux de la zone euro, celle-ci a en fait renforcé sa position de leader dans les CVM par rapport à d'autres régions après la crise financière mondiale. Plus de la moitié des exportations totales est constituée par une production transformée en traversant plusieurs frontières, soit une part nettement plus importante qu'en Chine ou aux États-Unis (30 % environ dans ces deux pays).

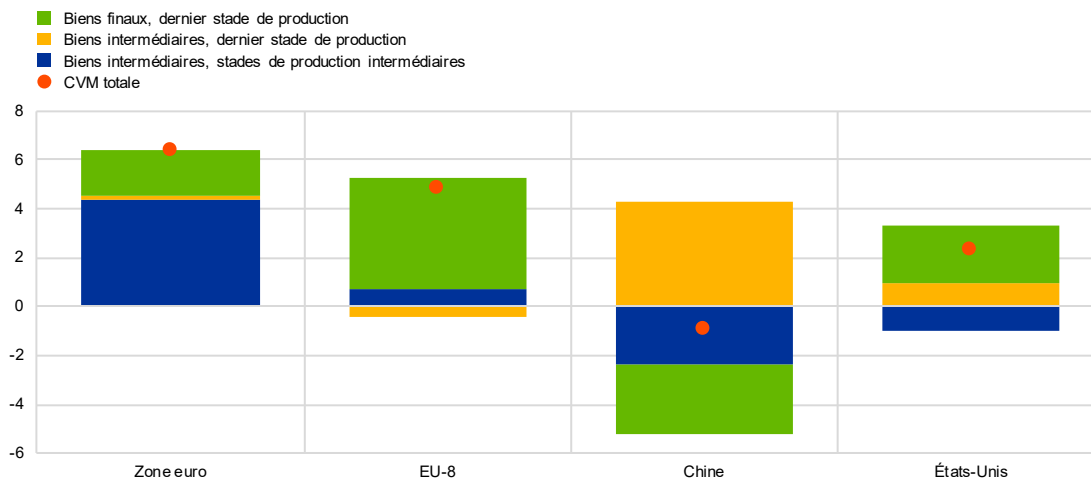
Depuis la crise financière mondiale, la zone euro a réorganisé son réseau de production interne, renforçant encore son cœur régional et étendant son influence sur le reste de l'UE ⁷⁹. Le graphique B présente une ventilation de la variation des exportations liées aux CVM observée entre 2008 et 2018 au sein de la zone euro et avec ses principaux partenaires commerciaux étrangers (les États-Unis, la Chine et les économies de l'UE n'appartenant pas à la zone euro), en mettant en évidence les exportations superficielles liées aux CVM (barres vertes et barres jaunes) et les exportations intenses liées aux CVM (barres bleues). Du point de vue de la zone euro, le raccourcissement des chaînes de valeur au niveau mondial a été contrebalancé par la poursuite de l'intégration au sein du réseau régional dans la zone et avec le reste de l'UE (6 points de pourcentage et près de 5 points de pourcentage, respectivement, cf. les points rouges dans le graphique B). Ces progrès contrastent avec le recul observé avec la Chine et le ralentissement significatif avec les États-Unis. De plus, le cœur des chaînes d'approvisionnement de la zone euro s'est encore renforcé (barres bleues dans le graphique B), tandis que les échanges liés aux CVM avec d'autres régions ont principalement concerné des liens superficiels (en vert ou en jaune).

⁷⁹ Le reste de l'UE se compose de la Bulgarie, la République tchèque, le Danemark, la Croatie, la Hongrie, la Pologne, la Roumanie et la Suède.

Graphique B

Variation des exportations de la zone euro liées aux CVM, liens superficiels et intenses (2018-2008)

(en pourcentage des exportations bilatérales totales)



Sources : WIOD, base de données MRIO de la Banque asiatique de développement, calculs des services de la BCE.

Notes : Le graphique présente une ventilation de la variation totale des exportations liées aux CVM (c'est-à-dire la part des échanges commerciaux qui franchissent au moins trois frontières avant d'atteindre la destination finale, points rouges) entre 2008 et 2018 entre trois composantes principales : la part qui est constituée par les biens intermédiaires intégrés dans la production finie (en jaune), la part des exportations dans les biens finaux qui ont été produits dans une chaîne d'approvisionnement (en vert) et la part des biens intermédiaires transformés par l'importateur puis réexportés en vue d'autres transformations (en bleu).

L'intégration au sein de la zone euro est concentrée autour de quelques économies (l'Allemagne et les Pays-Bas en particulier). En se fondant sur les flux bilatéraux de biens intermédiaires franchissant au moins deux frontières, les cinq principales économies de la zone euro sont essentiellement intégrées avec les Pays-Bas, qui font office de point de livraison et de point d'arrivée de la zone euro pour les exportations et les importations en provenance du reste du monde. L'Allemagne constitue la plaque tournante pour le secteur manufacturier mais l'Italie semble également avoir une position plus centrale que la France et l'Espagne. Les autres membres de l'Union européenne partagent une matrice dense d'échanges commerciaux bilatéraux liés aux CVM avec la zone euro, en particulier avec l'Allemagne, l'Autriche et l'Italie.

L'élargissement de la zone euro vers l'Est de l'Europe et les améliorations dans les pays en difficulté expliquent le succès de ces chaînes d'approvisionnement régionales après la crise financière mondiale. Notre analyse montre qu'en dépit de conditions mondiales moins favorables, de la montée des mesures protectionnistes et d'une reconfiguration de la mondialisation dans d'autres régions, les réseaux d'approvisionnement dans la zone euro ont été dopés par une plus grande intégration des nouveaux membres (la Lituanie, la Slovaquie et l'Estonie) dans le cœur de la zone ⁸⁰. Ces pays ont non seulement renforcé leur position dans le réseau régional à la fois comme origine et comme destination pour les pièces et composants, mais certains d'entre eux ont attiré une part croissante de la production en provenance d'autres régions (les États-Unis et la Chine), qu'ils ont intégrée dans leurs processus ⁸¹. Une contribution significative a également été apportée par des pays tels que l'Espagne, le Portugal et la Grèce, qui ont amélioré leur

⁸⁰ Pour la Lettonie, les données empiriques sont plus faibles ; l'importance du pays en tant que producteur de biens intermédiaires s'est accrue mais il n'a pas attiré davantage d'exportations liées aux CVM au sein de ses frontières.

⁸¹ L'intégration de la zone euro avec les États-Unis est restée globalement stable après la crise financière mondiale. Toutefois, les données agrégées masquent le recul de l'Allemagne en tant que destination, qui a été compensé par une augmentation des échanges commerciaux de pièces et composants en provenance des États-Unis et à destination des nouveaux États membres.

participation aux CVM régionales par rapport aux valeurs observées avant la crise financière mondiale ⁸².

Depuis 2008, les importations de biens intermédiaires en provenance du reste du monde qui font l'objet d'une nouvelle transformation dans la zone euro se sont sensiblement accrues, d'autres économies émergentes ayant renforcé leur position en termes de participation aux CVM ⁸³. Même s'il est trop tôt pour tirer une conclusion, le rôle du groupe hétérogène de pays composant le « reste du monde », qui regroupe des exportateurs de produits de base ainsi que le Vietnam, la Turquie et les Philippines, s'accroît de manière régulière en termes de participation aux CVM. En se plaçant dans une perspective mondiale, ces éléments peuvent être interprétés de manière plus positive, à savoir que les CVM peuvent ne pas être en train de s'effondrer mais plutôt d'évoluer pour s'adapter à un ensemble d'acteurs diversifié, conduisant à un réseau de production mondial moins concentré.

5 Conclusion

Le présent article analyse comment les chocs domestiques défavorables générés par les mesures d'endiguement sont transmis et amplifiés au sein de la zone euro. Les interconnexions internationales entre les pays et les secteurs ainsi que le degré d'ouverture déterminent la vigueur de la propagation des chocs par le biais du commerce extérieur, mais notre analyse a montré que les effets amplificateurs et les canaux de transmission varient en fonction du type de choc.

Les chocs se propagent fortement dans la zone euro parce que la région constitue l'exemple typique d'un réseau de production régional dans lequel les liens relatifs à la demande finale sont également très importants. La transmission au reste de la zone euro d'un choc prenant naissance dans l'un des cinq principaux États membres est comprise entre 15 % et 28 % lorsque les canaux de l'offre et de la demande sont pris en compte. Une réponse commune ou

⁸² L'intégration des CVM de la zone euro avec d'autres régions reste superficielle. 60 % des exportations vers la Chine et les États-Unis se composent d'une production domestique à des fins d'absorption finale directe ; ce chiffre est à comparer avec seulement 40 % dans le cas de la production domestique exportée par un État membre directement vers un autre État membre de la zone euro qui l'absorbe. De même, près de 50 % des biens intermédiaires exportés vers l'Asie et l'Amérique sont directement livrés à la destination finale, qui s'occupe seulement de leur transformation en biens finaux et les absorbe au niveau domestique. Lorsque des biens intermédiaires originaires de la zone euro sont ensuite échangés par des entreprises asiatiques et américaines, ils sont principalement réexportés au sein de la région. Cf. également Li (X.), Meng (B.) et Wang(Z.), « *Recent patterns of global production and GVC participation* », *Global Value Chain Development Report 2019: Technological Innovation, Supply Chain Trade, and Workers in a Globalized World*, World Trade Organization, 13 avril 2017, p. 9-43.

⁸³ L'expansion des chaînes d'approvisionnement intra-zone euro n'a pas entraîné de désengagement par rapport à son intégration commerciale avec le reste du monde. Même si elles ont été freinées initialement, les exportations et les importations avec le reste du monde ont progressé à un rythme comparable à celui de l'activité mondiale à la suite de la crise financière mondiale. L'intégration commerciale avec la Chine s'est engagée sur une nouvelle voie, dans la mesure où la demande pour la production de la zone euro a augmenté de manière régulière, faisant de la Chine une destination de premier plan pour la production des entreprises européennes. En effet, le contenu en production domestique des exportations de la zone euro vers la Chine a augmenté après la crise financière mondiale ; les biens intermédiaires, les pièces et les composants livrés ailleurs ont cependant enregistré un recul. Une interprétation possible de ces données est que les entreprises de la zone euro sont passées progressivement à une production locale, c'est-à-dire que les échanges commerciaux ont été remplacés par des investissements directs étrangers. Pour autant, le contenu en importations de la zone euro de la production chinoise n'a pas diminué, mais est demeuré stable.

coordonnée par le biais de mesures budgétaires ciblées peut contribuer à prévenir ces effets amplificateurs. De plus, ces effets doivent être pris en compte lors de l'évaluation de l'impact sur le PIB en volume et l'inflation et lors de la prise de décision sur la réponse de politique monétaire appropriée.

La structure en chaîne complexe du modèle de production peut être améliorée.

La coopération internationale pourrait être renforcée afin d'éviter les pénuries de produits essentiels, tels que les médicaments ou les appareils médicaux, en réduisant la concentration excessive de la production de composants clés dans des usines uniques et en permettant une plus grande diversification géographique. Même si les économies d'échelle continueront de favoriser la concentration de la production, l'équilibre coûts/avantages va au-delà des perspectives purement à court terme et de la commodité économique. Comme l'a souligné la crise de la COVID-19, les considérations non économiques relatives à des situations critiques sont également des facteurs à prendre en compte.

Dans le même temps, les réseaux de production peuvent représenter un filet de sécurité en période de crise pour les entreprises qui y participent.

Durant une crise, les maillons les plus faibles du réseau peuvent être renfloués, faire l'objet d'une fusion ou d'une acquisition et les *holdings* financières des grands groupes peuvent fournir de la liquidité pour éviter des contractions du crédit. Les difficultés de financement peuvent également être atténuées en s'appuyant temporairement sur des conditions de paiement plus favorables de la part des fournisseurs dans le réseau. Enfin, en cas de réductions de la production, les entreprises à l'intérieur de réseau bénéficieront d'un traitement préférentiel par rapport à celles qui n'en font pas partie et seront les dernières à subir des pénuries d'approvisionnements en biens intermédiaires. Toutefois, le filet de sécurité aide principalement à surmonter des problèmes temporaires mais ne protégera pas les entreprises en difficultés sur le moyen terme ; il demeure donc de la responsabilité des gouvernements d'éviter les cicatrices à long terme résultant de la pandémie.

L'analyse a présenté une synthèse des nouvelles tendances s'agissant de la manière dont les individus et les économies vont interagir dans le futur.

La COVID-19 a accéléré des transformations qui étaient déjà en cours. Le travail à distance, les téléconférences, la diminution des réunions organisées en public ou sur le lieu de travail, une réduction de l'utilisation des transports publics, un tourisme plus contrôlé et une diminution des déplacements et des voyages devraient constituer des évolutions majeures pendant une longue période. Dans le même temps, des changements significatifs interviennent dans nos modes de vie et dans la manière dont nous passons notre temps de travail et nos loisirs. Cela devrait avoir des implications durables sur la façon dont nos économies et leurs systèmes de production sont structurés.

3 Les stabilisateurs budgétaires automatiques dans la zone euro et la crise de la COVID-19

Othman Bouabdallah, Cristina Checherita-Westphal, Maximilian Freier, Carolin Nerlich et Kamila Sławińska

1 Introduction

Dans la zone euro, les autorités ont pris des mesures exceptionnelles pour endiguer les retombées économiques de la pandémie de coronavirus (COVID-19). La BCE s'est engagée à utiliser pleinement le potentiel des outils de politique monétaire dont elle dispose dans le cadre de son mandat. Dans le même temps, les gouvernements de la zone euro ont mis en œuvre des trains de mesures budgétaires de grande ampleur, composés notamment de mesures de relance budgétaire discrétionnaires. À fin mai 2020, les mesures budgétaires discrétionnaires en elles-mêmes représentaient environ 3,25 % du PIB au niveau agrégé de la zone euro ⁸⁴. De plus, les dirigeants au niveau européen se sont mis d'accord sur un grand plan de relance intégré dans le budget de l'UE. Une fois celui-ci mis en œuvre, la taille du budget de l'UE doublera presque, temporairement, atteignant 2 % du PIB environ ⁸⁵.

Outre ces mesures discrétionnaires, les stabilisateurs budgétaires automatiques dans les pays de la zone euro jouent un rôle important pour amortir le choc économique causé par la pandémie. Les stabilisateurs budgétaires automatiques se rapportent aux éléments – intégrés dans les recettes et les dépenses publiques – qui réduisent les fluctuations de l'activité économique sans nécessiter d'actions discrétionnaires de la part des gouvernements. Associés aux mesures discrétionnaires de politique budgétaire, les stabilisateurs budgétaires automatiques sont particulièrement importants dans une union monétaire telle que l'Union économique et monétaire (UEM), dans laquelle – en complément de la politique monétaire commune – des instruments sont nécessaires pour faire face à des chocs idiosyncratiques spécifiques à certains pays. En principe, les stabilisateurs automatiques ont l'avantage de lisser le cycle économique de façon rapide, ciblée et temporaire. De plus, ils ne présentent pas certains des inconvénients des mesures budgétaires discrétionnaires, tels que la nécessité de mesurer le cycle économique ou les délais de mise en œuvre.

Cet article examine les stabilisateurs budgétaires automatiques dans la zone euro et leur capacité à stabiliser l'économie durant la crise de la COVID-19 ⁸⁶. Même si le concept est bien connu en macroéconomie, le terme « stabilisateurs budgétaires automatiques » n'est pas utilisé de manière totalement cohérente dans

⁸⁴ Cf. l'encadré intitulé « [La crise du COVID-19 et ses implications pour les politiques budgétaires](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2020.

⁸⁵ Cf. les [Conclusions de la réunion extraordinaire du Conseil européen](#), Bruxelles, 17-21 juillet 2020.

⁸⁶ Le présent article s'appuie également sur les travaux des banques centrales nationales et de la Banque centrale européenne (BCE) au sein du Groupe de travail sur les finances publiques, un sous-comité du Comité de politique monétaire.

la littérature et peut se rapporter à des concepts légèrement différents, qui sont présentés dans la section 2. Les estimations réalisées par le Système européen de banques centrales (SEBC), telles que présentées dans la section 3, laissent penser que les stabilisateurs budgétaires automatiques sont généralement de grande ampleur mais varient significativement entre les pays de la zone euro. L'encadré 1 montre que cette évaluation est également globalement confirmée par d'autres estimations comparables. Même si les deux sont liés, la taille des stabilisateurs budgétaires automatiques doit être distinguée de leur efficacité en termes d'impact sur la réduction des fluctuations de l'activité économique. Durant la crise de la COVID-19, plusieurs facteurs peuvent avoir limité l'efficacité des stabilisateurs automatiques pour contribuer à la stabilisation macroéconomique (section 4). À cet égard, l'encadré 2 fournit une quantification, fondée sur des modèles, de l'efficacité des stabilisateurs automatiques au niveau de la zone euro dans des conditions normales et dans des conditions similaires à la phase de confinement de la crise de la COVID-19. Globalement, la gravité comme le caractère spécifique de cette crise fournissent une solide justification pour des mesures budgétaires supplémentaires telles qu'elles ont été décidées et mises en œuvre au niveau national et au niveau européen. Dans ce contexte, l'article analyse les propositions visant à mettre en place des instruments budgétaires quasi automatiques susceptibles d'apporter une stabilisation macroéconomique supplémentaire pour la zone euro, de manière rapide, ciblée et temporaire. Dans cet article, la réflexion porte également sur d'importantes considérations d'efficacité au cours du cycle et sur la nécessité de constituer des coussins budgétaires lors des phases de conjoncture économique favorable (section 5). La section 6 présente une conclusion générale.

2 Les stabilisateurs automatiques, composante du solde budgétaire des administrations publiques

Confrontés à un choc récessionniste, les gouvernements peuvent soutenir l'économie de différentes manières. Plus particulièrement, les gouvernements peuvent décider de prendre des mesures budgétaires discrétionnaires. Les mesures discrétionnaires classiques recouvrent des politiques visant à doper la confiance des ménages et des entreprises, ainsi que la consommation et les opportunités d'investissement. Elles peuvent également inclure, entre autres, des baisses des taux d'imposition, des hausses des déductions fiscales, des dispositifs de prime à la casse et un soutien aux programmes d'investissement privés. Les gouvernements peuvent également décider d'accorder des garanties (ou d'autres formes d'engagements conditionnels implicites ou explicites), par exemple d'apporter un soutien en liquidité à l'économie, évitant ainsi de graves perturbations de l'offre ou une contagion via les canaux financiers. De façon moins notable, la plupart des recettes publiques, et une partie des dépenses publiques, s'ajustent également automatiquement au cycle économique et sans action spécifique de la part du gouvernement. De manière encore moins évidente, le gouvernement contribue implicitement à atténuer les répercussions d'un choc macroéconomique négatif en maintenant une grande partie de ses dépenses au niveau prévu dans le budget et en ne les réduisant pas au cours d'une phase de récession.

Les stabilisateurs budgétaires automatiques se rapportent aux éléments intégrés dans le budget public qui permettent de réduire les fluctuations de l'activité économique sans nécessiter d'actions discrétionnaires.

Les éléments du budget de l'État qui réagissent au cycle économique constituent la première source de stabilisation automatique. Nous ferons référence à ces composantes du solde budgétaire en tant qu'éléments conjoncturels des stabilisateurs budgétaires automatiques. La deuxième source se trouve dans les composantes non conjoncturelles du solde budgétaire (principalement sous la forme de dépenses publiques), qui se caractérisent par une inertie relativement forte et peuvent également être considérées comme contribuant à la stabilisation automatique. Nous ferons référence à ces composantes du solde budgétaire en tant qu'éléments implicites non conjoncturels des stabilisateurs budgétaires automatiques ⁸⁷. Même si cet article se concentrera sur les chocs récessionnistes – tels que celui constitué par la crise de la COVID-19 – les stabilisateurs budgétaires automatiques opèrent en principe dans les deux sens. Ils amortissent l'impact macroéconomique d'un choc à la baisse (par exemple une récession) et également d'un choc à la hausse (par exemple une surchauffe). Ces deux sources de stabilisation automatique sont examinées plus en détails ci-après.

- **Premièrement, les éléments de stabilisation budgétaire automatique dans le solde budgétaire des administrations publiques sont des postes budgétaires sensibles au cycle.** Il s'agit de postes qui suivent étroitement leurs assiettes macroéconomiques – la variable macroéconomique qui détermine les recettes et les dépenses publiques, par exemple, le nombre de chômeurs dans le cas des indemnités de chômage – et réagissent immédiatement à un choc. Du côté des recettes, la baisse des impôts et des cotisations sociales, parallèlement à l'augmentation des transferts aux ménages, est la source de stabilisation automatique que la plupart des économistes auront en tête. Toutefois, cette baisse des recettes peut être ventilée en deux éléments : a) la baisse proportionnelle des recettes par rapport au PIB dans la mesure où les impôts et les cotisations sociales des ménages et des entreprises diminuent en phase avec leurs revenus – cela peut réduire les fluctuations économiques, en comparaison par exemple avec un scénario contrefactuel avec un impôt par capitation ou forfaitaire ⁸⁸ ; et b) la progressivité du régime fiscal implique généralement une diminution des recettes supérieure à la baisse du PIB, par exemple parce que les ménages se retrouvent dans une tranche d'imposition plus basse dans le système d'impôts sur le revenu. On considère que la progressivité de l'impôt exerce un effet stabilisateur significatif sur la demande dans le cas d'un choc négatif sur le revenu, les impôts sur le revenu jouant un rôle important pour réduire la volatilité du revenu

⁸⁷ Dans la littérature, on parle souvent à leur propos de taille des administrations publiques ou d'inertie des dépenses publiques.

⁸⁸ Un impôt par capitation correspond à une somme fixe prélevée sur un individu, un ménage ou une autre entité imposable.

disponible ⁸⁹. Du côté des dépenses, les indemnités de chômage représentent le stabilisateur automatique le plus pertinent de ce type ⁹⁰.

- **Deuxièmement, le solde budgétaire favorise également une stabilisation automatique par le biais des postes non conjoncturels, en particulier du côté des dépenses.** En général, les gouvernements ne réduisent pas significativement leur niveau de dépenses (en millions d'euros) en période de ralentissement économique temporaire. Cette inertie des dépenses publiques contribue à stabiliser la production totale en période de récession dans la mesure où l'essentiel de ces dépenses déjà approuvées – telles que les salaires, les transferts ou la consommation intermédiaire – ne réagit pas à la baisse de la production. Dans le scénario contrefactuel, les administrations publiques réduiraient leurs dépenses pour maintenir leur solde budgétaire inchangé face au ralentissement économique, ce qui n'exercerait pas d'effet stabilisateur. La taille des administrations publiques est par conséquent souvent considérée comme une approximation de la taille des stabilisateurs budgétaires automatiques dans un pays. Il convient de noter que la taille des administrations publiques contribue également à freiner la surchauffe d'une économie, dans la mesure où les dépenses publiques prévues dans le budget ne sont pas augmentées immédiatement lors d'une phase de reprise économique. Les études montrent qu'il existe une relation négative entre la taille des administrations publiques et la volatilité du cycle d'activité pour les économies de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) ⁹¹.

Une illustration de ces éléments stabilisateurs dans le solde budgétaire des administrations publiques est présentée dans le graphique 1.

Les gouvernements apportent un soutien budgétaire à l'économie, dont rend globalement compte, *ex post*, la variation du solde budgétaire des administrations publiques en part du PIB. Ce soutien budgétaire total par le biais du budget peut être décomposé en deux catégories principales : les composantes discrétionnaires et conjoncturelles du solde budgétaire (barres vertes et barres bleues,

⁸⁹ Le degré de progressivité de l'impôt sur le revenu se révèle associé négativement à la volatilité de la production dans un échantillon de pays de l'OCDE. L'effet s'ajoute au rôle stabilisateur de la taille d'une administration publique. Cf. Rieth (M.), Checherita-Westphal (C.) et Attinasi (M.), « *Personal income tax progressivity and output volatility: Evidence from OECD countries* », *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économie*, vol. 49, n° 3, Wiley, Hoboken, 2016, p. 968-996.

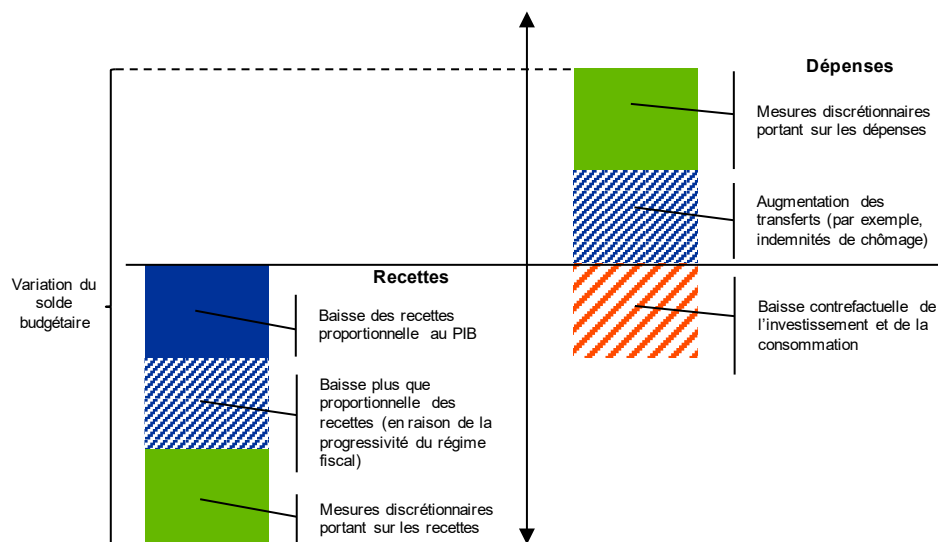
⁹⁰ Selon certains auteurs, les dépenses sociales liées à l'âge et à la santé réagissent également au cycle de manière stabilisatrice. Cela s'explique, par exemple, par le fait que la propension des travailleurs âgés à s'inscrire dans des dispositifs de retraite anticipée augmente lors d'un ralentissement conjoncturel. Cf. Darby (J.) et Melitz (J.), « *Social Spending and Automatic Stabilizers in the OECD* » *Economic Policy*, vol. 23, n° 56, Oxford University Press, 2008, p. 715-756.

⁹¹ Cf., par exemple, Gali (J.), « *Government size and macroeconomic stability* », *European Economic Review*, vol. 38, n° 1, 1994, p. 117-132, et Fatás (A.) et Mihov (I.), « *Government size and automatic stabilizers: international and intranational evidence* », *Journal of International Economics*, vol. 55, n° 1, Fontainebleau, 2001, p. 3-28.

respectivement)⁹². Les éléments non conjoncturels des stabilisateurs budgétaires automatiques – qui agissent comme des stabilisateurs vis-à-vis d'une baisse contrefactuelle de l'investissement et de la consommation publics – ne font pas partie de la variation du solde budgétaire (barre rouge).

Graphique 1

Éléments de stabilisation budgétaire dans le solde budgétaire des administrations publiques en réaction à un choc macroéconomique négatif



Source : Illustration des auteurs.

Notes : La somme des barres vertes reflète les mesures budgétaires discrétionnaires. La somme des barres bleues reflète les éléments conjoncturels des stabilisateurs budgétaires automatiques. La barre rouge correspond à un scénario contrefactuel dans lequel les administrations publiques réduisent l'investissement et la consommation en période de ralentissement économique. La taille des barres est indicative.

Les stabilisateurs budgétaires automatiques sont considérés comme particulièrement efficaces pour amortir les chocs spécifiques à chaque pays.

Comme démontré durant la crise de la COVID-19, les mesures budgétaires discrétionnaires permettent d'apporter un soutien rapide en période de crise, contribuant à stabiliser les anticipations. Toutefois, les mesures discrétionnaires – en particulier celles ayant l'impact à long terme positif le plus important (comme l'investissement public productif) – ne peuvent être mises en œuvre qu'avec des délais. De plus, il peut être difficile pour les gouvernements d'inverser les hausses des dépenses une fois que la crise s'est atténuée. Les stabilisateurs budgétaires automatiques présentent l'avantage de fournir un soutien budgétaire a) quand le ralentissement intervient et sans délai (il s'agit de l'aspect « rapidité ») ; b) aux

⁹² Plus précisément, la part discrétionnaire de la variation du solde budgétaire est reflétée par le solde primaire corrigé du cycle (ou structurel) ou orientation budgétaire, qui se compose des mesures budgétaires discrétionnaires et de plusieurs facteurs non liés à la politique budgétaire. La composante conjoncturelle du solde budgétaire rend compte des variations du solde budgétaire associées au cycle d'activité. Outre la composante discrétionnaire et conjoncturelle du solde budgétaire, une autre composante (en partie exogène au budget) correspond à la variation des paiements d'intérêts, qui représente un flux financier entre les administrations publiques et les autres secteurs domestiques ou extérieurs de l'économie. Cf. Van Riet (A) (ed.), « *Euro area fiscal policies and the crisis* », *Occasional Paper Series*, n° 109, BCE, Francfort-sur-le-Main, avril 2010.

entités qui en ont le plus besoin (l'aspect « ciblé ») ; et c) seulement aussi longtemps que nécessaire (l'aspect « temporaire »).

Même si les stabilisateurs budgétaires automatiques présentent des avantages en termes de stabilisation macroéconomique, ils peuvent également engendrer des coûts en termes d'efficacité économique. Comme décrit précédemment, des stabilisateurs budgétaires automatiques importants sont associés à des recettes et des dépenses publiques élevées en part du PIB et à un régime fiscal progressif. Comme cela a été souligné par la littérature, dans la mesure où les impôts introduisent généralement des distorsions au niveau des décisions économiques, des administrations publiques de taille très importante peuvent constituer un frein à la croissance (potentielle), en particulier lorsque cela s'accompagne de ratios de dette publique élevés. Lors de l'évaluation des effets de la structure fiscale sur la volatilité de la production, des éléments montrent que pour des ratios élevés d'impôt total rapporté au PIB, de nouvelles hausses de la fiscalité peuvent être économiquement déstabilisantes⁹³. De plus, les stabilisateurs automatiques peuvent amortir les chocs temporaires, tandis que leur efficacité est limitée lorsqu'il s'agit de chocs persistants ou permanents⁹⁴. Dans ces cas-là, ils peuvent entraîner une hausse de la dette publique et induire des risques pour la soutenabilité budgétaire. D'autres types de mesures et de politiques, notamment des réformes structurelles (y compris sur le plan budgétaire) sont nécessaires pour faire face à ces chocs à long terme ou permanents.

3 Estimation de la taille des stabilisateurs budgétaires automatiques dans les pays de la zone euro

Pour estimer la taille des stabilisateurs automatiques, une approche microéconomique, macroéconomique ou statistique peut être utilisée⁹⁵.

L'approche microéconomique estime dans quelle mesure un choc sur le revenu marchand des ménages se traduit par une variation du revenu disponible, en utilisant des micro-données relatives au système d'imposition et de prestations. La méthode macroéconomique prend en outre en compte les effets de rétroaction et les réactions comportementales des agents économiques – elle permet de quantifier l'impact stabilisateur de la politique budgétaire sur le revenu total. Enfin, l'approche

⁹³ S'agissant de l'impact sur la croissance, plusieurs études de l'OCDE, entre autres, montrent que des administrations publiques trop importantes – qu'il s'agisse de la fiscalité ou des dépenses – ont tendance à freiner la croissance, sauf si elles fonctionnent de manière très efficace. Cf., par exemple, Johansson (Å.), « *Public Finance, Economic Growth and Inequality: A Survey of the Evidence* », *OECD Economics Department Working Papers*, n° 1346, Éditions de l'OCDE, Paris, 2016. Outre l'impact sur la croissance, certaines études fournissent des exemples d'effets non linéaires exercés par la taille des administrations publiques sur la volatilité de la production, à savoir que les effets de stabilisation macroéconomique des administrations publiques diminuent, ou même disparaissent, lorsqu'elles sont de taille très importante. Cf., par exemple, Crespo Cuaresma (J.), Reitschuler (G.) et Silgoner (M.), « *On the effectiveness and limits of fiscal stabilizers* », *Applied Economics*, vol. 43, n° 9, 2009, p. 1079-1086.

⁹⁴ Cf. également l'analyse dans 't Veld (J.), Larch (M.) et Vandeweyer (M.), « *Automatic Fiscal Stabilisers: What they are and what they do* », *European Economy – Economic Papers 2008-2015*, n° 452, Commission européenne, Bruxelles, 2012.

⁹⁵ Cf. Mohl (P.), Mourre (G.) et Stovicek (K.), « *Automatic fiscal stabilisers in the EU: size and effectiveness* », *European Economy Economic Briefs, Brief n° 045*, Commission européenne, Bruxelles, mai 2019.

statistique évalue l'effet de stabilisation automatique d'un solde budgétaire en termes de variations de l'activité économique. Elle examine non seulement les propriétés stabilisatrices liées à la taille des administrations publiques – mesurée par le ratio des dépenses publiques – mais également les impôts directs payés par les ménages, la fiscalité indirecte et les transferts. Cette dernière approche, qui prend en compte la composante conjoncturelle du solde budgétaire (en pourcentage du PIB), est la plus largement utilisée dans le cadre de la surveillance budgétaire institutionnelle.

Cette section se concentre sur l'analyse statistique et estime par conséquent la taille des stabilisateurs budgétaires automatiques comme étant la part du solde budgétaire qui s'ajuste automatiquement au cycle économique ⁹⁶.

L'analyse statistique peut prendre en compte les deux éléments des stabilisateurs automatiques analysés à la section 2. Lorsque les élasticité des recettes et des dépenses conjoncturelles à l'écart de production sont utilisées, les stabilisateurs budgétaires automatiques sont estimés comme des variations des postes budgétaires sensibles au cycle ⁹⁷. Si l'accent est par contre mis sur les élasticité des recettes et des dépenses en pourcentage du PIB (le concept de semi-élasticité ⁹⁸), l'analyse statistique fournit une estimation de la taille des stabilisateurs budgétaires automatiques, en se concentrant principalement sur l'effet stabilisateur des dépenses publiques inertes et, dans une moindre mesure, sur les autres composantes d'un solde budgétaire. Celles-ci réagissent de manière non proportionnelle au cycle économique, la progressivité de l'impôt sur le revenu, par exemple, induit une hausse des recettes fiscales plus rapide que celle du PIB.

La méthode du SEBC pour estimer la composante conjoncturelle utilise la notion de semi-élasticité pour évaluer la réaction du ratio solde budgétaire/PIB aux conditions conjoncturelles ⁹⁹. Dans cette approche, la semi-élasticité budgétaire est mesurée comme la différence entre les semi-élasticité des composantes des recettes et des dépenses. Les semi-élasticité des catégories budgétaires pertinentes sont estimées en examinant à la fois une réponse de la catégorie budgétaire à son assiette macroéconomique et une réaction de l'assiette à l'écart de production ¹⁰⁰. L'incorporation de la réponse décalée d'un budget aux chocs macroéconomiques constitue l'une des principales nouveautés de la méthode

⁹⁶ La réaction automatique d'un solde budgétaire peut être estimée en utilisant deux approches différentes, à savoir l'approche agrégée ou l'approche désagrégée. L'approche agrégée utilise une mesure synthétique d'un cycle économique, c'est-à-dire l'écart de production, et l'applique à tous les postes du budget. Dans l'approche désagrégée, les profils conjoncturels sont identifiés séparément pour toutes les composantes du solde budgétaire. La méthode agrégée est actuellement utilisée par toutes les grandes institutions internationales, notamment le SEBC, pour estimer la composante conjoncturelle d'un solde budgétaire.

⁹⁷ Les recettes conjoncturelles augmentent en période d'expansion et diminuent lors d'une phase de récession, tandis que la relation inverse est observée pour les dépenses conjoncturelles.

⁹⁸ La semi-élasticité du budget mesure la variation du solde budgétaire, en pourcentage du PIB, pour une variation de 1 % de l'écart de production.

⁹⁹ Bouabdallah (O.), Morris (R.) et Reiss (L.) (eds.) (à paraître), « *Gauging the typical influence of the economic cycle on government finances: New (Eurosystem) methodology* » *Working Paper Series*, BCE, Francfort-sur-le-Main.

¹⁰⁰ L'assiette macroéconomique détermine le montant des recettes collectées et des dépenses réalisées par un gouvernement. Par exemple, tous les biens et services soumis à l'impôt comportent une assiette d'imposition. Du fait de la difficulté à mesurer et à prévoir les assiettes exactes, des variables d'approximation sont utilisées comme assiettes macroéconomiques, par exemple, la consommation des ménages est une assiette approximative pour les recettes de TVA.

du SEBC. La collecte potentiellement décalée des recettes et les réactions potentiellement décalées des assiettes macroéconomiques au cycle, c'est-à-dire une réaction décalée des salaires au cycle économique, entraînent non seulement une variation simultanée du solde budgétaire en réaction au cycle économique mais contribuent également à de nouveaux ajustements les années suivantes.

Selon les estimations du SEBC, la taille cumulée standardisée du stabilisateur automatique s'établit à 0,48 dans la zone euro, mais il existe une forte hétérogénéité entre les différents pays de la zone (cf. graphique 2) ^{101,102}.

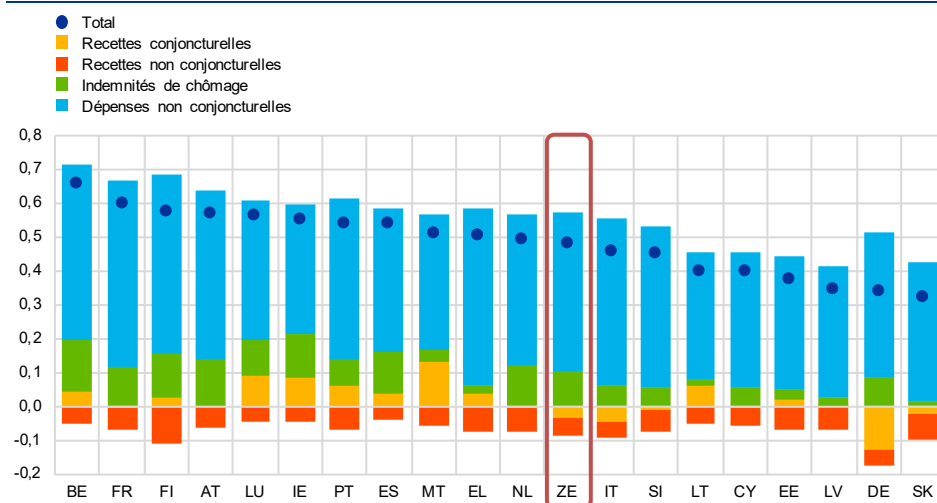
En général, pour l'ensemble des pays, l'essentiel de la stabilisation automatique est apporté par les dépenses non conjoncturelles, c'est-à-dire reflétant l'inertie des dépenses. La stabilisation apportée est plus importante dans les pays d'Europe de l'Ouest tels que la Belgique ou la France, tandis qu'elle est nettement plus faible dans les pays d'Europe centrale et orientale, par exemple en Slovaquie ou en Lettonie. La taille plus importante des stabilisateurs budgétaires automatiques dans les pays d'Europe de l'Ouest et, dans une certaine mesure, d'Europe du Sud résulte de trois facteurs principaux : a) la taille plus importante des administrations publiques ; b) un système de sécurité sociale plus généreux ; et c) une fiscalité directe plus progressive. La générosité des indemnités de chômage explique en partie les différences observées d'un pays à l'autre s'agissant de la contribution de cette dépense à la semi-élasticité globale, qui est marginale dans les pays d'Europe centrale et orientale et la plus élevée dans le cas de la Belgique. La progressivité des régimes fiscaux et la cyclicité des cotisations de sécurité sociale constituent d'autres aspects des stabilisateurs budgétaires automatiques. Par exemple, même si la progressivité des régimes fiscaux est comparable d'un pays à l'autre, les propriétés stabilisatrices de l'impôt sur le revenu pourraient continuer de différer en raison de l'existence de négociations salariales collectives susceptibles d'accroître la rigidité des salaires. La stabilité relative des salaires et de l'emploi, ainsi qu'une tendance des ménages à lisser leur consommation tout au long du cycle d'activité, peuvent expliquer en partie l'impact négatif des recettes conjoncturelles dans certains pays tels que l'Allemagne ou l'Italie.

¹⁰¹ En général, la taille des stabilisateurs automatiques est estimée comme une semi-élasticité multipliée par un écart de production. Par conséquent, leur taille est proportionnelle à l'ampleur d'un écart de production. Afin d'améliorer la comparabilité des résultats, il est supposé qu'un écart de production est égal à 1 % du PIB potentiel dans tous les pays de la zone euro.

¹⁰² Pour simplifier l'analyse et garantir la comparabilité des résultats, nous utilisons la taille cumulée des stabilisateurs automatiques dans le présent article.

Graphique 2

La taille des stabilisateurs budgétaires automatiques dans les pays de la zone euro



Source : SEBC

Notes : La taille des stabilisateurs automatiques est estimée comme une semi-élasticité multipliée par un écart de production standardisé égal à 1 % du PIB potentiel. Du fait que la méthode du SEBC intègre la réponse décalée d'un budget aux chocs macroéconomiques et l'effet décalé de la collecte des impôts, les stabilisateurs automatiques présentés sont exprimés en données cumulées sur trois ans (T - T+2). La moyenne de la zone euro est calculée à titre indicatif comme une moyenne pondérée des différentes semi-élasticités pour tous les pays de la zone euro en utilisant le PIB nominal en 2019.

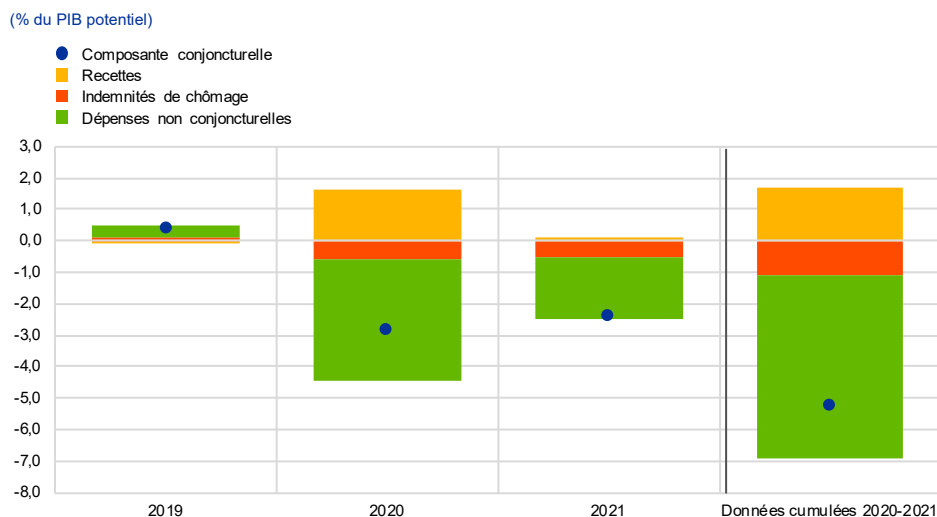
La taille des stabilisateurs budgétaires automatiques durant la crise de la COVID-19 devrait être importante dans la zone euro en raison de l'ampleur significative du choc.

Selon les prévisions, les stabilisateurs automatiques devraient représenter un tiers environ de l'important déficit budgétaire en 2020, à savoir 2,8 % sur un déficit égal à 8,5 % du PIB. Ce chiffre atteint 5,2 % du PIB en données cumulées sur la période 2020-2021 (cf. graphique 3) ¹⁰³. La taille des stabilisateurs budgétaires automatiques est imputable pour l'essentiel à l'inertie des dépenses publiques non conjoncturelles, tandis que les recettes réduisent son impact global. Cela s'explique en partie par le fait que l'élasticité inférieure à l'unité des cotisations de sécurité sociale à la production dans la plupart des pays de la zone euro fait plus que compenser l'effet de stabilisation de la progressivité de l'impôt sur le revenu.

¹⁰³ Dans la littérature, la variation annuelle de la composante cyclique est également utilisée comme approximation de la taille des stabilisateurs automatiques. Cf., par exemple, l'examen et l'évaluation des programmes de stabilité et de convergence menés par la Commission européenne.

Graphique 3

La taille attendue des stabilisateurs budgétaires automatiques dans la zone euro durant la crise de la COVID-19



Source : Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2020.
Note : La méthode du SEBC pour estimer les semi-élasticités intègre la réponse décalée d'un budget aux chocs macroéconomiques et l'effet décalé de la collecte de l'impôt. Par conséquent, l'écart de production prévu ne peut être déduit à partir des valeurs présentées dans les graphiques 2 et 3.

À la suite d'une grave récession économique, la précision de la taille estimée des stabilisateurs automatiques doit être soigneusement évaluée.

Premièrement, l'estimation de la composante conjoncturelle s'appuie sur une mesure synthétique du cycle d'activité, c'est-à-dire l'écart de production, qui est entourée d'incertitude, en particulier en temps réel¹⁰⁴. Deuxièmement, la nature du choc initial peut entraîner une réaction différenciée de la part des principales assiettes macroéconomiques utilisées pour les recettes fiscales. Troisièmement, les semi-élasticités étant estimées en se fondant sur les données antérieures, elles reflètent la réaction classique d'un budget des administrations publiques aux fluctuations économiques conjoncturelles. Dans la crise actuelle, la nature inhabituelle du choc initial, son ampleur et ses conséquences pour différentes variables macroéconomiques invitent à la prudence s'agissant de la taille estimée des stabilisateurs automatiques.

Encadré 1

Estimations des stabilisateurs budgétaires automatiques : une comparaison

Carolin Nerlich et Kamila Stawińska

La littérature propose des estimations assez différentes de la taille des stabilisateurs automatiques de la zone euro. Cet encadré compare les estimations établies par le SEBC avec celles d'autres études réalisées au niveau agrégé de la zone euro et pour les différents pays membres. Les résultats sont ensuite mis en perspective à la fois en examinant les estimations des

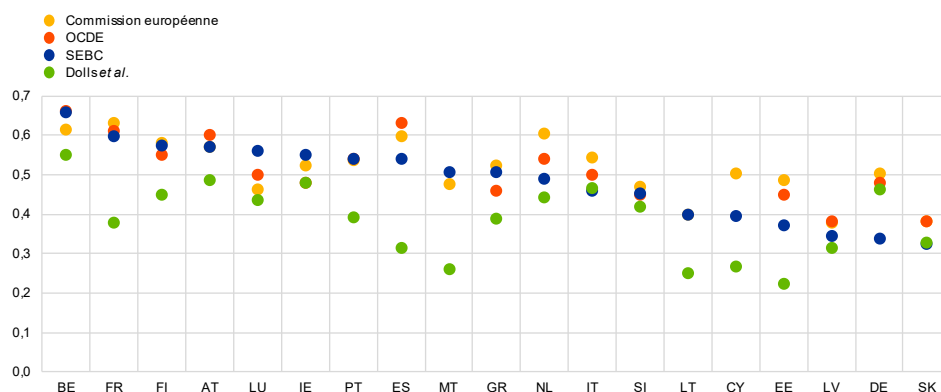
¹⁰⁴ Cf., par exemple, Grigori (F.), Herman (A.), Swiston (A.) et Di Bella (G.), « *Output gap uncertainty and real-time monetary policy* », *Russian Journal of Economics*, vol. 1, n° 4, Moscou, 2015.

stabilisateurs budgétaires automatiques pour les États-Unis et en évoquant rapidement les différences des cadres institutionnels américains.

S'agissant du niveau agrégé de la zone euro, les estimations des stabilisateurs budgétaires automatiques diffèrent d'une étude à l'autre. Cela résulte 1) de différences en matière d'approches du processus d'estimation ; 2) de la source sous-jacente des stabilisateurs budgétaires automatiques, comme analysé dans le chapitre 2 ; et 3) de l'horizon retenu. L'estimation réalisée par la Commission européenne s'élève à 0,56 pour la zone euro ¹⁰⁵, ce qui est plus élevé que les estimations du SEBC et de l'OCDE (0,48 et 0,54, respectivement) ¹⁰⁶. Ces trois institutions utilisent le même concept de mesure, à savoir les semi-élasticités. Néanmoins, les résultats peuvent ne pas être totalement comparables en raison des réactions décalées qui sont intégrées dans la méthode du SEBC. En revanche, les estimations des stabilisateurs automatiques de Dolls *et al.* (qui se fondent sur une approche de microsimulation) sont inférieures ¹⁰⁷. Dans cette étude, la taille des stabilisateurs automatiques est calculée en estimant la réaction du revenu disponible des ménages à un choc de revenu marchand et à un choc de chômage. Concernant la zone euro, les résultats pour le coefficient de stabilisation du revenu sont de 0,38 et 0,42, respectivement.

Graphique A

Taille des stabilisateurs budgétaires automatiques dans les différents pays de la zone euro



Sources : SEBC, Commission européenne, OCDE et Dolls *et al.*

Notes : Le graphique présente la taille des stabilisateurs automatiques en prenant pour hypothèse un écart de production du PIB potentiel de 1 %, selon la méthodologie sous-jacente. Dolls *et al.* font l'hypothèse d'un choc de revenu de 5 % – seuls les résultats relatifs au scénario de choc de revenu sont présentés. Les estimations du SEBC présentées ici incluent l'effet décalé. Dans le graphique, les pays sont classés en fonction de la taille des estimations établies sur la base de la méthode du SEBC.

S'agissant des différents pays de la zone euro, les estimations des stabilisateurs budgétaires automatiques varient largement selon les pays et les études. La taille estimée par le SEBC est comprise entre 0,66 pour la Belgique et environ 0,35 pour la Slovaquie (cf. graphique A). Les estimations de la Commission européenne sont plus élevées que celles du SEBC pour la majorité des pays, en particulier pour l'Allemagne, l'Estonie, Chypre et les Pays-Bas, mais

¹⁰⁵ Cf. Murre (G.), Poissonnier (A.) et Lauegger (M.), « *The Semi-Elasticities Underlying the Cyclically-Adjusted Budget Balance: An Update & Further Analysis* », *European Economy Discussion Papers*, n° 098, Commission européenne, Luxembourg, 2019. L'estimation pour la zone euro est la somme pondérée des estimations par pays.

¹⁰⁶ Cf. Price (R.), Dang (T.) et Guillemette (Y.) « *New Tax and Expenditure Elasticity Estimates for EU Budget Surveillance* », *document de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE*, n° 1174, Éditions de l'OCDE, Paris, 2014. L'agrégat pour la zone euro est calculé comme la moyenne pondérée et corrigée des valeurs manquantes pour Chypre, la Lituanie et Malte.

¹⁰⁷ Cf. Dolls (M.), Fuest (C.), Peichl (A.) et Wittneben (C.), « *Fiscal Consolidation and Automatic Stabilization: New Results* », *CESifo Working Papers*, n° 8021, CESifo, Munich, 2019.

nettement plus basses pour le Luxembourg. De la même façon, les estimations établies par l'OCDE sont supérieures à celles du SEBC, notamment pour l'Allemagne, l'Estonie et l'Espagne.

Les estimations des stabilisateurs budgétaires automatiques sont nettement moins élevées pour les États-Unis que pour les pays de la zone euro. S'agissant des États-Unis, la plupart des estimations indiquent une taille d'environ 0,3 à 0,4 ¹⁰⁸. Le fait que les stabilisateurs automatiques soient plus faibles aux États-Unis résulte notamment de la taille moins importante des administrations publiques, de la structure moins progressive de l'impôt sur le revenu et d'un système de prestations sociales moins généreux. Par conséquent, l'effet de stabilisation du revenu à la suite, par exemple, d'un choc de chômage, est, selon les estimations, nettement plus bas aux États-Unis que dans la zone euro ¹⁰⁹. De plus, les stabilisateurs automatiques pourraient se révéler moins efficaces aux États-Unis en raison des cadres budgétaires stricts (notamment en matière d'exigences d'équilibre budgétaire) en place dans la majorité des États américains ¹¹⁰. De fait, il a été établi que ces règles d'équilibre budgétaire réagissent de manière procyclique, et contrebalancent donc largement l'effet stabilisateur au niveau fédéral ¹¹¹.

4 L'efficacité des stabilisateurs budgétaires automatiques en matière de stabilisation macroéconomique

Les stabilisateurs budgétaires automatiques se traduisent généralement par un amortissement efficace des fluctuations économiques via la stabilisation de la demande agrégée. Le degré d'efficacité de ces stabilisateurs budgétaires automatiques pour stabiliser la demande dépend du comportement des agents économiques. La propension à consommer des ménages joue un rôle important. La question de savoir si et comment les individus ajustent leur consommation aux fluctuations de leur revenu disponible dépend de la proportion de ménages subissant des contraintes de liquidité ou de crédit. Seuls les ménages dont la capacité à emprunter sur le marché est limitée réduisent leurs dépenses à proportion égale en réaction à une baisse de revenu temporaire, tandis qu'un choc de revenu n'affecte pas le comportement de consommation des ménages qui ne subissent pas de contraintes de liquidité.

¹⁰⁸ Les services budgétaires du Congrès américain (*US Congressional Budget Office*) estiment qu'aux États-Unis, le stabilisateur automatique s'élève en moyenne à 0,3 % du PIB potentiel depuis 1970. Cf. Russek (F.) et Kowalewski (K.), « *How CBO Estimates Automatic Stabilizers* », *Working Paper Series*, n° 7, *Congressional Budget Office*, Washington, DC, 2015. Les études menées par Dolls *et al.* obtiennent des résultats similaires en matière de stabilisation des chocs de revenu aux États-Unis. Cf. Dolls (M), Fuest (C.), Kock (J.), Peichl (A.), Wehrhöffer (N.) et Wittneben (C.), « *Automatic stabilizers in the Eurozone: analysis of their effectiveness at the member states and euro area level and in international comparison* », *ZEW Abschlussbericht zu Forschungsvorhaben fe 5/14*, 2014 ; Dolls (M), Fuest (C.), Kock (J.) et Peichl (A.), « *Automatic stabilizers and economic crisis: US vs Europe* », *Journal of Public Economics*, 96, 2012. Contrairement à la plupart des estimations pour les États-Unis, la dernière estimation de l'OCDE (cf. Price *et al.*, *op. cit.*) se distingue car elle fait état d'une révision à la hausse de l'estimation, à 0,5 % du PIB.

¹⁰⁹ Cf. Dolls *et al.*, *op. cit.*

¹¹⁰ Pour une comparaison des cadres budgétaires au niveau infranational, cf. l'article intitulé « *Règles budgétaires dans la zone euro et leçons à tirer d'autres unions monétaires* », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2019.

¹¹¹ Cf. Lee (V.) et Sheiner (L.), « *What are automatic stabilizers?* », *The Hutchins Center Explains Series*, Brookings Institution, Washington, DC, juillet 2019.

Les simulations des modèles pour la zone euro suggèrent que les stabilisateurs budgétaires automatiques amortissent environ 10 % à 30 % d'un choc de PIB standard (cf. encadré 2). Ainsi, au niveau agrégé de la zone euro, un stabilisateur budgétaire automatique de 0,48 signifie qu'entre 10 % et 30 % d'un choc standardisé affectant l'économie est amorti. Les limites de cet éventail d'estimations sont avant tout déterminées par la sélection d'éléments de stabilisation budgétaire automatique qui est incluse dans l'analyse. N'inclure que les éléments conjoncturels réduit nettement le niveau de stabilisation macroéconomique par rapport à une analyse qui inclut également les (importants) éléments non conjoncturels de stabilisation automatique. D'autres incertitudes en matière de modélisation découlent du fait que, par nature, les variables économiques dépendent de l'état de l'économie. Par exemple, la proportion de ménages subissant des contraintes de liquidité n'est pas indépendante de l'état de l'économie et peut s'accroître pendant une crise.

La plupart des estimations de l'effet de lissage de la production exercé par les stabilisateurs budgétaires automatiques dans les économies avancées relèvent du champ présenté dans cet article. Ces estimations dépendent de la source du choc initial (par exemple, demande extérieure ou demande intérieure). En général, dans la plupart des modèles, un choc lié aux exportations est moins riche en recettes fiscales et, par conséquent, moins stabilisé par le budget public. Les stabilisateurs automatiques tendent à absorber bien plus fortement un choc de consommation privée qu'un choc d'investissement privé ou qu'un choc d'exportations ¹¹². Les estimations dépendent également des élasticités budgétaires spécifiques à chaque modèle (réaction des composantes budgétaires aux bases macroéconomiques), des multiplicateurs budgétaires intégrés (réaction de la production à un choc budgétaire) ¹¹³ et surtout de la définition des stabilisateurs budgétaires automatiques utilisée (qui détermine le scénario contrefactuel sans stabilisateurs budgétaires automatiques). D'après la vision conjoncturelle des stabilisateurs budgétaires automatiques, dans laquelle les impôts et les transferts aux ménages jouent le rôle de stabilisateur, le degré de lissage de la production après le choc est compris entre 9 % et 17 % environ. Dans le cadre d'une vision des stabilisateurs budgétaires automatiques liée à la taille des administrations publiques,

¹¹² Cf., par exemple, Tödter (K-H) et Scharnagl (M.), « *How effective are automatic stabilisers? Theory and empirical results for Germany and other OECD countries* », *Discussion Paper Series 1: Economic Studies*, n° 2004, 21, Deutsche Bundesbank. En utilisant le modèle BbKM élaboré par la Deutsche Bundesbank, les auteurs montrent que, pour l'Allemagne, la capacité de lissage est d'au maximum 26 % pour un choc de consommation du secteur privé ; 15 % pour un choc d'investissement ; et 13 % pour un choc d'exportations. Dans le même cadre, en utilisant le modèle QUEST, ils constatent que la capacité de lissage maximale s'élève à 24 %, 13 % et 14 %, respectivement.

¹¹³ S'agissant des multiplicateurs budgétaires (directement pertinents dans le contexte de mesures discrétionnaires), la plupart des estimations fondées sur des modèles relatives à un choc budgétaire temporaire d'un an sans soutien de la politique monétaire fluctuent autour de 1 pour des postes de dépenses tels que la consommation et l'investissement publics et sont nettement plus basses, c'est-à-dire comprises entre 0,2 et 0,4 pour les transferts généraux et les impôts (directs et indirects).

dans l'hypothèse où c'est principalement le côté de la dépense qui joue le rôle de stabilisateur, le degré de lissage de la production est compris entre 25 % et 27 % ¹¹⁴.

La nature du choc économique a des conséquences en matière d'efficacité des stabilisateurs budgétaires automatiques. La phase de contraction de la crise liée à la COVID-19 est non seulement plus rapide et d'ampleur plus prononcée que lors de la Grande crise financière, mais le ralentissement en cours est aussi de nature différente de ce qui a été observé par le passé. Historiquement, les récessions résultent généralement de déséquilibres économiques et financiers. La correction de ces déséquilibres est associée à une baisse de la demande agrégée résultant d'ajustements de prix et de revenus, et de l'incertitude économique. Dans cette situation, une stabilisation du revenu des ménages, en particulier par le biais de la fiscalité et des systèmes de prestations sociales, peut contribuer à soutenir la demande. En revanche, la crise de la COVID-19 constitue largement un choc exogène avec de fortes répercussions non seulement sur la demande, mais aussi sur l'offre dans l'économie. Dans la première phase de la crise, les gouvernements ont introduit des restrictions sévères des activités sociales et économiques en vue de contenir la propagation du virus. Ces restrictions ont posé des contraintes importantes sur le côté offre de l'économie avec, par exemple, les fermetures de frontières, qui ont perturbé les chaînes de valeurs mondiales, les fermetures d'usines, qui ont épuisé les stocks de produits et le confinement qui a pesé sur le commerce de détail. En conséquence, la stabilisation du revenu, soutenue par les stabilisateurs budgétaires et les mesures gouvernementales discrétionnaires, ne s'est pas traduite par une stabilisation de la consommation et de l'investissement dans les mêmes proportions que lors des phases de ralentissement antérieures, mais a plutôt entraîné une hausse temporaire du taux d'épargne du secteur privé. Par exemple, la stabilisation de la consommation des ménages a été temporairement entravée, dans la mesure où même les ménages subissant des contraintes de liquidité ont été obligés de modifier leur comportement et d'accroître leur taux d'épargne. Dans le même temps, les gouvernements de certains pays ont été obligés de suspendre leurs investissements en raison, entre autres, des restrictions de déplacement qui ont été introduites.

Avec la levée du confinement dans la plupart des pays de la zone euro, les stabilisateurs budgétaires automatiques devraient retrouver leur efficacité normale. D'une part, dans la mesure où une grande partie des restrictions liées à l'offre et au confinement ont été levées, les ménages devraient consommer la part de revenu disponible qu'ils ont été contraints d'épargner pendant le confinement. L'investissement privé et public susceptible d'avoir été perturbé durant cette phase devrait également reprendre. D'autre part, même si l'épargne de précaution liée à l'incertitude importante induite par la crise pourrait persister, la présence de

¹¹⁴ Pour la zone euro, deux analyses, qui datent de 2002 et de 2017 et utilisent le modèle QUEST, obtiennent des estimations du lissage de la production de 13 % à 17 % pour la première référence et de 26 à 27 % pour la seconde, concluant ainsi qu'atténuer les fluctuations conjoncturelles via l'inertie des dépenses discrétionnaires dépasse largement l'effet de lissage de l'imposition des revenus. Cf. 't Veld (J.) *et al.*, *op. cit.*, et « *European Commission, Automatic stabilisers in the euro area: A model-based assessment* », *European Economic Forecast Autumn 2017*, p. 65-68.

stabilisateurs budgétaires automatiques (et d'autres mesures gouvernementales de soutien) devrait atténuer ces effets.

Il convient de noter que la crise liée à la COVID-19 pourrait affecter durablement la taille des stabilisateurs budgétaires. Les assiettes fiscales et les profils de dépense peuvent avoir évolué avec la structure de l'économie ou au sein du système de sécurité sociale. Par exemple, la crise liée à la COVID-19 pourrait dans beaucoup de pays agir comme catalyseur d'une accélération de la numérisation, laquelle pourrait se traduire par une modification de la structure de l'emploi dans l'économie. Certaines mesures mises en œuvre par les gouvernements, telles que les dispositifs de chômage partiel, pourraient rester en place après la crise, ce qui pourrait exercer un effet positif durable sur l'efficacité des stabilisateurs budgétaires automatiques en matière de stabilisation de l'économie.

Encadré 2

Simuler l'efficacité des stabilisateurs budgétaires automatiques dans la zone euro

Cristina Checherita-Westphal, Philip Muggenthaler, Georg Müller

Cet encadré évalue, à travers le prisme de modèles macroéconomiques, l'efficacité des stabilisateurs automatiques en matière de lissage de la production. Les simulations sont réalisées avec deux séries de modèles régulièrement utilisées dans le cadre des exercices de prévision de l'Eurosystème, à savoir le nouveau modèle multi-pays (*New Multi-Country Model*, NMCM)¹¹⁵ de la Banque centrale européenne et les variantes analytiques de modèles (*Basic Model Elasticities*, BMEs), une plateforme fondée sur les modèles macroéconomiques des banques centrales nationales. Ces simulations stylisées se concentrent sur les effets de lissage du PIB en volume exercés au niveau de la zone euro par les stabilisateurs économiques estimés dans la section 3. Dans nos simulations, nous tentons également de recréer les caractéristiques de la crise de la COVID-19 liées aux effets des mesures de confinement et qui pourraient réduire l'efficacité des stabilisateurs automatiques.

Cet encadré utilise les semi-élasticités présentées dans la section 3. Cela signifie que, en faisant l'hypothèse d'un choc de PIB négatif standardisé (accroissement de l'écart de production d'1 point de pourcentage à l'année T), le ratio solde budgétaire/PIB de la zone euro devrait, selon les estimations, enregistrer une baisse cumulée de 0,48 point de pourcentage sur une période de trois ans (de T à T+2, cf. graphique 2), dont 0,35 point de pourcentage l'année du choc (T). Nous nous concentrons sur les effets de lissage de la production au moment de l'impact (T), qui sont les plus pertinents en taille étant donné la nature temporaire des stabilisateurs¹¹⁶. S'agissant de l'approche de modélisation, nous concevons des chocs budgétaires sur la base des semi-élasticités mentionnées ci-dessus et de leur ventilation par composante (celles qui exercent un impact direct sur la demande), que nous intégrons ensuite dans les modèles macroéconomiques afin d'en évaluer l'effet sur la production.

En nous appuyant sur la littérature fondée sur des modèles, nous évaluons le degré de stabilisation automatique par rapport aux scénarios de référence « sans stabilisateurs automatiques ».

¹¹⁵ Cf. Dieppe (A.), Gonzalez Pandiella (A.), Hall (S.) et Willman (A.), « *Limited information minimal state variable learning in a medium-scale multi-country model* », *Economic Modelling*, vol. 33, Issue C, Elsevier, Pays-Bas, 2013, p. 808-825.

¹¹⁶ Du côté du revenu, nous tenons également compte, dans la simulation, des effets décalés à partir de T+1 et de T+2.

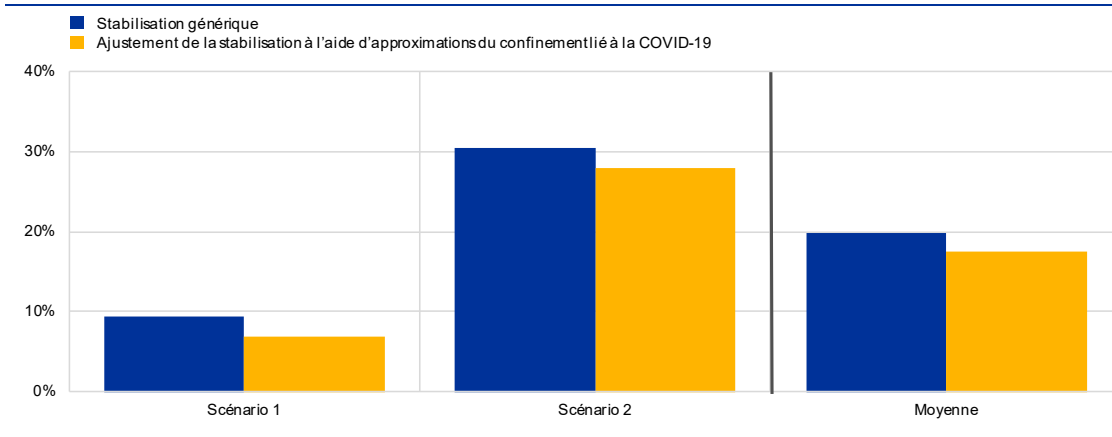
Les résultats de deux scénarios, qui reflètent les deux principaux aspects des stabilisateurs budgétaires automatiques dans la littérature, comme évoqués dans la section 2, et leur moyenne (prise comme l'approximation globale de la stabilisation de la croissance) sont présentés dans le graphique A.

- Le scénario 1 reflète l'aspect contracyclique des stabilisateurs budgétaires automatiques (évolution du solde budgétaire en *niveaux*), en tenant compte des composantes budgétaires qui sont sensibles au cycle, telles que les modifications de la fiscalité et des indemnités de chômage. Dans la conception de ce scénario, nous traduisons les instruments budgétaires en chocs affectant le taux d'imposition des revenus du travail, le taux d'imposition de la consommation et les transferts publics aux ménages ¹¹⁷.
- Le scénario 2 reflète l'inertie des stabilisateurs automatiques s'agissant de la taille des administrations publiques/des dépenses publiques (évolution du solde budgétaire en *ratios par rapport au PIB*). Dans la conception de ce scénario, les chocs sont intégrés comme des modifications de la consommation, de l'investissement et des transferts (autres que les indemnités de chômage) des administrations publiques en fonction de leur part budgétaire respective.

La contribution des stabilisateurs budgétaires automatiques au lissage de la production est calculée comme l'effet sur le PIB en volume dans ces deux scénarios par rapport au choc initial standardisé ¹¹⁸.

Graphique A

Lissage de la production par les stabilisateurs automatiques de la zone euro



Sources : Calculs de la BCE.

Notes : Le degré de lissage de la production est calculé comme l'écart en pourcentage moyen du niveau de PIB pendant la première année dans un scénario incluant une réaction des stabilisateurs automatiques par rapport à l'écart en pourcentage du niveau de PIB dans un scénario sans réaction des stabilisateurs automatiques (contrefactuel). Pour le scénario 1, le scénario contrefactuel sans stabilisation budgétaire est un scénario dans lequel les recettes et les dépenses publiques sont fixées (vision contracyclique des stabilisateurs automatiques). Dans le scénario 2, le scénario contrefactuel est un scénario dans lequel les recettes et les dépenses sont maintenues à un niveau constant dans les ratios par rapport au PIB (inertie des dépenses principalement). Dans aucun des scénarios (standardisés ou avec ajustement à la crise), les effets prix ne se reflètent dans la conception de chocs standardisés avec stabilisateurs automatiques. Les résultats obtenus pour le scénario 1 et le scénario 2 sont les moyennes des modèles de lissage de la production obtenues à partir des BME et des NMCM. Dans les scénarios intégrant des approximations des restrictions liées à la COVID-19, les simulations reflètent la hausse des taux

¹¹⁷ Ajuster les semi-élasticités de la section 3 pour mesurer les élasticités des niveaux de recettes et de dépenses plutôt que les élasticités des ratios par rapport au PIB donne une estimation de la dégradation du solde budgétaire à l'année T de 0,33 point de pourcentage.

¹¹⁸ Ce scénario est globalement équivalent à un autre scénario contrefactuel, dans lequel nous déterminerions le choc budgétaire *ex ante* nécessaire pour compenser l'impact exercé sur le solde budgétaire par les stabilisateurs automatiques, puis nous estimerions l'effet d'un tel choc sur le PIB en volume. La différence relative entre cet impact et le choc initial correspondrait au lissage de la production résultant des stabilisateurs automatiques.

d'épargne en réduisant les propensions à consommer dérivées du modèle. Pour les BME, les simulations de hausse du taux d'épargne ne prennent pas en compte les effets sur l'équilibre général, mais seulement l'effet direct de la baisse de la consommation sur la croissance du PIB en volume.

S'agissant de la crise de la COVID-19, étant donné l'extrême incertitude associée au choc et à ses effets macroéconomiques (offre et demande) et budgétaires, nous utilisons des ajustements à titre d'illustration afin de reproduire les conditions de la crise et d'évaluer l'impact potentiel en matière d'efficacité des stabilisateurs automatiques. Afin d'illustrer l'impact des mesures de confinement sans précédent qui ont résulté de la COVID-19, nous examinons une hausse de l'épargne (forcée comme de précaution), en phase avec les estimations des premiers stades de la crise. Nous évaluons ce scénario alternatif en réduisant la propension à consommer dérivée du modèle, en ligne avec la hausse du taux d'épargne. Par conséquent, les instruments budgétaires qui soutiennent le revenu disponible des ménages exercent un effet moins important sur les profils de consommation. De plus, nous ajustons légèrement le scénario contrefactuel du côté de la dépense, c'est-à-dire de l'investissement public, qui est susceptible d'être très affecté par les mesures de confinement ¹¹⁹. Au total, cela entraîne une contribution moins élevée de la stabilisation budgétaire automatique implicite, comme le montre le graphique A. En moyenne, pour les différents modèles et scénarios, le lissage par les stabilisateurs budgétaires automatiques est revenu d'environ 20 % à 17 % à l'année T. L'effet relatif est plus prononcé dans le scénario 1, dans lequel l'efficacité des stabilisateurs budgétaires automatiques baisse de près de 25 %, étant donné que sont essentiellement examinés les transferts et la fiscalité, qui sont très sensibles à la hausse du taux d'épargne ¹²⁰.

Ces estimations sont entourées d'une incertitude considérable. Premièrement, il existe une incertitude liée au modèle qui implique une incertitude quant au multiplicateur budgétaire. D'une part, la littérature met en évidence une augmentation de la taille des multiplicateurs budgétaires pendant les phases de récession, ainsi que dans un environnement de faiblesse des taux d'intérêt. D'autre part, en particulier dans les pays fortement endettés, les multiplicateurs budgétaires se révèlent moins élevés et l'efficacité des stabilisateurs automatiques peut être réduite par des effets ricardiens et l'anticipation de futurs besoins d'assainissement budgétaire. Deuxièmement, il existe une incertitude quant à la méthode d'ajustement cyclique, comme décrit dans la section 3. Troisièmement, et surtout, les estimations de la taille et de l'efficacité des stabilisateurs automatiques pendant la crise de la COVID-19 sont particulièrement incertaines, compte tenu de la nature inédite de la crise dans la zone euro. De plus, ces exercices fondés sur des modèles reposent sur des approximations de calibrage et ne reflètent que partiellement les éventuels canaux par lesquels il est possible d'influer sur l'efficacité de la stabilisation budgétaire pendant la crise de la COVID-19 (cf. section 4).

¹¹⁹ Cf. les « [Projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, juin 2020](#) » et les comptes sectoriels de la zone euro pour le premier trimestre 2020, qui font état d'une hausse de l'épargne des ménages. Les comptes sectoriels pour le premier trimestre 2020 font également état d'un ralentissement de la croissance de l'investissement des administrations publiques.

¹²⁰ Il convient de noter qu'un choc plus persistant qu'anticipé et aux conséquences plus importantes sur la production potentielle que prévu actuellement réduirait à la fois la taille et l'efficacité des stabilisateurs automatiques.

5 Vers une deuxième génération de stabilisateurs budgétaires automatiques

La crise de la COVID-19 justifie une réévaluation du rôle de la politique budgétaire en période de récession économique sévère. D'une part, la politique monétaire demeure proche de son plancher effectif (*effective lower bound*, ELB), ce qui motiverait un rôle plus important pour la politique budgétaire ¹²¹. D'autre part, les stabilisateurs budgétaires automatiques traditionnels pourraient être trop limités pour contrebalancer le fort ralentissement économique et moins efficaces que dans des circonstances normales. Par ailleurs, les stabilisateurs budgétaires automatiques sont assez hétérogènes d'un pays à l'autre de la zone euro en termes de taille et de composition. Dans le même temps, les mesures de politique économique discrétionnaires pourraient apporter une réponse trop lente pour amortir suffisamment une récession économique de grande ampleur, comme celle subie en raison de la pandémie, et éviter les effets d'hystérèse. Ces considérations ont donné lieu à des propositions visant à renforcer les instruments budgétaires quasi automatiques ¹²².

Les stabilisateurs budgétaires automatiques dits « de deuxième génération » pourraient contribuer à apporter des réponses de politique économique plus rapides, plus ciblées et plus significatives. Contrairement aux stabilisateurs budgétaires automatiques traditionnels, qui découlent majoritairement de la structure et de la taille des recettes et dépenses publiques, les stabilisateurs budgétaires automatiques de deuxième génération – qualifiés également de stabilisateurs budgétaires « asymétriques » ou « quasi automatiques » – sont des outils budgétaires spécialement conçus et mis en œuvre pour fournir une stabilisation macroéconomique. Les stabilisateurs automatiques de deuxième génération agissent comme des programmes qui ne s'activent que lorsque l'économie se retrouve plongée dans une profonde récession et reviennent automatiquement à des niveaux normaux dès lors que des indicateurs spécifiques retrouvent leurs niveaux d'avant la crise. Ils sont automatiques au sens où leur activation est fondée sur des règles plutôt que soumise à une décision gouvernementale. Contrairement aux stabilisateurs automatiques traditionnels, ils sont asymétriques dans la mesure où ils sont activés seulement en cas de récession économique sévère ¹²³.

¹²¹ Par convention, les multiplicateurs budgétaires sont plus élevés lorsque la politique monétaire atteint le plancher. Cf., par exemple, Christiano (L.), Eichenbaum (M.) et Rebelo (S.), « *When is the Government Spending Multiplier Large?* » *Journal of Political Economy*, vol. 119, n° 1, The University of Chicago Press, Chicago, février 2011, p. 78-121, et Coenen (G.) et al., « *Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models* », *IMF Working Paper*, vol. 10, n° 73, Fonds monétaire international, Washington, DC, mars 2010.

¹²² Les stabilisateurs de deuxième génération font l'objet d'une discussion intéressante dans Eichenbaum (M.), « *Rethinking fiscal policy in an era of low interest rates* », mimeo, avril 2019 ; Blanchard (O.) et Summers (L.), « *Automatic stabilisers in a low-rate environment* », *PIIE Policy Brief* 20-2, Peterson Institute of International Economics, Washington, février 2020 ; Boushey (H.), Nunn (R.) et Shambaugh (J.), « *Recession Ready: Fiscal policies to stabilize the American economy* », Brookings Report, Washington, 2019. L'idée de stabilisateurs asymétriques n'est pas complètement nouvelle. Cf. par exemple Baunsgaard (T.) et Symansky (S.), « *Automatic fiscal stabilisers* », *IMF Staff Position, Paper 23*, septembre 2009.

¹²³ Les stabilisateurs budgétaires automatiques traditionnels réduisent les fluctuations économiques dans les deux sens, atténuant également les risques de surchauffe de l'économie.

Deux types de stabilisateurs budgétaires automatiques asymétriques peuvent être identifiés, selon qu'ils opèrent via les dépenses ou via les recettes publiques. Premièrement, sur le volet dépenses, les stabilisateurs budgétaires automatiques asymétriques peuvent contribuer essentiellement à stabiliser les dépenses des ménages, par exemple via un relèvement ou un allongement des allocations chômage individuelles ou des prestations d'aide sociale dès lors qu'un seuil prédéfini est atteint ¹²⁴. Les dispositifs de chômage partiel qui s'activent lors des récessions profondes en sont un exemple notable. Sinon, les stabilisateurs budgétaires automatiques asymétriques peuvent exercer un effet direct via une augmentation des dépenses publiques, par exemple sur les projets d'investissement dans les infrastructures ¹²⁵. Deuxièmement, les stabilisateurs asymétriques qui agissent via le volet recettes peuvent influencer l'échelonnement dans le temps des dépenses de consommation des ménages par le biais d'effets de substitution intertemporels. Des exemples significatifs sont les reports d'impôts ou les crédits d'impôts temporaires, comme une diminution temporaire du taux de TVA pour doper la consommation à court terme ¹²⁶.

La conception des stabilisateurs budgétaires quasi automatiques influence leur efficacité. Des choix décisifs ont trait aux indicateurs économiques et au seuil de déclenchement de l'activation du programme, ainsi qu'à la conception des plans de dépenses ou des réductions d'impôt temporaires. Pour les stabilisateurs asymétriques agissant via le versement d'allocations chômage, Blanchard et Summers suggèrent d'asseoir l'élément déclencheur sur le taux de chômage plutôt que sur les variations de la production, ces dernières pouvant également être influencées par des chocs liés au PIB potentiel ¹²⁷.

S'ils sont bien conçus, les stabilisateurs budgétaires automatiques asymétriques peuvent être un instrument puissant pour amortir efficacement une récession économique sévère. Ils sont potentiellement plus efficaces que les stabilisateurs traditionnels dans la mesure ils sont conçus spécialement pour fournir une stabilisation macroéconomique en période de récession. Bien que les stabilisateurs automatiques asymétriques ne réagissent pas habituellement à des évolutions conjoncturelles normales, ils agissent à bien plus grande échelle une fois activés. De cette façon, ils ne contribuent pas à une nouvelle augmentation permanente de la taille des administrations publiques. À l'aide d'une analyse contrefactuelle stylisée, Blanchard et Summers montrent que les stabilisateurs automatiques asymétriques peuvent parvenir à limiter les effets d'une récession, même si leurs résultats sont dépendants du rôle des mesures discrétionnaires et de

¹²⁴ Par exemple, il a été proposé que les versements forfaitaires aux personnes soient déclenchés automatiquement lorsque la moyenne mobile sur trois mois du taux de chômage augmente au moins de 0,5 point de pourcentage par rapport à son niveau le plus bas au cours des 12 mois précédents. Cf. Sahm (C.), « *Direct stimulus payments to individuals* », in Boushey (H.) *et al.*, *op. cit.*

¹²⁵ Toutefois, Auerbach (2009) a émis des doutes sur l'utilité de projets d'infrastructures « prêts à l'emploi », qui ne seraient mis en œuvre que si l'économie se retrouvait plongée dans une récession. Freiner des investissements publics nécessaires pourrait être sous-optimal pour l'économie. Cf. Auerbach (A.), « *Fiscal Policy* », Conference paper, Peterson Institute of International Economics, octobre 2017.

¹²⁶ Cf. Braungard et Symansky, *op. cit.*

¹²⁷ Cf. Blanchard et Summers, *op. cit.*

la durée de la période de relance automatique ¹²⁸. Le FMI avance que les pays ayant un système de prélèvements et de prestations relativement limité peuvent tirer profit de l'introduction de stabilisateurs budgétaires automatiques asymétriques ¹²⁹.

Cela étant, les stabilisateurs budgétaires automatiques asymétriques ont aussi leurs limites. Il existe au moins trois explications à cela : a) ils pourraient réduire les incitations à entreprendre les nécessaires ajustements de l'économie, notamment dans l'hypothèse où une crise résulte de l'accumulation de déséquilibres économiques et financiers, comme c'était le cas durant la crise financière ; b) en raison de l'asymétrie inhérente à ces instruments, ils ne contribuent pas automatiquement à un assainissement budgétaire en période de conjoncture favorable, lorsque des pays se sont orientés sur une trajectoire de dette élevée pendant la récession – afin d'atténuer les risques pour la soutenabilité, il est important que les pays constituent des coussins budgétaires lorsque la conjoncture est favorable, et c) ces instruments étant conçus pour une action à grande échelle, ils pourraient *de facto* ne pas être à la portée de pays enregistrant des niveaux d'endettement élevés et confrontés à des difficultés d'accès aux marchés financiers.

Jusqu'à une date récente, il n'existait que quelques exemples de stabilisateurs budgétaires automatiques asymétriques dans la pratique. Aux États-Unis, la durée de versement des allocations chômage augmente automatiquement dès lors que le taux de chômage dépasse un certain seuil. De même les prestations sociales en nature, comme les bons alimentaires, augmentent automatiquement dès qu'un seuil est atteint.

Durant la crise de la COVID-19, la plupart des pays de la zone euro se sont appuyés, dans une large mesure, sur des instruments budgétaires discrétionnaires quasi automatiques, qui ressemblent fortement à des stabilisateurs automatiques asymétriques. En particulier, les dispositifs de chômage partiel, de même que les reports d'impôts temporaires et les crédits d'impôts, ont été largement utilisés ¹³⁰. Les dispositifs de chômage partiel prévoient le versement d'une indemnisation, sous la forme de subventions ou de prêts aux entreprises, sous réserve que les entreprises ne licencient pas les travailleurs qui sinon se seraient retrouvés au chômage technique en raison de la crise économique. L'objectif est de limiter les pertes de revenus des ménages et les coûts salariaux des entreprises. Les dispositifs de chômage partiel existaient déjà dans plusieurs pays, notamment en Allemagne, en France et en Belgique, même si une législation a été nécessaire pour leur activation et pour que l'instrument soit intensifié ¹³¹. Le dispositif a été nouvellement mis en place dans plusieurs pays durant la crise de la COVID-19. Les reports d'impôts et les réductions de TVA

¹²⁸ Cf. Blanchard et Summers, *op. cit.*

¹²⁹ Fonds monétaire international, avril 2020.

¹³⁰ Les estimations relatives aux cinq principaux pays de la zone euro indiquent qu'en effet une part importante des salariés est en situation de chômage partiel ou de chômage technique, dans une fourchette comprise entre 45 % du total des salariés en France et 21 % aux Pays-Bas. Cf. les encadrés intitulés « [Les dispositifs de chômage partiel et leurs effets sur les salaires et le revenu disponible](#) », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2020, et « [Une évaluation préliminaire de l'impact de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2020.

¹³¹ Les estimations du SEBC relatives aux stabilisateurs automatiques n'intègrent pas les dispositifs de chômage partiel, sauf en Allemagne.

temporaires ont également été largement utilisés par la plupart des pays de la zone euro.

6 Conclusions

En période normale, les stabilisateurs budgétaires automatiques jouent un rôle important pour la stabilisation macroéconomique dans la zone euro.

Selon les estimations du SEBC, les stabilisateurs budgétaires automatiques sont généralement significatifs dans la zone euro, mais varient considérablement d'un État membre à l'autre. Ils sont particulièrement importants dans certains pays d'Europe occidentale, qui ont généralement des mécanismes de transferts plus généreux et un secteur public plus développé. En période normale, ils semblent suffisants pour amortir entre 10 % et 30 % d'un choc économique.

L'efficacité des stabilisateurs budgétaires automatiques pour amortir la crise économique est moins visible durant la crise de la COVID-19, notamment durant la phase de confinement. En raison de la récession économique de grande ampleur subie par la zone euro, et avec une politique monétaire proche de son plancher effectif, il y a lieu de procéder à une réévaluation du rôle de la politique budgétaire. Les stabilisateurs budgétaires automatiques dits « de deuxième génération » pourraient contribuer à apporter des réponses de politique économique plus rapides, plus ciblées et plus significatives afin de préserver la croissance potentielle et d'éviter les effets d'hystérèse. Durant la crise de la COVID-19, la plupart des pays de la zone euro ont adopté des mesures visant à protéger le PIB potentiel en préservant les structures économiques dont on estime qu'elles seront encore viables après la crise. Plus précisément, les autorités de certains pays ont mis en place des dispositifs de chômage partiel pour maintenir les salariés dans leur emploi et ont proposé un soutien sous forme de liquidité aux entreprises pour leur éviter la faillite.

À plus long terme, il existe des arguments solides pour que des stabilisateurs budgétaires automatiques de deuxième génération efficaces jouent un rôle plus important. L'institutionnalisation des stabilisateurs budgétaires automatiques asymétriques – comme les dispositifs légaux de chômage partiel – pourrait assurer une plus grande stabilité macroéconomique sans faire peser une charge excessive sur le secteur des administrations publiques. Toutefois, ces instruments devront être bien conçus pour garantir que le cadre incitatif soit en place. En outre, afin d'atténuer les risques pour la soutenabilité, il est important que l'ensemble des pays de la zone euro constituent un coussin budgétaire lorsque la conjoncture est favorable.

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 ⁸⁾					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	3,8	2,3	1,9	2,2	6,8	2,6	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,6	3,0	1,3	0,3	6,6	1,8	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2019	2,8	2,2	1,5	0,7	6,1	1,3	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2019 T3	0,7	0,6	0,5	0,0	1,4	0,3	1,9	2,2	1,8	1,8	0,3	2,9	1,0
T4	0,6	0,6	0,0	-1,8	1,3	0,1	1,9	2,1	2,0	1,4	0,5	4,3	1,0
2020 T1	-3,4	-1,3	-2,2	-0,6	-10,0	-3,7	2,1	2,2	2,1	1,7	0,5	5,0	1,1
T2	.	-9,1	-20,4	-7,9	11,5	-11,8	0,9	1,6	0,4	0,6	0,1	2,7	0,2
2020 Mars	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1	1,5	1,5	0,4	4,3	0,7
Avril	-	-	-	-	-	-	0,8	1,6	0,3	0,8	0,1	3,3	0,3
Mai	-	-	-	-	-	-	0,7	1,5	0,1	0,5	0,1	2,4	0,1
Juin	-	-	-	-	-	-	1,1	1,6	0,6	0,6	0,1	2,5	0,3
Juillet	-	-	-	-	-	-	.	.	1,0	1,0	0,3	2,7	0,4
Août ³⁾	-	-	-	-	-	-	-0,2

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

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

	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs)						Importations de marchandises ¹⁾					
	Indice composite des directeurs d'achat					Pour mémoire : zone euro	Indice mondial des directeurs d'achat ²⁾			Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes
	Mondial ²⁾	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine		Secteur manufacturier	Services	Nouvelles commandes à l'exportation			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,9	3,1	7,7
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,3	3,0	5,2
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	0,3	-1,1
2019 T3	51,3	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,6	48,5	1,2	1,6	0,9
T4	51,3	51,9	49,5	49,2	52,6	50,7	51,3	51,3	49,5	-0,8	-2,9	0,6
2020 T1	46,1	47,9	47,4	44,4	42,0	44,2	46,7	45,9	46,0	-2,7	-3,1	-2,4
T2	37,9	37,3	30,5	31,5	52,6	31,3	40,6	36,9	35,0	-10,6	-11,1	-10,2
2020 Mars	41,0	40,9	36,0	36,2	46,7	29,7	46,2	39,2	44,0	-2,7	-3,1	-2,4
Avril	28,7	27,0	13,8	25,8	47,6	13,6	35,1	26,5	28,6	-5,4	-6,2	-4,9
Mai	37,2	37,0	30,0	27,8	54,5	31,9	39,8	36,2	32,9	-8,8	-9,3	-8,5
Juin	47,7	47,9	47,7	40,8	55,7	48,5	47,0	48,0	43,6	-10,6	-11,1	-10,2
Juillet	50,2	50,3	57,0	44,9	54,5	54,9	51,4	49,7	46,3	.	.	.
Août	52,6	54,6	59,1	45,2	55,1	51,9	53,2	52,3	49,5	.	.	.

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)

	Taux à court terme de l'euro (€STR) ²⁾	Zone euro ¹⁾					États-Unis	Japon
		Dépôts à vue (Eonia)	Dépôts à 1 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Euribor)	Dépôts à 6 mois (Euribor)	Dépôts à 12 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Libor)	Dépôts à 3 mois (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2017	-	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020								
Février	-0,54	-0,45	-0,47	-0,41	-0,36	-0,29	1,68	-0,07
Mars	-0,53	-0,45	-0,48	-0,42	-0,36	-0,27	1,10	-0,09
Avril	-0,54	-0,45	-0,43	-0,25	-0,19	-0,11	1,09	-0,01
Mai	-0,54	-0,46	-0,46	-0,27	-0,14	-0,08	0,40	-0,03
Juin	-0,55	-0,46	-0,49	-0,38	-0,22	-0,15	0,31	-0,05
Juillet	-0,55	-0,46	-0,51	-0,44	-0,35	-0,28	0,27	-0,05
Août	-0,55	-0,47	-0,52	-0,48	-0,43	-0,36	0,25	-0,05

Source : Refinitiv et calculs de la BCE.

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

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

2.2 Courbes des rendements

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

	Taux au comptant					Écarts de taux			Taux à terme instantanés			
	Zone euro ^{1), 2)}					Zone euro ^{1), 2)}	États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro ^{1), 2)}			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020												
Février	-0,68	-0,74	-0,79	-0,78	-0,57	0,16	0,13	-0,06	-0,80	-0,85	-0,64	-0,13
Mars	-0,70	-0,69	-0,71	-0,67	-0,41	0,28	0,49	0,22	-0,70	-0,73	-0,48	0,09
Avril	-0,54	-0,61	-0,71	-0,72	-0,46	0,16	0,47	0,16	-0,72	-0,85	-0,51	0,01
Mai	-0,57	-0,60	-0,63	-0,61	-0,36	0,24	0,48	0,14	-0,64	-0,69	-0,42	0,12
Juin	-0,57	-0,64	-0,69	-0,69	-0,45	0,19	0,50	0,14	-0,71	-0,77	-0,52	0,03
Juillet	-0,58	-0,65	-0,71	-0,72	-0,49	0,16	0,42	0,07	-0,73	-0,80	-0,57	-0,04
Août	-0,58	-0,62	-0,66	-0,63	-0,37	0,25	0,58	0,30	-0,68	-0,71	-0,43	0,15

Source : Calculs de la 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 Ltd et des notations fournies par Fitch Ratings.

2.3 Indices boursiers

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

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2017	376,9	3491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2449,1	20209,0
2018	375,5	3386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2746,2	22310,7
2019	373,6	3435,2	731,7	270,8	721,5	324,4	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2915,5	21697,2
2020														
Février	407,1	3734,9	797,3	292,3	734,5	301,0	168,4	722,8	635,8	391,4	298,1	895,0	3282,5	23180,4
Mars	308,5	2824,2	622,6	233,6	578,8	210,5	116,1	519,9	500,5	315,7	242,6	731,2	2652,4	18974,0
Avril	310,3	2839,6	657,9	245,7	588,3	216,7	107,2	508,9	539,3	296,4	242,8	786,8	2763,2	19208,4
Mai	322,1	2909,3	678,1	251,2	601,3	219,9	109,3	539,7	576,8	307,1	249,9	829,2	2919,6	20543,3
Juin	353,9	3237,4	733,8	270,5	656,5	236,6	124,7	604,7	637,2	341,5	264,2	866,9	3104,7	22486,9
Juillet	362,0	3316,3	773,2	271,5	666,9	226,7	125,9	617,5	681,3	358,0	262,7	877,5	3207,6	22529,5
Août	361,8	3297,7	785,5	278,3	666,1	225,5	123,8	641,3	677,3	355,8	253,6	841,5	3391,7	22874,2

Source : Refinitiv.

2 Évolutions financières

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

		Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement				Indicateur composite du coût d'emprunt	
		À vue	Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux	TAE ³⁾	Par période de fixation initiale du taux			TAE ³⁾				
				≤ 2 ans	> 2 ans					Taux variable et période ≤ 1 an		> 1 an			Taux variable et période ≤ 1 an		> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2019	Août	0,03	0,43	0,28	0,78	5,75	16,45	6,15	5,75	6,35	2,25	1,51	1,69	1,54	1,50	1,84	1,56
	Septembre	0,03	0,43	0,27	0,78	5,82	16,46	5,65	5,61	6,17	2,22	1,46	1,65	1,49	1,44	1,77	1,48
	Octobre	0,03	0,42	0,24	0,83	5,70	16,50	5,88	5,55	6,19	2,26	1,45	1,59	1,44	1,39	1,74	1,44
	Novembre	0,03	0,42	0,23	0,73	5,61	16,49	5,36	5,53	6,26	2,21	1,43	1,59	1,61	1,48	1,80	1,47
	Décembre	0,03	0,42	0,22	0,79	5,58	16,55	5,44	5,28	5,89	2,09	1,46	1,58	1,43	1,39	1,75	1,41
2020	Janvier	0,02	0,42	0,27	0,73	5,62	16,55	5,62	5,69	6,25	2,21	1,46	1,52	1,43	1,40	1,73	1,43
	Février	0,02	0,36	0,32	0,70	5,63	16,60	5,56	5,58	6,15	2,20	1,43	1,54	1,38	1,36	1,71	1,41
	Mars	0,02	0,36	0,30	0,65	5,61	16,18	5,58	5,45	5,91	2,06	1,39	1,54	1,35	1,35	1,64	1,39
	Avril	0,02	0,36	0,22	0,73	5,39	16,06	3,71	5,50	5,58	1,99	1,30	1,54	1,36	1,44	1,67	1,44
	Mai	0,02	0,36	0,23	0,70	5,27	16,06	4,22	5,30	5,67	1,83	1,47	1,58	1,40	1,41	1,70	1,42
	Juin	0,02	0,35	0,23	0,72	5,29	16,01	4,52	5,14	5,59	1,87	1,44	1,64	1,38	1,39	1,68	1,42
	Juillet ^(p)	0,02	0,35	0,22	0,71	5,17	15,92	4,86	5,26	5,72	2,00	1,43	1,58	1,34	1,38	1,67	1,40

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		
2019	Août	0,03	-0,04	0,54	2,08	2,07	2,36	2,19	1,64	1,59	1,53	1,06	1,32	1,40	1,52
	Septembre	0,03	-0,05	0,88	2,16	2,03	2,25	2,15	1,61	1,51	1,45	1,10	1,26	1,29	1,54
	Octobre	0,02	-0,03	0,43	2,08	2,01	2,41	2,11	1,61	1,54	1,40	1,14	1,40	1,27	1,56
	Novembre	0,02	-0,04	0,39	2,06	2,02	2,36	2,13	1,59	1,55	1,41	1,14	1,34	1,29	1,55
	Décembre	0,01	0,00	0,42	2,09	2,00	2,28	2,08	1,58	1,54	1,39	1,26	1,21	1,37	1,56
2020	Janvier	0,01	-0,06	0,34	2,09	2,17	2,31	2,10	1,63	1,57	1,44	1,11	1,25	1,28	1,55
	Février	0,00	-0,12	0,33	2,07	1,99	2,29	2,11	1,57	1,54	1,41	1,11	1,22	1,25	1,52
	Mars	0,00	-0,08	0,25	2,00	1,90	2,17	1,97	1,57	1,52	1,47	1,14	1,10	1,18	1,46
	Avril	0,00	-0,06	0,31	1,99	2,00	1,17	1,70	1,61	0,93	1,48	1,22	1,12	1,26	1,47
	Mai	0,00	-0,10	0,39	1,91	1,87	1,22	1,62	1,54	0,87	1,56	1,23	1,07	1,31	1,46
	Juin	0,00	-0,12	0,33	1,96	1,87	1,51	1,79	1,55	1,15	1,50	1,23	1,17	1,42	1,49
	Juillet ^(p)	0,00	-0,18	0,27	1,87	1,96	1,84	1,87	1,60	1,31	1,51	1,23	1,17	1,38	1,51

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														
2017	1240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1283	550	181	.	84	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020														
Janvier	1368	598	177	.	99	422	73	507	208	84	.	56	100	57
Février	1371	601	178	.	103	415	74	416	173	89	.	47	69	37
Mars	1368	546	182	.	103	450	86	407	111	86	.	46	103	61
Avril	1477	527	185	.	117	537	111	552	150	88	.	65	171	78
Mai	1593	521	183	.	129	617	144	544	162	81	.	60	159	81
Juin	1668	535	187	.	119	673	153	505	191	78	.	46	139	50
Long terme														
2017	15353	3560	3059	.	1223	6866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018	15745	3688	3161	.	1247	7022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16312	3818	3397	.	1321	7151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020														
Janvier	16400	3855	3408	.	1325	7188	625	322	118	68	.	16	110	10
Février	16487	3866	3408	.	1338	7244	630	265	72	60	.	22	101	10
Mars	16514	3845	3422	.	1335	7276	636	250	58	67	.	16	91	19
Avril	16706	3942	3417	.	1373	7326	648	459	135	69	.	54	180	20
Mai	16875	3944	3413	.	1406	7449	663	341	58	50	.	50	164	19
Juin	17096	3967	3445	.	1435	7575	675	414	96	86	.	38	176	19

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											
2017	16593,1	4079,8	3214,5	.	1293,2	7304,7	700,9	7963,3	612,5	1258,3	6092,6
2018	16962,1	4192,8	3331,2	.	1318,8	7445,8	673,5	7033,1	465,0	1108,9	5459,2
2019	17595,1	4368,1	3578,0	.	1405,3	7557,2	686,5	8595,6	546,0	1410,7	6638,8
2020											
Janvier	17768,8	4452,4	3585,3	.	1424,0	7609,8	697,4	8478,3	525,3	1391,5	6561,6
Février	17857,9	4466,9	3586,4	.	1441,8	7659,1	703,7	7754,9	488,4	1238,7	6027,8
Mars	17881,8	4391,5	3603,8	.	1438,7	7725,9	721,9	6448,6	333,9	975,0	5139,7
Avril	18182,4	4469,0	3601,2	.	1489,9	7863,6	758,7	6971,3	343,3	1081,6	5546,4
Mai	18468,8	4465,1	3595,3	.	1534,9	8066,2	807,3	7278,3	362,9	1115,6	5799,7
Juin	18763,5	4501,3	3632,2	.	1553,5	8248,1	828,4	7515,4	392,0	1170,8	5952,6
Taux de croissance											
2017	1,3	-0,5	0,1	.	6,0	2,2	0,4	1,0	6,1	2,8	0,2
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4
2019	3,1	3,8	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0
2020											
Janvier	3,1	4,1	4,7	.	5,7	1,4	2,0	0,0	0,5	0,0	0,0
Février	3,0	3,6	4,6	.	6,0	1,5	2,4	0,0	0,5	-0,1	0,0
Mars	2,7	1,7	4,2	.	4,2	2,1	3,6	0,0	0,1	0,0	0,0
Avril	4,4	3,4	4,5	.	6,9	4,2	7,7	0,0	0,1	0,0	0,0
Mai	5,8	3,1	4,0	.	10,2	6,5	16,3	0,0	0,0	0,1	0,0
Juin	7,2	4,3	4,3	.	11,8	8,3	20,1	0,1	-0,2	0,1	0,1

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)	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
2017	97,5	93,5	92,4	89,0	80,3	94,2	112,4	91,9
2018	100,0	95,7	93,9	90,4	80,6	95,5	117,3	95,1
2019	98,2	93,3	92,2	88,6	78,8	92,9	115,5	92,4
2019 T3	98,5	93,5	92,3	88,8	79,1	93,2	115,6	92,5
T4	97,7	92,4	91,8	88,2	78,0	92,0	114,9	91,4
2020 T1	97,5	91,8	91,6	88,0	77,9	92,9	115,2	91,2
T2	98,8	93,2	92,7	.	.	.	118,1	93,4
2020 Mars	99,0	93,1	92,8	–	–	–	117,8	93,1
Avril	98,2	92,7	92,4	–	–	–	117,5	93,1
Mai	98,4	92,8	92,1	–	–	–	117,6	93,0
Juin	99,8	94,0	93,6	–	–	–	119,1	94,1
Juillet	100,5	94,6	94,1	–	–	–	120,3	94,9
Août	101,6	95,0	95,0	–	–	–	122,4	96,0
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>							
2020 Août	1,1	0,5	1,0	–	–	–	1,7	1,1
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>							
2020 Août	2,7	1,2	2,6	–	–	–	5,3	3,2

Source : BCE.

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

2.9 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
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2019 T3	7,800	7,394	25,734	7,463	328,099	119,323	4,318	0,902	4,7314	10,662	1,096	1,112
T4	7,801	7,439	25,577	7,471	331,933	120,323	4,287	0,861	4,7666	10,652	1,096	1,107
2020 T1	7,696	7,490	25,631	7,472	339,137	120,097	4,324	0,862	4,7973	10,669	1,067	1,103
T2	7,808	7,578	27,058	7,458	351,582	118,410	4,503	0,887	4,8378	10,651	1,061	1,101
2020 Mars	7,768	7,571	26,575	7,470	345,682	118,897	4,441	0,895	4,8282	10,875	1,059	1,106
Avril	7,686	7,593	27,262	7,462	356,688	116,970	4,544	0,875	4,8371	10,884	1,054	1,086
Mai	7,748	7,575	27,269	7,458	350,762	116,867	4,525	0,887	4,8371	10,597	1,057	1,090
Juin	7,973	7,568	26,681	7,455	347,686	121,120	4,445	0,899	4,8392	10,487	1,071	1,125
Juillet	8,035	7,530	26,514	7,447	351,163	122,380	4,449	0,905	4,8383	10,354	1,071	1,146
Août	8,195	7,508	26,167	7,446	348,928	125,404	4,400	0,901	4,8376	10,309	1,077	1,183
	<i>variation en pourcentage par rapport au mois précédent</i>											
2020 Août	2,0	-0,3	-1,3	0,0	-0,6	2,5	-1,1	-0,4	0,0	-0,4	0,5	3,2
	<i>variation en pourcentage par rapport à l'année précédente</i>											
2020 Août	4,3	1,6	1,4	-0,2	6,7	6,1	1,2	-1,6	2,3	-4,0	-1,1	6,3

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

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

		Total ¹⁾			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute
		Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)													
2019	T2	26 677,5	27 027,6	-350,1	10 948,6	9 055,7	9 193,8	11 378,6	-75,5	5 839,8	6 593,3	770,8	14 786,3
	T3	27 833,8	27 966,7	-132,9	11 345,4	9 372,2	9 646,7	11 849,4	-91,0	6 105,8	6 745,1	827,0	15 131,5
	T4	27 565,7	27 645,3	-79,5	11 214,8	9 334,5	9 908,2	11 943,4	-48,4	5 677,6	6 367,4	813,6	14 541,2
2020	T1	27 220,8	27 363,4	-142,6	11 065,8	9 307,4	8 900,1	11 058,9	-71,2	6 459,7	6 997,0	866,3	15 316,9
<i>encours en pourcentage du PIB</i>													
2020	T1	228,7	229,9	-1,2	93,0	78,2	74,8	92,9	-0,6	54,3	58,8	7,3	128,7
Flux													
2019	T3	492,1	382,6	109,5	180,8	150,9	149,2	191,5	4,2	157,8	40,2	0,1	-
	T4	-295,7	-375,7	80,0	-82,4	-49,4	145,0	0,9	-5,5	-350,3	-327,2	-2,5	-
2020	T1	587,7	563,6	24,1	-41,7	-62,3	-144,9	50,6	42,2	728,6	575,3	3,4	-
	T2	199,3	149,5	49,8	115,5	158,5	364,6	195,9	28,9	-312,9	-204,9	3,3	-
2020	Janvier	415,9	425,4	-9,6	7,2	-8,0	61,7	114,9	16,4	329,5	318,5	1,0	-
	Février	188,4	162,3	26,2	15,2	-4,2	9,4	40,6	16,9	148,1	125,8	-1,1	-
	Mars	-16,5	-24,1	7,6	-64,1	-50,1	-216,0	-104,9	8,9	251,1	131,0	3,6	-
	Avril	111,8	118,3	-6,5	-6,1	6,6	161,4	10,2	4,0	-49,1	101,5	1,7	-
	Mai	152,1	144,0	8,1	131,8	151,4	99,1	70,8	3,5	-83,9	-78,2	1,7	-
	Juin	-64,6	-112,8	48,2	-10,3	0,5	104,1	114,9	21,5	-179,9	-228,3	-0,1	-
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>													
2020	Juin	983,5	720,0	263,4	172,2	197,8	513,9	438,8	69,8	223,2	83,4	4,3	-
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>													
2020	Juin	8,5	6,2	2,3	1,5	1,7	4,5	3,8	0,6	1,9	0,7	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)												
2017	11 221,4	10 733,1	6 043,2	2 301,2	2 313,8	1 100,8	716,5	490,0	75,0	488,2	5 300,8	4 812,6
2018	11 583,7	11 110,1	6 221,8	2 368,4	2 430,7	1 176,4	748,9	498,7	89,2	473,6	5 569,2	5 095,7
2019	11 934,2	11 488,8	6 378,4	2 452,8	2 626,2	1 258,1	775,8	585,0	31,3	445,4	5 751,7	5 306,3
2019 T3	2 994,8	2 861,2	1 600,6	616,5	641,1	316,5	194,8	128,0	3,1	133,6	1 446,9	1 313,3
T4	3 014,2	2 905,2	1 607,2	620,8	678,9	317,4	193,9	165,8	-1,7	109,0	1 449,6	1 340,6
2020 T1	2 918,0	2 819,2	1 539,5	624,4	649,4	312,0	175,1	160,4	5,9	98,8	1 387,1	1 288,3
T2	2 598,7	2 515,9	1 348,9	621,8	542,4	273,7	141,0	125,8	2,9	82,8	1 108,5	1 025,7
<i>en pourcentage du PIB</i>												
2019	100,0	96,3	53,4	20,6	22,0	10,5	6,5	4,9	0,3	3,7	-	-
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2019 T3	0,3	-1,0	0,4	0,6	-5,1	0,7	-0,6	-21,3	-	-	0,6	-2,3
T4	0,1	1,1	0,1	0,3	5,7	-0,3	-0,5	29,6	-	-	0,0	2,2
2020 T1	-3,7	-3,4	-4,5	-0,7	-5,2	-2,3	-10,0	-4,9	-	-	-3,9	-3,2
T2	-11,8	-11,2	-12,4	-2,6	-17,0	-12,5	-19,6	-23,1	-	-	-18,8	-18,0
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2017	2,6	2,3	1,8	1,1	3,8	3,4	5,2	2,6	-	-	5,5	5,1
2018	1,8	1,8	1,5	1,1	3,1	3,5	3,8	1,0	-	-	3,6	3,6
2019	1,3	1,9	1,3	1,8	5,7	3,4	2,2	16,3	-	-	2,5	4,0
2019 T3	1,4	1,4	1,5	2,1	3,3	3,4	1,7	5,4	-	-	2,8	2,9
T4	1,0	1,4	1,2	1,9	5,0	2,0	0,6	17,1	-	-	1,8	2,7
2020 T1	-3,2	-1,7	-3,8	0,6	1,2	-2,3	-10,4	27,7	-	-	-3,1	0,2
T2	-14,7	-14,1	-15,9	-2,5	-21,1	-14,2	-28,5	-25,5	-	-	-21,5	-20,7
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>												
2019 T3	0,3	-1,0	0,2	0,1	-1,1	0,1	0,0	-1,2	-0,2	1,3	-	-
T4	0,1	1,0	0,1	0,1	1,2	0,0	0,0	1,3	-0,3	-1,0	-	-
2020 T1	-3,7	-3,3	-2,4	-0,1	-1,2	-0,2	-0,6	-0,3	0,5	-0,5	-	-
T2	-11,8	-10,8	-6,6	-0,6	-3,8	-1,3	-1,2	-1,3	0,1	-0,9	-	-
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage</i>												
2017	2,6	2,2	1,0	0,2	0,8	0,3	0,3	0,1	0,3	0,4	-	-
2018	1,8	1,7	0,8	0,2	0,6	0,3	0,2	0,0	0,0	0,2	-	-
2019	1,3	1,8	0,7	0,4	1,2	0,3	0,1	0,7	-0,5	-0,5	-	-
2019 T3	1,4	1,3	0,8	0,4	0,7	0,3	0,1	0,2	-0,6	0,1	-	-
T4	1,0	1,4	0,7	0,4	1,1	0,2	0,0	0,8	-0,8	-0,4	-	-
2020 T1	-3,2	-1,6	-2,0	0,1	0,3	-0,2	-0,7	1,2	0,0	-1,6	-	-
T2	-14,7	-13,7	-8,5	-0,5	-4,8	-1,5	-1,9	-1,4	0,1	-1,0	-	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

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

3 Activité économique

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2017	10 060,3	176,1	2 003,9	501,7	1 909,5	470,0	464,6	1 135,8	1 147,9	1 899,8	350,9	1 161,1
2018	10 380,0	175,2	2 050,4	532,0	1 967,9	498,1	471,5	1 170,1	1 201,5	1 957,4	355,8	1 203,7
2019	10 692,5	178,4	2 061,7	574,7	2 030,4	526,7	479,7	1 208,1	1 246,9	2 020,1	365,8	1 241,7
2019 T3	2 683,1	44,7	516,1	144,9	509,6	132,7	120,5	302,7	313,1	506,8	91,9	311,7
T4	2 701,1	45,1	518,3	146,4	511,8	134,0	120,9	306,1	314,9	511,3	92,4	313,1
2020 T1	2 624,9	45,0	497,7	143,1	480,2	132,1	121,4	304,3	304,0	510,6	86,5	293,1
T2	2 343,2	44,7	429,0	126,5	382,0	126,5	117,3	299,6	256,5	493,3	67,6	255,5
<i>en pourcentage de la valeur ajoutée</i>												
2019	100,0	1,7	19,3	5,4	19,0	4,9	4,5	11,3	11,7	18,9	3,4	–
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
<i>variations trimestrielles en pourcentage</i>												
2019 T3	0,3	0,2	0,1	0,5	0,3	0,3	0,5	0,3	0,2	0,2	0,5	0,7
T4	0,0	0,8	-0,7	0,0	0,0	0,4	0,2	0,5	0,2	0,3	-0,3	0,2
2020 T1	-3,4	-1,4	-4,1	-3,1	-6,4	-1,3	-0,7	-0,8	-3,6	-2,1	-6,8	-6,4
T2	-11,9	-2,4	-14,3	-12,8	-20,8	-4,4	-1,8	-2,2	-16,3	-7,2	-22,0	-11,0
<i>variations annuelles en pourcentage</i>												
2017	2,6	0,4	3,4	2,6	2,8	6,4	1,3	0,9	5,1	1,1	1,7	2,4
2018	1,9	-0,5	1,6	2,8	2,1	6,0	0,8	1,3	3,2	1,0	0,7	1,4
2019	1,2	0,2	-1,0	3,1	1,8	4,3	2,1	1,4	1,6	1,1	1,8	1,6
2019 T3	1,3	0,6	-0,8	3,2	1,9	4,5	2,3	1,4	1,8	1,2	2,3	2,0
T4	0,9	0,5	-1,4	1,6	1,5	4,0	2,3	1,6	0,8	1,1	1,5	1,8
2020 T1	-3,0	-0,8	-5,1	-2,8	-6,1	1,6	0,9	0,3	-3,0	-1,4	-6,2	-5,4
T2	-14,6	-2,7	-18,3	-15,1	-25,6	-5,0	-1,8	-2,2	-19,1	-8,6	-27,1	-16,0
<i>contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée; en points de pourcentage</i>												
2019 T3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	–
T4	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	–
2020 T1	-3,4	0,0	-0,8	-0,2	-1,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,2	–
T2	-11,9	0,0	-2,7	-0,7	-3,8	-0,2	-0,1	-0,3	-1,9	-1,4	-0,7	–
<i>contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée; en points de pourcentage</i>												
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,5	0,3	0,1	0,1	0,6	0,2	0,1	–
2018	1,9	0,0	0,3	0,1	0,4	0,3	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	–
2019	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	–
2019 T3	1,3	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	–
T4	0,9	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	–
2020 T1	-3,0	0,0	-1,0	-0,2	-1,2	0,1	0,0	0,0	-0,4	-0,3	-0,2	–
T2	-14,6	0,0	-3,5	-0,8	-4,9	-0,2	-0,1	-0,2	-2,2	-1,6	-0,9	–

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	Travailleurs indépendants	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	13
Personnes employées													
<i>en pourcentage du nombre total de personnes employées</i>													
2017	100,0	85,6	14,4	3,2	14,6	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,8	24,3	6,9
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,8
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,8
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2017	1,6	2,0	-0,6	-0,5	1,1	1,5	1,8	3,4	-1,5	1,8	3,7	1,1	1,1
2018	1,5	1,8	-0,1	-0,4	1,5	2,4	1,4	3,6	-1,0	1,8	2,8	1,2	0,4
2019	1,2	1,5	-0,1	-1,8	0,8	2,4	1,3	3,7	-0,4	1,1	1,4	1,5	0,7
2019 T3	1,2	1,4	-0,4	-1,9	0,7	2,1	1,1	3,5	-0,3	0,7	1,3	1,5	0,9
T4	1,1	1,3	-0,6	-1,7	0,3	1,6	1,3	2,8	0,2	0,0	1,2	1,4	0,9
2020 T1	0,4	0,7	-1,3	-3,6	-0,3	1,5	0,3	2,4	0,0	-0,4	0,3	1,3	-0,2
T2	-2,9	-3,0	-2,3	-4,7	-2,2	-0,8	-5,9	-0,1	-1,8	-2,1	-4,0	0,3	-5,5
Heures travaillées													
<i>en pourcentage du nombre total d'heures travaillées</i>													
2017	100,0	80,7	19,3	4,3	15,1	6,7	25,8	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,2
2018	100,0	81,0	19,0	4,2	15,0	6,8	25,7	3,0	2,5	1,0	13,8	21,8	6,2
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,7	3,1	2,4	1,0	13,8	21,9	6,1
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2017	1,1	1,6	-1,0	-1,0	0,7	1,3	1,2	3,2	-2,0	1,5	3,5	0,5	0,5
2018	1,4	1,8	-0,2	0,4	1,2	2,8	1,1	3,3	-1,1	2,5	2,8	1,3	0,4
2019	1,1	1,4	-0,4	-1,4	0,4	2,0	1,0	2,8	-0,1	1,0	1,3	1,8	0,7
2019 T3	1,0	1,4	-0,8	-1,8	0,4	1,5	0,8	2,7	0,2	1,2	1,1	2,0	0,8
T4	0,8	1,2	-0,6	-0,9	-0,4	0,6	1,0	2,0	0,3	0,9	1,1	1,6	1,1
2020 T1	-3,7	-2,8	-7,5	-4,0	-4,2	-4,3	-5,8	0,5	-2,5	-5,1	-2,4	-0,9	-8,0
T2	-16,2	-15,1	-21,0	-7,3	-15,8	-17,7	-27,1	-5,2	-4,9	-11,1	-16,5	-5,4	-24,4
Heures travaillées par personne employée													
<i>variations annuelles en pourcentage</i>													
2017	-0,5	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,2	-0,6	-0,2	-0,6	-0,3	-0,2	-0,7	-0,6
2018	-0,1	0,0	-0,1	0,8	-0,3	0,4	-0,3	-0,3	-0,2	0,7	0,0	0,0	0,0
2019	-0,1	0,0	-0,2	0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,9	0,3	-0,2	-0,1	0,3	0,0
2019 T3	-0,1	0,0	-0,4	0,1	-0,3	-0,6	-0,3	-0,8	0,4	0,5	-0,2	0,4	0,0
T4	-0,2	-0,2	0,0	0,8	-0,7	-1,0	-0,3	-0,8	0,1	1,0	-0,1	0,2	0,2
2020 T1	-4,1	-3,5	-6,3	-0,4	-3,9	-5,7	-6,1	-1,9	-2,4	-4,7	-2,7	-2,1	-7,8
T2	-13,7	-12,5	-19,1	-2,7	-14,0	-17,0	-22,5	-5,1	-3,1	-9,2	-13,0	-5,7	-20,0

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

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

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Popu- lation active, millions	Sous- emploi, % de la population active	Chômage ¹⁾											Taux de vacance d'em- ploi ³⁾	
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ²⁾	Par âge				Par sexe				% du total des postes	
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes			
						Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la po- pulation active	Millions	% de la po- pulation active	Millions	% de la po- pulation active		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
% du total en 2019			100,0		81,8		18,3		51,3		48,7				
2017	161,860	4,1	14,585	9,0	4,4	11,946	8,1	2,640	18,6	7,556	8,7	7,029	9,4	1,9	
2018	162,485	3,7	13,211	8,1	3,8	10,823	7,3	2,388	16,8	6,809	7,8	6,402	8,5	2,1	
2019	163,297	3,5	12,268	7,5	3,3	10,030	6,7	2,238	15,6	6,291	7,2	5,977	7,9	2,3	
2019 T3	163,039	3,5	12,171	7,5	3,2	9,942	6,7	2,229	15,5	6,282	7,2	5,890	7,8	2,2	
2019 T4	163,675	3,4	12,010	7,3	3,2	9,787	6,6	2,222	15,5	6,130	7,0	5,880	7,7	2,2	
2020 T1	162,865	3,4	11,846	7,3	.	9,609	6,5	2,237	15,6	6,021	6,9	5,826	7,7	1,9	
2020 T2	.	.	12,167	7,5	.	9,902	6,7	2,265	16,8	6,327	7,3	5,840	7,8	.	
2020 Février	-	-	11,955	7,3	-	9,753	6,5	2,202	15,3	6,059	6,9	5,896	7,7	-	
2020 Mars	-	-	11,835	7,2	-	9,669	6,5	2,166	15,4	6,050	6,9	5,784	7,6	-	
2020 Avril	-	-	11,942	7,4	-	9,693	6,5	2,249	16,4	6,230	7,2	5,712	7,6	-	
2020 Mai	-	-	12,110	7,5	-	9,874	6,7	2,236	16,7	6,286	7,3	5,824	7,8	-	
2020 Juin	-	-	12,449	7,7	-	10,140	6,9	2,309	17,2	6,465	7,5	5,984	8,0	-	
2020 Juillet	-	-	12,793	7,9	-	10,455	7,1	2,338	17,3	6,601	7,6	6,192	8,3	-	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Lorsque les données annuelles et trimestrielles de l'enquête sur les forces de travail n'ont pas encore été publiées, les données annuelles et trimestrielles sont calculées comme de moyennes simples des données mensuelles.

2) Données brutes.

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

3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

	Production industrielle						Con- struction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières
	Total (hors construction)		Principaux secteurs industriels						Total	Produits alimen- taires, bois- sons, tabac	Produits non alimen- taires	Carburants	
	Industrie manu- factu- rière	Biens inter- mé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consom- mation	Énergie								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% du total en 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
variations annuelles en pourcentage													
2017	3,0	3,2	3,4	3,9	1,4	1,1	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	0,8	5,6
2018	0,7	0,9	0,6	1,1	1,4	-1,5	1,7	2,7	1,6	1,3	1,9	0,6	0,9
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,5	-1,9	2,0	-4,3	2,3	0,9	3,6	0,8	1,8
2019 T3	-1,6	-1,5	-3,2	-1,1	0,4	-1,9	1,2	-4,7	2,7	0,9	4,2	1,3	0,6
2019 T4	-2,0	-2,1	-3,8	-2,8	2,0	-2,5	0,0	-5,8	2,0	0,6	3,5	-0,7	12,5
2020 T1	-6,1	-6,1	-5,4	-10,2	-0,7	-5,6	-3,6	-6,5	-1,3	4,8	-4,7	-10,1	-27,3
2020 T2	-20,3	-21,5	-19,7	-28,2	-13,6	-10,5	-13,6	-26,6	-6,8	3,0	-11,3	-29,4	-50,8
2020 Février	-2,1	-1,9	-0,8	-4,3	1,0	-3,0	-0,1	-1,4	2,6	4,0	2,2	-2,0	-6,3
2020 Mars	-13,5	-14,3	-12,6	-22,6	-3,8	-6,3	-16,4	-16,6	-8,1	9,1	-18,7	-27,2	-60,3
2020 Avril	-28,6	-30,2	-26,7	-41,1	-18,6	-13,3	-31,0	-37,2	-19,3	2,1	-32,2	-47,8	-79,6
2020 Mai	-20,4	-21,6	-19,6	-28,0	-14,7	-10,3	-10,5	-28,4	-2,6	5,9	-5,9	-27,0	-48,6
2020 Juin	-12,3	-12,9	-13,1	-15,9	-7,7	-7,6	-5,9	-13,9	1,3	1,1	3,7	-14,2	-27,9
2020 Juillet	.	.	.	.	.	.	.	.	0,4	1,5	0,5	-10,8	.
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)													
2020 Février	-0,1	0,0	0,8	-2,2	0,4	0,2	-0,8	-1,3	0,7	2,5	-0,3	-1,4	1,3
2020 Mars	-11,8	-12,8	-11,7	-18,0	-5,7	-3,3	-15,0	-14,7	-10,4	5,3	-20,0	-26,3	-57,4
2020 Avril	-18,0	-19,5	-16,8	-26,3	-13,1	-5,9	-18,2	-24,2	-12,0	-5,8	-16,6	-28,6	-45,7
2020 Mai	12,3	13,4	9,7	26,0	6,1	3,0	29,4	11,9	20,6	2,8	38,6	38,2	139,9
2020 Juin	9,1	10,0	6,7	14,2	5,6	2,6	4,0	20,1	5,3	-3,2	11,8	19,3	41,0
2020 Juillet	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,3	0,0	-2,9	4,3	.

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

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)								Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Indicateur 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	
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	–	51,2	52,5	53,0	52,8
2017	110,4	5,7	83,1	-5,4	-3,0	2,3	14,7	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,5	6,7	83,7	-4,9	7,0	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,1	-5,1	81,9	-7,1	6,4	-0,4	10,7	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2019 T3	102,0	-7,1	81,4	-6,8	5,1	0,0	9,7	90,4	46,4	47,0	52,8	51,2
T4	100,6	-9,2	80,9	-7,7	4,9	-0,1	9,8	90,2	46,4	46,7	52,3	50,7
2020 T1	100,0	-8,1	74,6	-8,8	3,4	-3,0	6,6	88,0	47,2	45,1	43,9	44,2
T2	69,4	-27,2	70,2	-18,5	-14,9	-26,4	-39,2	85,6	40,1	34,2	30,3	31,3
2020 Mars	94,1	-11,2	–	-11,6	-1,0	-8,6	-2,3	–	44,5	38,5	26,4	29,7
Avril	64,9	-32,5	68,3	-22,0	-16,1	-30,1	-38,6	85,7	33,4	18,1	12,0	13,6
Mai	67,5	-27,5	–	-18,8	-17,5	-29,8	-43,6	–	39,4	35,6	30,5	31,9
Juin	75,8	-21,6	–	-14,7	-11,3	-19,4	-35,5	–	47,4	48,9	48,3	48,5
Juillet	82,4	-16,2	72,1	-15,0	-11,4	-15,1	-26,2	85,6	51,8	55,3	54,7	54,9
Août	87,7	-12,7	–	-14,7	-11,8	-10,5	-17,2	–	51,7	55,6	50,5	51,9

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

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	Ménages							Sociétés non financières					
	Taux d'épargne (brut)	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) ¹⁾		Variations annuelles en pourcentage					En pourcentage de la valeur ajoutée nette	En pourcentage du PIB	Variations annuelles en pourcentage			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017	12,1	93,9	1,5	2,3	5,1	4,7	4,7	34,1	7,3	77,5	4,6	8,7	3,1
2018	12,5	93,5	1,8	2,0	6,8	2,5	4,5	34,3	6,0	77,5	2,2	6,9	1,5
2019	13,2	93,8	1,9	2,6	4,8	5,4	3,6	33,6	6,3	77,5	2,2	4,0	1,7
2019 T2	13,1	93,3	2,4	2,4	4,7	4,0	3,9	33,9	6,1	78,2	1,5	18,6	1,2
T3	13,3	93,4	2,4	2,5	4,1	4,5	3,6	33,7	6,2	79,0	1,7	-0,8	1,3
T4	13,2	93,8	0,8	2,6	3,1	5,4	3,6	33,6	6,3	77,5	2,2	-6,9	1,7
2020 T1	14,1	93,6	0,6	2,7	-1,7	2,8	4,0	32,6	5,2	79,0	2,1	1,7	1,8

Sources : BCE et Eurostat.

1) Fondé sur les sommes cumulées sur quatre trimestres de l'épargne, de la dette et du revenu disponible brut (ajustés des variations des droits à pension).

2) Actifs financiers (nets 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 part des bénéfices utilise le revenu net d'entreprise, qui est globalement équivalent au bénéfice non distribué en comptabilité d'entreprise.

4) Mesure consolidée couvrant les engagements sous forme de prêts et de titres de créance.

3 Activité économique

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

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

		Compte des transactions courantes										Compte de capital ¹⁾		
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires			
		Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	T3	1 089,0	996,1	92,9	604,3	519,6	251,2	222,3	205,2	184,8	28,3	69,4	9,8	7,8
	T4	1 089,2	1 010,5	78,7	609,2	519,7	252,9	247,8	198,0	180,1	29,2	62,9	16,5	18,7
2020	T1	1 050,0	1 000,7	49,3	585,8	498,2	241,8	257,8	193,2	180,8	29,3	63,8	10,8	10,8
	T2	860,7	814,9	45,9	473,3	414,0	194,0	181,4	166,2	151,9	27,3	67,6	10,7	8,7
2020	Janvier	364,0	350,5	13,4	201,6	174,4	84,9	88,9	67,3	61,3	10,2	25,9	2,9	3,3
	Février	362,6	339,9	22,7	200,8	171,2	84,2	90,0	67,5	60,2	10,1	18,5	3,8	3,3
	Mars	323,5	310,3	13,2	183,4	152,6	72,7	78,9	58,5	59,3	8,9	19,5	4,1	4,3
	Avril	275,8	261,8	13,9	144,9	131,4	63,1	58,9	58,2	50,3	9,5	21,3	4,0	3,6
	Mai	283,8	272,5	11,3	157,0	136,4	64,6	60,5	53,8	49,0	8,4	26,6	3,4	2,3
	Juin	301,2	280,5	20,7	171,4	146,2	66,3	62,0	54,1	52,6	9,4	19,7	3,3	2,8
<i>flux cumulés sur 12 mois</i>														
2020	Juin	4 089,0	3 822,2	266,8	2 272,5	1 951,5	939,8	909,2	762,5	697,7	114,1	263,7	47,7	46,0
<i>flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB</i>														
2020	Juin	35,5	33,2	2,3	19,7	16,9	8,2	7,9	6,6	6,1	1,0	2,3	0,4	0,4

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

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

(données cvs, sauf indication contraire)

		Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
		Exportations	Importations	Total			Pour mémoire :	Total			Pour mémoire :			
		1	2	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	produits manufacturés	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	Produits manufacturés	Pétrole		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<i>Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>														
2019	T3	3,3	0,5	586,5	279,3	117,9	177,9	489,1	531,7	298,3	88,0	137,3	388,2	60,2
	T4	2,2	-2,1	591,9	276,5	125,1	179,0	496,6	525,7	291,3	86,4	138,5	385,2	60,7
2020	T1	-1,7	-4,2	577,3	275,1	115,3	175,5	480,4	506,8	283,4	82,3	133,5	369,7	56,7
	T2	-23,5	-21,7	447,9	.	.	.	369,4	421,3	.	.	.	317,8	.
2020	Janvier	0,2	-0,6	196,8	93,5	39,0	60,1	164,7	177,7	100,1	28,7	46,1	129,0	22,3
	Février	1,2	-1,7	198,2	93,1	41,0	61,0	166,3	172,8	97,1	27,0	46,1	126,8	20,0
	Mars	-6,0	-10,2	182,3	88,5	35,3	54,4	149,4	156,3	86,3	26,5	41,3	113,9	14,4
	Avril	-30,0	-25,4	136,1	69,4	26,3	37,4	109,6	135,1	72,1	24,6	36,0	99,5	7,8
	Mai	-29,9	-26,8	147,7	71,7	28,6	44,3	123,3	139,1	71,6	25,2	39,7	106,8	7,8
	Juin	-10,0	-12,3	164,2	.	.	.	136,5	147,0	.	.	.	111,5	.
<i>Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)</i>														
2019	T3	1,0	1,5	106,9	109,4	103,4	106,3	106,2	109,9	108,5	111,4	113,2	112,0	96,7
	T4	0,0	-1,8	107,2	108,4	108,3	105,8	107,1	107,4	105,5	105,6	112,9	109,9	96,4
2020	T1	-4,1	-5,0	103,6	106,7	100,0	102,3	102,3	103,7	103,4	99,7	108,4	104,7	98,9
	T2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019	Décembre	2,1	-0,9	106,3	107,7	106,6	104,1	105,6	105,7	104,2	101,1	111,2	107,7	99,2
2020	Janvier	-2,8	-3,6	105,5	107,7	101,3	105,2	105,0	107,1	106,2	105,4	111,4	109,3	102,0
	Février	-1,3	-2,1	106,9	108,1	107,3	106,9	106,6	106,8	106,3	100,2	113,4	109,2	101,1
	Mars	-7,8	-9,1	98,5	104,2	91,3	94,8	95,3	97,3	97,7	93,5	100,4	95,7	93,6
	Avril	-30,0	-20,3	74,5	82,4	67,6	67,0	70,4	88,2	88,4	87,9	88,4	84,6	82,9
	Mai	-29,5	-21,3	81,1	85,4	75,5	78,9	79,4	91,6	88,7	92,5	97,2	91,6	79,6

Sources : BCE et Eurostat.

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

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

4 Prix et coûts

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) ²⁾						Pour mémoire : prix administrés	
	Indice : 2015 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
		1	2											Total, hors produits alimentaires et énergie	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2019	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	87,0	13,0
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9
2019 T3	105,1	1,0	0,9	0,7	1,3	0,2	0,5	1,7	0,2	-1,5	0,4	0,9	1,6
T4	105,3	1,0	1,2	0,4	1,7	0,3	0,4	0,0	0,1	0,2	0,4	1,0	1,2
2020 T1	104,7	1,1	1,1	0,8	1,5	0,1	0,6	1,2	0,1	-1,3	0,1	1,2	0,8
T2	105,5	0,2	0,9	-0,6	1,2	-0,4	0,8	3,6	-0,1	-7,9	0,3	0,2	0,5
2020 Mars	105,1	0,7	1,0	0,3	1,3	-0,3	0,3	-0,1	0,0	-3,3	0,0	0,8	0,7
Avril	105,4	0,3	0,9	-0,4	1,2	-0,2	0,3	3,7	-0,1	-4,8	0,2	0,3	0,6
Mai	105,3	0,1	0,9	-0,9	1,3	-0,1	0,2	-0,3	0,0	-1,7	0,1	0,0	0,6
Juin	105,7	0,3	0,8	-0,5	1,2	0,2	0,1	-0,2	0,0	1,7	0,1	0,2	0,4
Juillet	105,3	0,4	1,2	-0,1	0,9	0,2	-0,4	-1,9	1,5	0,5	-0,2	0,4	0,4
Août ³⁾	104,9	-0,2	0,4	.	0,7	-0,4	0,1	0,2	-1,6	0,0	0,0	.	.

	Biens						Services						Divers
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement	Transports	Communications	Services de loisirs et personnels			
	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 2019	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4	
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8	
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4	
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5	
2019 T3	1,8	1,9	1,6	0,0	0,3	-0,7	1,5	1,5	2,2	-0,8	1,1	1,5	
T4	1,8	1,9	1,6	-0,3	0,4	-2,1	1,5	1,5	2,4	-0,2	2,0	1,5	
2020 T1	2,2	2,0	2,8	0,0	0,5	-1,0	1,6	1,4	1,7	0,0	1,6	1,5	
T2	3,4	2,3	6,7	-2,7	0,2	-10,3	1,4	1,3	1,1	0,1	1,2	1,5	
2020 Mars	2,4	2,1	3,6	-0,9	0,5	-4,5	1,5	1,4	1,2	0,1	1,4	1,5	
Avril	3,6	2,3	7,6	-2,4	0,3	-9,7	1,4	1,3	0,7	-0,4	1,3	1,5	
Mai	3,4	2,4	6,7	-3,2	0,2	-11,9	1,4	1,3	1,4	0,3	1,3	1,6	
Juin	3,2	2,3	6,0	-2,4	0,2	-9,3	1,4	1,3	1,1	0,3	1,2	1,5	
Juillet	2,0	1,6	3,1	-1,2	1,6	-8,4	1,3	1,2	0,2	-0,6	0,9	1,5	
Août ³⁾	1,7	1,6	2,3	.	-0,1	-7,8	.	.	.	.	.	.

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⁾										Construc- tion ²⁾	Prix de l'immo- bilier résiden- ciel ³⁾	Indicateur expérimen- tal relatif aux prix de l'immobilier commercial ³⁾
	Total (indice : 2015 = 100)	Total		Industrie hors construction et énergie						Énergie			
		Secteur manu- facturier	Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consommation							
						Total	Produits alimen- taires, boissons et tabac	Produits non alimen- taires					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% du total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,4	4,7
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,5	4,8	4,1
2019	104,7	0,7	0,6	0,7	0,1	1,5	1,0	1,1	0,8	-0,1	1,9	4,2	4,6
2019 T3	104,2	-0,6	0,0	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,2	0,8	-4,3	1,1	4,0	4,3
T4	104,4	-1,2	0,0	0,4	-1,2	1,4	1,7	2,4	0,7	-5,9	1,7	4,3	4,3
2020 T1	103,8	-1,5	0,0	0,4	-1,4	1,2	2,3	3,4	0,6	-7,3	1,4	4,9	.
T2	100,2	-4,4	-3,0	-0,4	-2,6	1,0	1,1	1,5	0,6	-15,5	.	.	.
2020 Février	104,1	-1,3	0,3	0,5	-1,1	1,2	2,3	3,4	0,7	-6,6	-	-	-
Mars	102,5	-2,8	-1,4	0,2	-1,9	1,1	2,3	3,5	0,6	-11,1	-	-	-
Avril	100,4	-4,5	-3,1	-0,3	-2,6	1,1	1,7	2,5	0,6	-16,5	-	-	-
Mai	99,8	-5,0	-3,5	-0,6	-2,9	0,9	1,0	1,3	0,5	-17,2	-	-	-
Juin	100,5	-3,7	-2,3	-0,5	-2,5	1,1	0,7	0,8	0,6	-12,8	-	-	-
Juillet	101,1	-3,3	-2,1	-0,4	-2,0	0,9	0,6	0,5	0,7	-11,6	-	-	-

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

1) Ventes domestiques uniquement.

2) Prix des intrants pour les immeubles résidentiels.

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

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie (en euros)					
	Total (cvs ; indice 2015 = 100)	Total	Demande intérieure				Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾		Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾		
			Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% du total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2017	102,0	1,1	1,5	1,3	1,6	1,7	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	103,4	1,4	1,7	1,5	1,8	1,9	1,4	2,2	60,4	-0,7	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7
2019	105,2	1,7	1,5	1,2	1,7	2,2	0,7	0,2	57,2	1,6	3,7	-0,1	2,6	7,5	-2,3
2019 T3	105,3	1,8	1,3	1,0	1,7	2,2	0,2	-1,0	55,7	1,8	3,7	0,2	1,7	6,5	-3,1
T4	106,0	1,8	1,2	1,1	1,6	1,7	0,4	-0,8	56,5	3,7	8,6	-0,6	5,1	13,7	-3,6
2020 T1	106,6	1,9	1,4	1,2	2,6	2,1	0,0	-1,3	45,9	1,9	7,6	-3,1	1,4	7,5	-4,9
T2	107,6	2,4	1,4	0,7	4,5	1,7	-1,8	-4,4	28,5	-2,6	3,7	-8,1	-4,8	-0,9	-9,2
2020 Mars	-	-	-	-	-	-	-	-	29,7	-3,2	3,9	-9,4	-4,3	1,4	-10,4
Avril	-	-	-	-	-	-	-	-	21,5	-4,5	4,2	-12,1	-7,3	-2,0	-13,0
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	28,4	-1,4	5,5	-7,5	-3,5	1,3	-8,7
Juin	-	-	-	-	-	-	-	-	35,5	-1,8	1,3	-4,6	-3,7	-2,0	-5,7
Juillet	-	-	-	-	-	-	-	-	37,3	-2,3	-1,4	-3,2	-5,0	-5,7	-4,2
Août	-	-	-	-	-	-	-	-	37,4	.	.	.	.	.	.

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
1999-2015	4,3	–	–	-4,5	32,3	56,7	56,3	–	49,7
2017	9,3	5,2	7,1	2,8	12,9	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,6	7,5	9,5	12,5	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7
2019	4,3	7,2	9,0	7,4	18,3	48,8	57,1	50,4	52,4
2019 T3	1,9	6,6	8,4	4,9	17,9	46,4	56,5	48,9	52,0
T4	1,4	6,9	7,9	5,9	14,7	44,2	56,9	48,6	52,0
2020 T1	2,0	6,6	7,4	3,9	13,3	45,6	54,7	48,0	49,7
T2	-6,8	-3,7	-7,5	-11,7	11,0	44,2	48,1	46,1	43,3
2020 Mars	-0,3	3,9	2,8	-1,1	10,6	44,2	49,7	47,2	45,3
Avril	-7,5	-8,0	-9,9	-12,9	5,9	44,6	44,5	45,8	40,2
Mai	-8,6	-3,1	-8,8	-11,3	12,6	43,0	47,7	45,8	43,3
Juin	-4,4	0,1	-3,9	-10,8	14,5	45,1	52,2	46,6	46,3
Juillet	-1,1	-0,6	-0,1	-9,9	12,7	47,5	52,5	49,0	47,8
Août	-2,1	0,7	-1,2	-7,7	13,9	50,1	53,4	49,4	48,2

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

4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2016 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾
			Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Économie marchande	Principalement économie non marchande	
	1	2	3	4	5	6	7
% du total en 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2017	101,8	1,8	1,7	1,8	1,8	1,7	1,5
2018	104,2	2,4	2,3	2,6	2,5	2,1	2,1
2019	106,8	2,5	2,6	2,2	2,4	2,6	2,2
2019 T3	103,4	2,5	2,7	2,3	2,6	2,4	2,6
T4	113,2	2,4	2,3	2,2	2,2	2,6	2,0
2020 T1	103,2	3,4	3,4	3,6	3,1	4,2	1,9
T2							1,7

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 ; 2015 = 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	Administration 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												
2017	106,3	0,7	0,1	-0,7	0,6	0,6	-0,9	-1,7	4,2	1,3	1,9	1,1
2018	108,3	1,9	1,5	1,8	1,5	1,4	0,3	0,4	4,7	2,4	2,3	2,6
2019	110,3	1,9	-0,8	3,4	1,0	1,6	1,1	-0,5	2,5	1,1	2,5	1,7
2019 T3	110,6	1,7	-1,8	3,6	0,7	1,5	0,9	-0,9	2,3	0,9	2,4	0,9
T4	110,9	1,6	-0,2	2,5	1,3	1,4	0,2	-0,6	-0,2	1,5	2,7	1,9
2020 T1	114,1	4,4	-2,1	4,5	2,5	5,7	2,7	-1,3	1,9	4,7	5,2	6,9
T2	119,6	8,6	-0,6	10,2	7,0	13,3	2,8	-1,0	-3,9	11,2	10,8	21,0
Rémunération par tête												
2017	111,4	1,7	1,1	1,6	1,6	1,5	2,0	1,1	3,3	2,6	1,9	1,7
2018	113,8	2,2	1,4	1,9	1,8	2,1	2,6	2,2	4,2	2,8	2,0	3,0
2019	116,0	1,9	1,3	1,5	1,8	2,1	1,7	2,0	2,8	1,3	2,2	2,7
2019 T3	116,6	2,0	0,7	2,0	1,7	2,3	1,8	1,7	3,0	1,3	2,1	2,3
T4	116,7	1,6	2,0	0,8	1,2	1,6	1,3	1,5	1,4	1,1	2,3	2,5
2020 T1	115,9	0,6	0,8	-0,5	-1,9	-1,0	1,9	-0,4	2,5	1,2	2,4	0,4
T2	110,4	-4,6	1,5	-8,0	-8,4	-10,4	-2,2	-0,9	-4,0	-6,3	1,0	-6,7
Productivité par personne employée												
2017	104,8	1,0	0,9	2,3	1,0	0,9	2,9	2,8	-0,9	1,4	0,0	0,6
2018	105,1	0,3	-0,1	0,1	0,3	0,7	2,4	1,8	-0,5	0,4	-0,2	0,3
2019	105,1	0,0	2,0	-1,8	0,7	0,5	0,6	2,4	0,3	0,2	-0,4	1,1
2019 T3	105,4	0,3	2,6	-1,5	1,0	0,8	0,9	2,6	0,7	0,5	-0,3	1,4
T4	105,2	-0,1	2,2	-1,7	-0,1	0,2	1,1	2,1	1,6	-0,4	-0,4	0,6
2020 T1	101,6	-3,6	2,9	-4,8	-4,2	-6,3	-0,8	1,0	0,7	-3,3	-2,6	-6,1
T2	92,3	-12,2	2,1	-16,5	-14,4	-20,9	-4,9	0,1	-0,1	-15,7	-8,9	-22,9
Rémunération par heure travaillée												
2017	113,4	2,1	1,3	1,9	1,7	1,9	2,1	1,8	3,3	2,6	2,5	2,3
2018	115,9	2,2	0,9	2,0	1,2	2,2	2,8	2,4	3,4	2,8	2,0	2,7
2019	118,1	1,9	0,8	2,0	2,2	2,2	2,5	1,5	2,8	1,3	1,7	2,8
2019 T3	118,2	2,0	0,9	2,4	2,3	2,3	2,5	0,9	2,4	1,3	1,5	2,4
T4	118,6	1,8	1,3	1,6	2,3	1,8	2,4	1,2	0,7	1,1	2,1	2,5
2020 T1	121,7	4,2	3,0	3,2	2,9	4,3	3,7	1,8	5,7	3,4	4,5	8,1
T2	128,1	9,0	5,4	6,2	7,4	12,7	4,5	4,4	6,3	6,1	6,5	15,0
Productivité horaire du travail												
2017	107,2	1,5	1,5	2,7	1,2	1,5	3,1	3,4	-0,6	1,6	0,6	1,2
2018	107,6	0,4	-0,9	0,3	0,0	1,0	2,7	2,0	-1,2	0,4	-0,3	0,3
2019	107,7	0,2	1,6	-1,4	1,1	0,8	1,5	2,2	0,5	0,3	-0,7	1,0
2019 T3	107,6	0,4	2,4	-1,2	1,6	1,1	1,8	2,1	0,2	0,7	-0,8	1,5
T4	107,6	0,2	1,4	-1,0	0,9	0,5	2,0	2,0	0,6	-0,3	-0,5	0,4
2020 T1	108,0	0,5	3,3	-0,9	1,6	-0,3	1,1	3,5	5,6	-0,7	-0,5	1,9
T2	109,3	1,7	5,0	-2,9	3,1	2,0	0,2	3,3	10,0	-3,1	-3,4	-3,6

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								
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue		Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois								Pensions	Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours												
2017	1 112,0	6 638,1	7 750,1	1 196,6	2 261,8	3 458,3	11 208,5	74,4	512,0	72,6	659,1	11 867,5
2018	1 163,3	7 114,7	8 278,1	1 124,9	2 299,0	3 423,9	11 702,0	74,3	524,0	71,5	669,8	12 371,8
2019	1 220,0	7 724,2	8 944,2	1 069,5	2 363,8	3 433,4	12 377,5	78,5	531,6	7,9	618,0	12 995,6
2019 T3	1 204,1	7 605,6	8 809,6	1 110,0	2 354,8	3 464,7	12 274,4	74,5	546,3	19,1	640,0	12 914,4
T4	1 220,0	7 724,2	8 944,2	1 069,5	2 363,8	3 433,4	12 377,5	78,5	531,6	7,9	618,0	12 995,6
2020 T1	1 261,8	8 075,3	9 337,1	1 077,5	2 361,4	3 439,0	12 776,1	109,9	533,5	56,5	700,0	13 476,0
T2	1 304,5	8 401,0	9 705,5	1 076,0	2 403,1	3 479,1	13 184,5	96,4	584,6	16,7	697,7	13 882,3
2020 Février	1 236,2	7 826,7	9 062,8	1 065,0	2 359,7	3 424,8	12 487,6	84,9	551,3	26,0	662,2	13 149,8
Mars	1 261,8	8 075,3	9 337,1	1 077,5	2 361,4	3 439,0	12 776,1	109,9	533,5	56,5	700,0	13 476,0
Avril	1 276,8	8 229,6	9 506,5	1 071,0	2 376,7	3 447,7	12 954,2	94,9	546,6	37,7	679,3	13 633,4
Mai	1 296,5	8 334,7	9 631,3	1 095,1	2 389,1	3 484,2	13 115,4	96,6	556,9	26,8	680,2	13 795,6
Juin	1 304,5	8 401,0	9 705,5	1 076,0	2 403,1	3 479,1	13 184,5	96,4	584,6	16,7	697,7	13 882,3
Juillet ^(p)	1 311,1	8 473,0	9 784,1	1 082,7	2 409,4	3 492,0	13 276,1	109,5	607,5	10,3	727,3	14 003,4
Flux												
2017	36,0	592,6	628,6	-109,5	34,5	-74,9	553,7	6,5	-10,8	-18,5	-22,7	530,9
2018	50,3	465,1	515,4	-74,0	45,2	-28,9	486,6	-0,9	12,3	-3,3	8,1	494,7
2019	56,7	603,1	659,8	-60,0	62,8	2,7	662,5	4,1	-1,8	-57,6	-55,3	607,2
2019 T3	15,1	181,2	196,3	-4,6	14,8	10,2	206,5	-0,6	21,1	-18,1	2,5	209,0
T4	15,9	122,8	138,8	-38,0	8,1	-29,9	108,8	4,5	-16,0	-9,5	-21,1	87,8
2020 T1	41,8	346,6	388,3	6,1	-2,5	3,7	392,0	31,1	2,0	46,7	79,8	471,7
T2	42,7	322,7	365,4	0,4	42,1	42,5	407,8	-12,9	51,1	-40,7	-2,4	405,4
2020 Février	7,9	81,9	89,8	1,2	-2,6	-1,4	88,4	9,0	3,0	1,3	13,3	101,7
Mars	25,6	249,3	274,9	12,8	1,7	14,5	289,5	25,0	-17,6	28,7	36,1	325,6
Avril	15,1	151,4	166,5	-7,8	15,2	7,4	173,9	-15,4	13,2	-18,5	-20,7	153,2
Mai	19,7	103,3	123,0	26,7	12,8	39,5	162,5	2,4	10,3	-11,7	1,0	163,5
Juin	7,9	67,9	75,9	-18,5	14,0	-4,4	71,4	0,1	27,7	-10,4	17,4	88,8
Juillet ^(p)	6,6	151,5	158,1	11,7	6,5	18,1	176,2	14,1	22,9	-4,3	32,8	209,0
Taux de croissance												
2017	3,3	9,8	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,1	-3,3	4,7
2018	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,4	-4,7	1,2	4,2
2019	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9
2019 T3	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,0	1,1	5,9	3,0	8,7	-65,4	1,1	5,7
T4	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9
2020 T1	7,0	10,9	10,4	-3,7	1,8	0,0	7,4	47,5	2,0	51,5	9,8	7,5
T2	9,7	13,1	12,6	-3,3	2,7	0,8	9,2	29,4	11,1	-54,1	9,2	9,2
2020 Février	5,4	8,6	8,1	-5,6	2,0	-0,4	5,6	17,6	6,0	-47,4	2,5	5,5
Mars	7,0	10,9	10,4	-3,7	1,8	0,0	7,4	47,5	2,0	51,5	9,8	7,5
Avril	8,0	12,5	11,9	-5,2	2,1	-0,3	8,3	28,2	3,8	2,0	6,2	8,2
Mai	9,3	13,0	12,5	-2,5	2,3	0,7	9,1	35,9	5,8	-34,2	6,3	9,0
Juin	9,7	13,1	12,6	-3,3	2,7	0,8	9,2	29,4	11,1	-54,1	9,2	9,2
Juillet ^(p)	9,8	14,1	13,5	-1,5	2,7	1,4	10,1	46,2	13,4	-64,3	12,8	10,2

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													
2017	2240,3	1797,4	285,0	149,1	8,8	6317,6	3702,8	562,1	2051,9	0,8	991,1	206,6	415,3
2018	2331,4	1898,7	277,3	147,8	7,6	6644,9	4035,9	517,6	2090,1	1,4	998,2	202,9	435,5
2019	2476,2	2062,7	256,9	150,1	6,5	7040,7	4395,5	492,5	2151,8	0,9	1036,9	214,4	467,8
2019 T3	2450,9	2031,3	262,2	151,4	5,9	6964,9	4318,1	504,5	2141,3	1,0	1042,3	221,3	465,5
T4	2476,2	2062,7	256,9	150,1	6,5	7040,7	4395,5	492,5	2151,8	0,9	1036,9	214,4	467,8
2020 T1	2609,4	2190,9	263,2	147,5	7,7	7161,4	4530,5	472,0	2158,3	0,6	1151,7	226,4	475,3
T2	2867,6	2392,7	320,1	148,6	6,2	7349,8	4681,9	462,7	2204,3	0,9	1067,8	225,3	466,0
2020 Février	2507,0	2097,6	253,7	150,3	5,4	7086,6	4452,7	482,5	2150,6	0,8	1051,7	215,3	475,7
Mars	2609,4	2190,9	263,2	147,5	7,7	7161,4	4530,5	472,0	2158,3	0,6	1151,7	226,4	475,3
Avril	2715,5	2277,9	284,8	146,5	6,3	7242,1	4596,8	467,1	2177,4	0,8	1120,1	229,8	464,8
Mai	2824,5	2355,8	316,8	147,2	4,7	7299,7	4642,9	464,8	2191,1	1,0	1100,8	231,1	459,4
Juin	2867,6	2392,7	320,1	148,6	6,2	7349,8	4681,9	462,7	2204,3	0,9	1067,8	225,3	466,0
Juillet ^(p)	2919,1	2433,7	333,1	147,1	5,2	7400,2	4729,7	456,1	2213,3	1,1	1037,8	243,5	473,8
Flux													
2017	180,7	182,4	-1,9	-0,8	0,9	254,7	304,7	-82,1	33,6	-1,5	54,9	7,2	26,7
2018	93,1	105,3	-9,7	-1,1	-1,4	326,5	324,8	-45,0	46,1	0,5	0,5	-3,9	19,1
2019	146,1	163,7	-18,8	1,7	-0,5	394,5	358,4	-25,7	62,4	-0,5	29,1	10,2	30,1
2019 T3	40,7	43,9	-2,9	1,0	-1,3	116,9	109,6	-6,0	13,9	-0,6	25,1	3,8	4,4
T4	28,8	34,6	-4,3	-2,2	0,7	76,8	76,9	-11,5	11,5	-0,2	-3,0	-6,9	1,8
2020 T1	130,6	126,4	5,6	-2,5	1,2	119,5	134,2	-20,9	6,4	-0,3	112,1	11,7	7,4
T2	260,4	203,1	57,7	1,1	-1,5	190,4	152,7	-9,0	46,5	0,3	-88,7	-0,6	-9,2
2020 Février	31,3	33,6	-3,3	-0,2	1,3	25,2	30,9	-4,9	-0,8	0,0	27,0	-2,5	8,5
Mars	102,7	93,5	9,6	-2,7	2,3	74,9	77,8	-10,4	7,7	-0,2	100,6	11,1	-0,4
Avril	104,6	86,0	21,0	-1,0	-1,4	80,2	66,0	-5,1	19,1	0,2	-34,4	3,5	-10,5
Mai	112,3	80,2	33,0	0,7	-1,5	59,1	46,7	-1,9	14,2	0,1	-22,4	1,6	-5,4
Juin	43,5	36,9	3,7	1,4	1,5	51,1	40,0	-2,0	13,2	-0,1	-32,0	-5,7	6,7
Juillet ^(p)	59,2	46,3	15,2	-1,5	-0,8	53,1	49,6	-5,8	9,1	0,2	44,5	19,0	7,9
Taux de croissance													
2017	8,6	11,2	-0,7	-0,5	11,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,1	5,8	3,6	6,9
2018	4,2	5,9	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,0	-1,9	4,6
2019	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2019 T3	6,4	8,0	-2,6	2,8	-11,8	6,3	9,3	-4,1	3,1	-10,1	3,6	4,3	6,6
T4	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2020 T1	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,8	6,0	9,8	-8,4	2,3	-56,7	16,8	5,9	2,9
T2	19,1	20,5	21,2	-1,7	-13,5	7,4	11,2	-9,3	3,7	-48,3	4,5	3,7	0,9
2020 Février	6,5	9,0	-7,6	1,1	-13,8	5,4	8,6	-6,8	2,3	-46,9	7,1	3,1	4,6
Mars	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,8	6,0	9,8	-8,4	2,3	-56,7	16,8	5,9	2,9
Avril	13,7	16,1	5,5	-2,2	-11,6	6,7	10,6	-9,1	2,9	-48,2	12,2	8,0	1,0
Mai	17,7	19,2	18,3	-2,0	-31,8	7,0	10,9	-9,2	3,2	-37,5	9,6	7,1	-0,2
Juin	19,1	20,5	21,2	-1,7	-13,5	7,4	11,2	-9,3	3,7	-48,3	4,5	3,7	0,9
Juillet ^(p)	20,4	21,4	27,2	-2,8	-15,8	7,4	11,3	-10,2	3,8	-40,1	9,2	10,4	3,2

Source : BCE.

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

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

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

4) 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	Prêts corrigés ²⁾	Aux sociétés non financières ³⁾	Aux ménages ⁴⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension ³⁾	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Encours												
2017	4 617,2	1 032,3	3 571,0	13 114,0	10 870,5	11 165,8	4 323,4	5 600,3	838,0	108,7	1 440,4	803,2
2018	4 676,7	1 006,2	3 659,0	13 415,9	11 122,4	11 482,8	4 402,3	5 742,1	851,2	126,8	1 517,9	775,6
2019	4 652,5	984,4	3 656,3	13 865,6	11 452,2	11 838,5	4 472,5	5 930,9	896,1	152,6	1 560,5	852,9
2019 T3	4 696,5	999,8	3 685,1	13 776,5	11 394,4	11 764,2	4 488,5	5 876,3	883,5	146,2	1 570,6	811,5
T4	4 652,5	984,4	3 656,3	13 865,6	11 452,2	11 838,5	4 472,5	5 930,9	896,1	152,6	1 560,5	852,9
2020 T1	4 775,0	1 006,9	3 756,3	14 046,9	11 688,3	12 063,7	4 601,8	5 966,5	958,5	161,5	1 558,2	800,3
T2	5 300,8	1 005,8	4 283,3	14 245,5	11 783,1	12 165,5	4 717,7	5 993,9	917,8	153,7	1 644,2	818,2
2020 Février	4 672,1	993,0	3 667,3	13 942,3	11 531,5	11 897,5	4 488,9	5 983,3	909,1	150,1	1 565,3	845,5
Mars	4 775,0	1 006,9	3 756,3	14 046,9	11 688,3	12 063,7	4 601,8	5 966,5	958,5	161,5	1 558,2	800,3
Avril	4 962,3	1 015,5	3 935,0	14 122,9	11 728,0	12 103,9	4 670,7	5 960,9	939,7	156,8	1 609,0	785,9
Mai	5 131,2	1 017,5	4 101,9	14 225,1	11 805,1	12 179,2	4 719,2	5 981,8	949,7	154,4	1 627,1	793,0
Juin	5 300,8	1 005,8	4 283,3	14 245,5	11 783,1	12 165,5	4 717,7	5 993,9	917,8	153,7	1 644,2	818,2
Juillet ^(p)	5 589,1	1 003,6	4 573,7	14 126,8	11 813,4	12 183,2	4 729,6	6 015,7	914,0	154,1	1 496,8	816,6
Flux												
2017	287,5	-43,7	330,6	363,2	274,2	316,4	84,9	173,2	19,7	-3,5	63,6	25,4
2018	90,3	-28,4	118,7	374,8	307,3	382,1	123,6	166,3	-0,4	17,8	88,1	-20,6
2019	-88,3	-23,5	-65,2	453,0	378,7	426,0	115,0	199,9	42,5	21,2	30,6	43,8
2019 T3	-2,6	-0,9	-1,7	129,7	102,3	104,5	27,2	52,0	9,2	13,9	20,7	6,6
T4	-5,2	-15,6	10,2	90,2	78,5	104,6	2,8	60,2	9,1	6,5	-7,8	19,5
2020 T1	134,0	21,9	112,2	228,6	246,0	238,3	135,7	41,8	59,6	8,8	15,0	-32,3
T2	506,4	-1,7	508,0	194,8	102,5	110,3	123,1	33,0	-45,9	-7,7	80,8	11,5
2020 Février	6,7	-1,5	8,2	40,7	20,9	26,1	6,5	22,9	-5,0	-3,4	20,6	-0,9
Mars	136,3	13,8	122,5	143,5	167,1	176,9	118,6	-11,6	48,7	11,4	8,9	-32,6
Avril	194,0	8,3	185,6	68,4	38,2	38,0	71,6	-5,3	-23,5	-4,7	46,7	-16,4
Mai	159,0	1,6	157,5	103,8	79,1	76,9	51,4	22,1	7,9	-2,4	19,2	5,6
Juin	153,4	-11,5	164,9	22,6	-14,8	-4,6	0,0	16,2	-30,4	-0,6	14,9	22,4
Juillet ^(p)	96,6	-2,1	98,7	75,0	47,7	37,7	21,6	24,4	1,1	0,6	26,7	0,7
Taux de croissance												
2017	6,6	-4,1	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,4	-3,2	4,6	3,2
2018	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,1	16,4	6,1	-2,6
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6
2019 T3	-1,1	-0,5	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,5	14,4	3,3	2,6
T4	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6
2020 T1	1,6	0,4	1,9	4,2	4,8	5,0	4,9	3,3	11,4	20,7	3,0	-0,6
T2	13,6	0,4	17,3	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	4,1	16,3	7,1	0,7
2020 Février	-2,0	-1,0	-2,2	3,4	3,5	3,7	2,4	3,9	5,0	14,8	2,0	4,1
Mars	1,6	0,4	1,9	4,2	4,8	5,0	4,9	3,3	11,4	20,7	3,0	-0,6
Avril	6,2	1,5	7,5	4,4	4,7	4,9	6,0	3,0	7,7	21,2	6,3	-3,4
Mai	9,8	1,1	12,2	4,9	5,2	5,3	6,7	3,3	8,5	20,9	6,8	-2,4
Juin	13,6	0,4	17,3	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	4,1	16,3	7,1	0,7
Juillet ^(p)	15,5	0,2	19,8	5,0	4,7	4,7	6,5	3,3	4,0	14,8	9,3	0,4

Source : BCE.

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

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

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

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

5 Monnaie et crédit

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

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

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾				
	Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consomma- tion	Prêts au logement	Autres prêts
	1	Prêts corrigés ⁴⁾				2	Prêts corrigés ⁴⁾			
Encours										
2017	4 323,4	4 358,7	986,2	821,2	2 516,1	5 600,3	5 867,4	654,8	4 216,4	729,0
2018	4 402,3	4 487,6	993,0	843,7	2 565,6	5 742,1	6 025,2	682,6	4 356,8	702,7
2019	4 472,5	4 575,5	970,7	877,0	2 624,8	5 930,9	6 224,3	719,8	4 524,2	686,9
2019 T3	4 488,5	4 581,9	982,0	873,5	2 633,0	5 876,3	6 165,7	711,2	4 473,5	691,6
2019 T4	4 472,5	4 575,5	970,7	877,0	2 624,8	5 930,9	6 224,3	719,8	4 524,2	686,9
2020 T1	4 601,8	4 703,7	1 002,0	915,8	2 683,9	5 966,5	6 254,2	715,5	4 566,5	684,5
2020 T2	4 717,7	4 827,0	957,9	991,5	2 768,3	5 993,9	6 277,6	700,6	4 602,9	690,3
2020 Février	4 488,9	4 586,3	957,4	880,0	2 651,5	5 983,3	6 264,7	728,4	4 567,3	687,6
2020 Mars	4 601,8	4 703,7	1 002,0	915,8	2 683,9	5 966,5	6 254,2	715,5	4 566,5	684,5
2020 Avril	4 670,7	4 775,2	988,4	961,2	2 721,1	5 960,9	6 247,1	701,0	4 574,6	685,3
2020 Mai	4 719,2	4 822,8	958,1	997,9	2 763,2	5 981,8	6 265,1	698,6	4 593,9	689,3
2020 Juin	4 717,7	4 827,0	957,9	991,5	2 768,3	5 993,9	6 277,6	700,6	4 602,9	690,3
2020 Juillet ^(b)	4 729,6	4 831,4	950,7	997,9	2 781,1	6 015,7	6 292,4	703,2	4 620,5	692,0
Flux										
2017	84,9	134,8	0,6	39,1	45,2	173,2	165,6	45,0	134,0	-5,9
2018	123,6	175,7	18,6	32,7	72,3	166,3	188,6	41,3	134,3	-9,3
2019	115,0	144,7	-11,7	43,1	83,6	199,9	217,2	40,7	168,7	-9,4
2019 T3	27,2	34,0	3,6	6,3	17,3	52,0	54,9	8,4	46,5	-2,9
2019 T4	2,8	21,7	-5,3	7,5	0,5	60,2	63,7	9,4	53,7	-2,9
2020 T1	135,7	135,2	28,9	43,4	63,3	41,8	37,6	-2,9	45,9	-1,1
2020 T2	123,1	130,4	-38,0	80,8	80,3	33,0	30,0	-13,2	36,8	9,4
2020 Février	6,5	7,5	-8,0	4,2	10,3	22,9	22,3	4,5	17,5	0,9
2020 Mars	118,6	121,4	48,0	36,1	34,6	-11,6	-4,3	-11,9	3,5	-3,1
2020 Avril	71,6	72,8	-13,4	47,0	38,0	-5,3	-6,1	-14,2	7,0	1,9
2020 Mai	51,4	50,5	-28,4	39,1	40,8	22,1	18,8	-2,1	19,7	4,6
2020 Juin	0,0	7,2	3,9	-5,3	1,5	16,2	17,3	3,2	10,1	3,0
2020 Juillet ^(b)	21,6	15,9	-6,0	10,2	17,4	24,4	18,4	3,0	18,8	2,6
Taux de croissance										
2017	2,0	3,2	0,1	5,0	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,1	1,9	4,0	2,9	3,0	3,2	6,4	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2019 T3	2,9	3,6	-0,8	5,1	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,6
2019 T4	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020 T1	4,9	5,5	2,9	9,1	4,3	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
2020 T2	6,5	7,1	-1,1	16,1	6,2	3,2	3,0	0,2	4,1	0,4
2020 Février	2,4	3,0	-2,1	5,0	3,2	3,9	3,7	6,2	4,3	-1,0
2020 Mars	4,9	5,5	2,9	9,1	4,3	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
2020 Avril	6,0	6,6	1,1	13,7	5,3	3,0	3,0	1,3	3,9	-0,8
2020 Mai	6,7	7,3	-1,5	17,5	6,3	3,3	3,0	0,3	4,2	0,1
2020 Juin	6,5	7,1	-1,1	16,1	6,2	3,2	3,0	0,2	4,1	0,4
2020 Juillet ^(b)	6,5	7,0	-2,2	16,5	6,4	3,3	3,0	0,2	4,2	0,9

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

5 Monnaie et crédit

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

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

	Passif des IFM						Actif des IFM			
	Dépôts de l'administration centrale ²⁾	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Position extérieure nette	Autre		
		Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total	Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾	Prises en pension de contreparties centrales ³⁾
Encours										
2017	342,7	6 771,1	1 967,5	59,8	2 017,5	2 726,2	933,7	316,3	143,5	92,5
2018	379,3	6 818,7	1 940,7	56,1	2 099,1	2 722,8	1 033,7	443,4	187,0	194,9
2019	350,3	7 062,0	1 946,5	50,1	2 156,1	2 909,3	1 459,9	429,9	178,9	187,2
2019 T3	388,0	7 101,1	1 948,1	57,2	2 162,2	2 933,6	1 484,9	445,6	184,2	198,1
2019 T4	350,3	7 062,0	1 946,5	50,1	2 156,1	2 909,3	1 459,9	429,9	178,9	187,2
2020 T1	413,2	7 036,8	1 935,5	47,2	2 121,7	2 932,4	1 573,5	530,7	183,7	196,5
2020 T2	676,1	7 039,4	1 931,4	43,9	2 080,5	2 983,7	1 555,9	495,6	158,3	173,7
2020 Février	417,1	7 130,4	1 942,5	48,2	2 162,2	2 977,4	1 613,8	469,2	177,9	191,2
2020 Mars	413,2	7 036,8	1 935,5	47,2	2 121,7	2 932,4	1 573,5	530,7	183,7	196,5
2020 Avril	521,0	7 059,6	1 930,3	46,1	2 125,7	2 957,4	1 568,2	560,6	187,6	203,3
2020 Mai	598,8	7 046,5	1 934,1	45,1	2 101,8	2 965,4	1 543,7	540,8	196,5	211,4
2020 Juin	676,1	7 039,4	1 931,4	43,9	2 080,5	2 983,7	1 555,9	495,6	158,3	173,7
2020 Juillet ³⁾	756,4	7 041,6	1 931,5	43,7	2 046,7	3 019,8	1 529,3	556,1	159,8	172,6
Flux										
2017	39,0	-73,4	-83,5	-6,6	-71,1	87,8	-96,1	-58,2	-61,2	-28,5
2018	40,5	51,2	-37,8	-4,9	16,0	77,9	89,0	32,3	16,2	23,6
2019	-28,2	106,9	-5,3	-3,3	27,5	88,1	310,1	11,1	-2,7	-2,5
2019 T3	14,6	12,7	-14,6	-1,0	4,8	23,6	93,5	15,8	6,9	7,4
2019 T4	-37,5	4,3	-1,4	-3,7	-14,3	23,7	-1,0	-29,4	-5,3	-10,9
2020 T1	63,2	-47,7	-8,9	-2,9	-45,2	9,3	74,3	50,2	4,7	9,3
2020 T2	263,0	-4,7	-2,3	-3,3	-16,0	16,9	-47,6	10,2	-25,4	-22,8
2020 Février	45,0	0,5	-6,8	-0,6	-5,0	12,8	58,2	41,6	6,8	9,0
2020 Mars	-3,9	-40,8	0,5	-1,0	-42,7	2,4	-27,2	28,2	5,8	5,3
2020 Avril	107,9	-19,3	-6,0	-1,0	-11,1	-11,1	-62,5	41,9	4,0	6,8
2020 Mai	77,8	16,4	5,7	-1,0	-8,1	19,6	1,8	-7,0	8,9	8,1
2020 Juin	77,4	-1,8	-2,0	-1,2	-6,8	8,3	13,2	-24,7	-38,2	-37,6
2020 Juillet ³⁾	17,3	-9,4	-2,1	-0,2	-9,0	1,9	-33,4	78,6	1,5	-1,1
Taux de croissance										
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,8	0,8	-1,9	-8,1	0,8	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-7,4	1,6	-0,3	-6,0	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2019 T3	-3,2	1,8	-0,3	-0,7	2,2	3,1	-	-	6,9	11,0
2019 T4	-7,4	1,6	-0,3	-6,0	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020 T1	11,9	0,2	-0,1	-11,1	-2,5	2,8	-	-	-0,3	0,6
2020 T2	81,3	-0,5	-1,4	-19,6	-3,3	2,5	-	-	-10,9	-9,2
2020 Février	4,2	0,9	-0,3	-9,1	-0,7	3,0	-	-	-7,6	-6,9
2020 Mars	11,9	0,2	-0,1	-11,1	-2,5	2,8	-	-	-0,3	0,6
2020 Avril	42,3	0,0	-0,4	-13,4	-2,2	2,1	-	-	-6,6	-4,9
2020 Mai	63,1	0,1	0,0	-15,9	-2,6	2,5	-	-	-0,3	0,2
2020 Juin	81,3	-0,5	-1,4	-19,6	-3,3	2,5	-	-	-10,9	-9,2
2020 Juillet ³⁾	85,6	-0,6	-0,1	-20,2	-4,1	2,2	-	-	-16,6	-16,3

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
2016	-1,5	-1,7	0,0	0,2	0,1	0,7
2017	-1,0	-1,4	0,1	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,0	0,2	1,0
2019 T2	-0,7	.	.	.	.	1,1
T3	-0,8	.	.	.	.	0,9
T4	-0,6	.	.	.	.	1,0
2020 T1	-1,0	.	.	.	.	0,6

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	
2016	46,2	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,1	10,0	5,3	2,1	22,7	3,6
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,4	9,9	5,3	1,9	22,5	3,8
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,5	46,0	13,0	13,1	15,1	0,5	47,1	43,4	9,9	5,3	1,6	22,5	3,7
2019 T2	46,4	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,1	43,4	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7
T3	46,4	45,9	12,9	13,1	15,1	0,5	47,2	43,4	9,9	5,3	1,7	22,5	3,8
T4	46,5	46,0	13,0	13,1	15,1	0,4	47,1	43,4	9,9	5,3	1,6	22,5	3,7
2020 T1	46,6	46,1	13,1	13,0	15,1	0,5	47,6	43,9	10,0	5,4	1,6	22,9	3,8

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
2016	90,0	3,3	15,7	71,0	47,5	30,9	42,5	9,4	80,7	17,9	29,8	42,3	87,9	2,1
2017	87,8	3,2	14,6	70,0	48,3	32,2	39,5	8,6	79,1	16,4	29,0	42,3	86,0	1,8
2018	85,8	3,1	13,8	68,9	48,1	32,5	37,8	8,0	77,8	16,0	28,4	41,3	84,4	1,5
2019	84,1	3,0	13,1	68,0	45,5	30,7	38,6	7,7	76,4	15,7	28,0	40,4	82,8	1,3
2019 T2	86,2	3,1	13,4	69,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	85,9	3,2	13,3	69,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	84,1	3,0	13,1	68,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 T1	86,3	3,1	13,4	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Évolutions budgétaires

6.4 Variation annuelle du ratio dette publique/PIB et facteurs sous-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 changements de 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
2016	-0,8	-0,7	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,3	1,6
2017	-2,3	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,2	0,9
2018	-1,9	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,9	0,8
2019	-1,7	-1,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,1	-0,8	0,9
2019 T2	-1,0	-1,1	0,8	0,7	0,7	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,8	1,4
T3	-1,2	-0,9	0,6	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3	-0,9	1,4
T4	-1,7	-1,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,1	-0,9	0,9
2020 T1	-0,1	-0,6	0,5	0,7	0,5	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,1	1,8

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

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

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

6.5 Titres de créance des administrations publiques ¹⁾

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

	Service de la dette dû dans l'année ²⁾					Durée résiduelle moyenne en années ³⁾	Rendements nominaux moyens ⁴⁾						
	Total	Principal		Intérêts	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								
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,3	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2019 T2	12,5	11,0	3,6	1,4	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9
T3	12,7	11,3	3,8	1,4	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,3	1,0
T4	12,2	10,8	3,6	1,4	0,3	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2020 T1	12,3	11,0	4,1	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,4	1,9	0,1	1,0
2020 Février	12,0	10,7	4,1	1,3	0,3	7,6	2,1	1,2	-0,1	2,4	1,9	0,2	1,1
Mars	12,3	11,0	4,1	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,4	1,9	0,1	1,0
Avril	13,1	11,8	4,5	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,3	2,1	0,1	1,1
Mai	14,1	12,7	4,2	1,4	0,4	7,4	2,0	1,2	-0,2	2,4	2,1	0,1	1,1
Juin	14,7	13,3	4,7	1,4	0,4	7,5	2,0	1,1	-0,2	2,3	2,0	0,1	0,9
Juillet	14,5	13,2	4,6	1,4	0,4	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,0	0,1	1,0

Source : BCE.

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

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

3) Durée résiduelle en fin de période.

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

6 Évolutions budgétaires

6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

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

	Belgique	Allemagne	Estonie	Irlande	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2016	-2,4	1,2	-0,5	-0,7	0,5	-4,3	-3,6	-2,4	0,3	
2017	-0,7	1,2	-0,8	-0,3	0,7	-3,0	-2,9	-2,4	2,0	
2018	-0,8	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,3	-2,2	-3,7	
2019	-1,9	1,4	-0,3	0,4	1,5	-2,8	-3,0	-1,6	1,7	
2019 T2	-1,6	1,7	-0,9	0,4	0,6	-2,8	-2,9	-2,2	-4,9	
T3	-1,8	1,4	-1,0	0,5	0,6	-2,7	-3,2	-2,0	2,2	
T4	-1,9	1,5	-0,3	0,4	1,5	-2,8	-3,0	-1,6	1,7	
2020 T1	-2,7	1,3	-1,3	0,0	1,0	-3,3	-3,5	-2,4	2,2	
Dette des administrations publiques										
2016	104,9	69,2	10,2	73,8	178,5	99,2	98,0	134,8	103,4	
2017	101,7	65,3	9,3	67,7	176,2	98,6	98,3	134,1	93,9	
2018	99,8	61,9	8,4	63,5	181,2	97,6	98,1	134,8	100,6	
2019	98,6	59,8	8,4	58,8	176,6	95,5	98,1	134,8	95,5	
2019 T2	102,4	61,1	9,1	63,0	179,5	98,6	99,2	137,7	107,0	
T3	102,2	61,1	9,0	61,3	178,1	97,5	100,1	137,0	97,9	
T4	98,7	59,8	8,4	57,3	176,6	95,5	98,1	134,8	95,5	
2020 T1	104,4	61,3	8,9	59,1	176,7	98,8	101,2	137,6	97,7	
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2016	0,2	0,2	1,8	1,0	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,5	-1,7
2017	-0,8	0,5	1,3	3,3	1,3	-0,8	-3,0	0,0	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,1	1,9	1,4	0,2	-0,4	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,2	0,3	2,2	0,5	1,7	0,7	0,2	0,5	-1,3	-1,1
2019 T2	-1,4	0,0	4,0	1,0	1,5	0,3	0,1	0,5	-1,0	-1,3
T3	-1,1	-0,3	3,2	0,5	1,3	0,3	-0,1	0,6	-1,1	-1,9
T4	-0,2	0,3	2,2	0,5	1,7	0,7	0,2	0,5	-1,3	-1,0
2020 T1	-0,6	-0,4	1,2	-1,7	1,5	0,4	-0,1	-0,8	-1,9	-1,1
Dette des administrations publiques										
2016	40,9	39,7	20,1	55,5	61,9	82,9	131,5	78,7	52,0	63,2
2017	39,3	39,1	22,3	50,3	56,9	78,3	126,1	74,1	51,3	61,3
2018	37,2	33,8	21,0	45,6	52,4	74,0	122,0	70,4	49,4	59,6
2019	36,9	36,3	22,1	43,1	48,6	70,4	117,7	66,1	48,0	59,4
2019 T2	37,5	35,9	20,3	45,5	51,0	71,7	120,7	67,7	48,7	61,5
T3	37,1	35,7	20,0	43,2	49,3	71,0	120,2	68,1	48,5	60,1
T4	36,9	36,2	22,1	42,9	48,7	70,3	117,7	66,1	48,0	59,2
2020 T1	37,1	33,2	22,3	44,4	49,5	72,8	120,0	69,6	49,3	64,2

Source : Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2020**

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 9 septembre 2020.

Pour la terminologie spécifique, veuillez consulter le [glossaire de la BCE](#) (disponible uniquement en anglais).

ISSN 2363-3425 (PDF)
Numéro de catalogue UE QB-BP-20-006-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général